

Finanszírozás a hazai kapitalizmus nézőpontjából

Szabó-Morvai Ágnes

Közjó és Kapitalizmus Intézet
Műhelytanulmány
No. 15.

2009. április 20.

E tanulmány célja a kapitalizmus jellemzőinek és a pénzpiacok kölcsönhatásának vizsgálata. Arra törekszik, hogy a Kapitalizmus Jelentés, 2008 elemzési kerete alapján értékelje a hazai pénzpiacokat. Kitérünk minden olyan pénzpiaci szegmensre, amelyben az üzleti logika és az egyéni hasznosságok (pl. kölcsön ismerőstől, rokontól) motiválják a szereplőket – ezzel szemben kihagyjuk azokat a finanszírozási formákat, amelyekben egyéb tényezőké (pl. állami elosztási alapelvek, pályázatírási készségek, uniós szabályoknak való megfelelés) a fő szerep.

Az elemzés újdonsága, hogy a pénzpiacokat, mint a társadalmi folyamatokba, az üzleti életbe szorosan beágyazott konstrukciókat mutatja be, amelyek működési logikáját elemi erővel befolyásolja, alakítja a piaci szereplők gondolkodásmódja, értékrendje, szokásai. Ugyanakkor kísérletet teszünk arra is, hogy a pénzpiac szerepét értékeljük a „jó kapitalizmus” felé vezető úton. Vajon a pénzpiacok elősegítik-e az előnyös üzleti cserék kialakulását, a könnyű információhoz jutást, vagy a vállalkozó kedvet? Képes-e a pénzpiac áthidalni azokat a nehézségeket, amelyekkel a hazai vállalkozások a kapitalizmusunk hiányosságai miatt szembesülnek?

A tanulmány a Szerző és nem a Közjó és Kapitalizmus Intézet véleményét tükrözi!

FINANSZÍROZÁS A HAZAI KAPITALIZMUS NÉZŐPONTJÁBÓL

Szabó-Morvai Ágnes

| | | |
|------|---|----|
| 1. | Bevezető..... | 2 |
| 2. | Tények..... | 3 |
| 2.1. | Banki hitelezés..... | 8 |
| 2.2. | Lízingpiac..... | 12 |
| 2.3. | Faktoring piac..... | 14 |
| 2.4. | Tőzsde..... | 16 |
| 2.5. | Tőkepiac..... | 20 |
| 2.6. | Magánszemélyek informális hitelei..... | 23 |
| 2.7. | Kereskedelmi hitelek, informális hitelek..... | 26 |
| 2.8. | Fizetési fegyelem..... | 29 |
| 3. | Kapitalizmus a pénzpiacokon..... | 32 |
| 3.1. | Értékek..... | 32 |
| 3.2. | Arcos kapitalizmus..... | 34 |
| 3.3. | A megállapodások biztosítékai..... | 35 |
| 3.4. | Adóelkerülés és következményei..... | 40 |
| 4. | Gerjesztenek-e a pénzpiacok „jó” kapitalizmust..... | 41 |
| 4.1. | Bizalom..... | 41 |
| 4.2. | Költség..... | 43 |
| 4.3. | Értékteremtés..... | 44 |
| 5. | Összefoglalás..... | 45 |
| | Felhasznált irodalom..... | 48 |
| 1. | Melléklet..... | 52 |
| 2. | Melléklet..... | 56 |
| 3. | Melléklet..... | 57 |
| 4. | Melléklet..... | 58 |
| 5. | Melléklet..... | 59 |
| 6. | Melléklet: kutatási módszertan..... | 60 |

1. Bevezető

Az elemzés a Közjó és Kapitalizmus Intézet¹ által készített *Kapitalizmus Jelentés 2008 (KapJel-08)* keretében született, annak esettanulmányaként.²

E tanulmány célja, hogy a *KapJel-08* tanulmány megállapításainak pénzüpiaci érvényességét megvizsgálja, ugyanakkor törekszik a kapitalizmus jellemzőinek és a pénzüpiacok kölcsönhatásának vizsgálatára.³ Másfelől igyekszik a *KapJel-08* által nyújtott újszerű elemzési keretben értékelni, bemutatni a hazai pénzüpiacokat. Nem utolsósorban célja az elemzésnek, hogy bemutassa, és értékelje a *KapJel-08* felmérés pénzüpiacokra vonatkozó szekcióját, és a helyzetértékelésbe illesztve mutassa be eredményeit. (a kérdőívről és a módszertanról ld. bővebben az 1. és a 0. mellékletet)

Az elemzésnek nem célja, hogy átfogó, mindenre kiterjedő képet nyújtson a vállalatok finanszírozásáról, vagy a pénzüpiacok rendszeréről. Teljes mértékben kimaradnak belőle az állami hitel és támogatási konstrukciók, a Magyar Fejlesztési Bank hitelei illetve a tőkepótló állami programok. Szintén kimarad a tárgyalásból az uniós pénzek elosztási folyamata. A szelekciós elv az volt, hogy lehetőleg kiterjünk minden olyan pénzüpiaci szegmensre, amelyben az üzleti logika és az egyéni hasznosságok (pl. kölcsön ismerőstől, rokontól) motiválják a szereplőket, és lehetőleg kihagyjuk azokat a finanszírozási formákat, amelyekben egyéb tényezőké (pl. állami elosztási alapelvek, pályázatírási készségek, uniós szabályoknak való megfelelés) a fő szerep. A bemutatott pénzüpiacokat sem azok teljes mélységében tárgyaljuk, inkább arcéleket rajzolunk meg, kidomborítva azokat az elemeket, amelyek az elemzés szempontjából lényegesek. Tudatosan kihagyunk minden válsággal kapcsolatos megállapítást az elemzésből, mivel az egy teljes különálló tanulmányt tenne ki.

Az elemzés újdonsága, hogy a pénzüpiacokat, mint a társadalmi folyamatokba, az üzleti életbe szorosan beágyazott konstrukciókat mutatja be, amelyek működési logikáját elemi erővel befolyásolja, alakítja a piaci szereplők gondolkodásmódja, értékrendje, szokásai. Ugyanakkor kísérletet teszünk arra is, hogy a pénzüpiac szerepét értékeljük a „jó kapitalizmus” felé vezető úton. Vajon a pénzüpiacok elősegítik-e az előnyös üzleti cserék kialakulását, a könnyű információhoz jutást, vagy a vállalkozó kedvet? Képes-e a pénzüpiac áthidalni azokat a nehézségeket, amelyekkel a hazai vállalkozások a kapitalizmusunk hiányosságai miatt szembesülnek?

A tanulmány felépítése a következő. A 2. fejezetben stilizáltan bemutatjuk az elemzett hazai finanszírozási piacokat, azok jelentőségét a hazai kis-és középvállalatok (a továbbiakban: KKV) finanszírozásában. A 3. fejezetben ismertetjük a *KapJel-08* főbb eredményei közül azokat, amelyek a pénzüpiaci jellemzőkkel összefüggésbe hozhatók, és elemezzük, hogy a kirajzolódó kapitalizmus kép mennyiben magyarázza a pénzüpiacok 2. fejezetben bemutatott jellemzőit. Megvizsgáljuk, hogy mi jellemzi a hazai pénzüpiacokat, melyik piacon mennyiben találjuk meg a kapitalizmusunk jellemző jegyeit. Mennyire és hogyan számít a bizalom a pénzüpiacon, milyen költségei vannak egy tranzakciónak, mennyire számítanak a teljesítménytől, kockázattól független tényezők az üzlet megkötésekor. A 4. fejezetben arra keressük a választ, hogy a hazai finanszírozási piac hogyan hat a vállalkozások közötti tranzakciók természetére. Hogyan hat a pénzüpiac működése a tranzakciók-beli bizalomra, a tranzakciós költségekre, a hozamtól független profitmegosztási tényezőkre. Azaz a pénzüpiaci szektor mennyire közvetít, mennyire hidalja át a kapitalizmus problémáit, vagy mennyire mélyíti azokat.

¹ www.kozjoeskapitalizmus.hu

² Hálas köszönettel tartozom Király Júlia, Szabadosné Németh Zsuzsa, Szepesi Balázs és Szobonya Péter illetve a Közjó és Kapitalizmus Intézet műhelybeszélgetésén résztvevők észrevételeiért, melyek segítettek a tanulmány megírását.

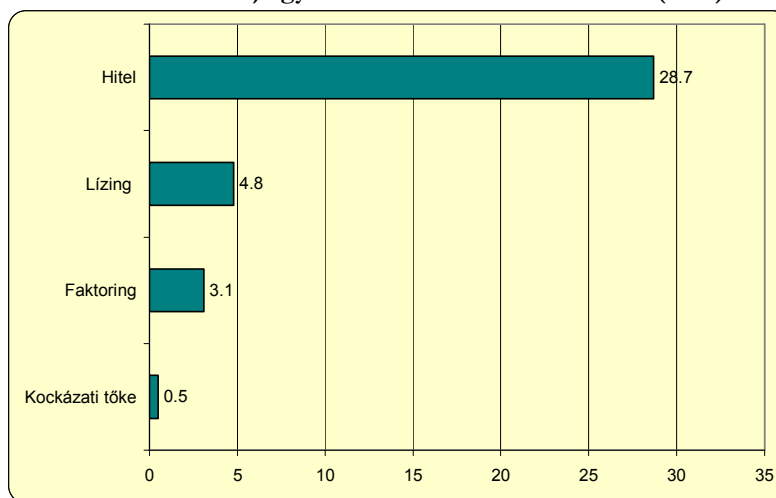
³ Azt, hogy az elemzési megközelítésünk releváns, alátámasztja *Mérő et al.* [2002]: „Az *European Observatory for SMEs (2000) elemzése szerint egy vállalkozás finanszírozási szerkezete sokkal inkább függ az adott ország pénzügyi rendszerének sajátosságaitól és gyakorlatától, mint a vállalkozás méretétől, szektorától, életkorától vagy akár jövedelmezőségétől.*”

2. Tények

Ebben a fejezetben stilizált tényeket mutatunk be a hazai vállalati finanszírozásról. A bemutatott tények nem teljes körűek, de megragadják a piacok lényegét, és kiemelik azokat a jellemzőket, amelyek leginkább összefüggésbe hozhatók a kapitalizmus jellemzőivel.

Fontos látnunk, hogy a következő alfejezetekben bemutatott és elemzett pénzügyi szegmensek mekkora jelentőséggel bírnak a hazai vállalati finanszírozásban. A 2007-ben újonnan megkötött finanszírozási szerződések GDP-hez viszonyított arányát az 1. ábra mutatja be. Innen látszik, hogy a banki hitelpiac messze a legfontosabb formális finanszírozási mód, ami nem meglepő, minden európai országban ez a helyzet.⁴

1. ábra: Hazai új ügyletek alakulása a GDP %-ában (2007)



Forrás: BK [2008]

A lízing és a faktoring jelentősége alacsonyabb, de még mindig jelentős, a kockázati tőkebefektetések aránya azonban elhanyagolható. A következő fejezetekben többek között bemutatjuk, hogy ezek az arányok hogyan viszonyulnak a többi európai országokban megfigyelhető arányokhoz, és megpróbálunk magyarázatot találni az eltérésekre.

2007-re rendkívüli mértékben megnőtt a tulajdonosi hitelek jelentősége, 10,7%-a volt a mérleg-főösszegnek, miközben a hitel, a lízing, a faktoring és a tőkepiac is hasonló nagyságrendet képvisel.

Az 1. táblázat mutatja, hogy a hazai hitelpiac mérete kisebb, a lízingpiac mérete viszont magasabb az európai átlagnál. Az eltérésre magyarázatot adhat az a megfigyelés, mely szerint hiteltörténet hiányában a rendszerváltást követően a cégek számára a lízing megfelelő hitelhelyettesítő eszközként szolgált. Ez a megállapítás egybevág a BK megállapításával: a hazai KKV finanszírozásban jellemző a könnyen érvényesíthető fedezetek (lízing, szabad-felhasználású jelzáloghitel) használata.

Ugyanakkor a banki hitelek piaca nemcsak a kínálati, de a keresleti oldal miatt is alacsony. Az EU15 tagállamaiban a finanszírozásra szoruló kis-és középvállalkozások 79%-a fordul bankhoz, míg az EU 10 újonnan csatlakozott országában ez az arány 66%, hazánkban mindössze 54%⁵. A mértnél magasabb eladósodottságot kapunk, ha figyelembe vesszük, hogy a hazai vállalatok igen nagy arányban vesznek fel hitelt közvetlenül külföldről. Sok esetben ez azzal magyarázható, hogy

⁴ A hazai vállalati hitelezés bemutatása erősen épül a Bankárképző (a továbbiakban: BK) által 2008-ban elkészített átfogó tanulmányra (BK [2008]).

⁵ A különbséghez az is hozzájárulhat, hogy hazánkban a papíron létező cégeknek csak egy része működik valójában. Ez azt jelenti, hogy ha ki lehetne szűrni az adatokból a fiktív cégeket, magasabb banki finanszírozási arányt kapnánk.

a hazai cég anyavállalata ragaszkodik a hitelfelvétel központi intézéséhez, vagy egyszerűen így olcsóbban jut a cégcsoport forrásokhoz. Ez a jelenség más európai országokban is megfigyelhető, ám valószínűleg – a külföldi tulajdonú cégek alacsonyabb aránya és a bankrendszer fejlettsége miatt – kisebb mértékben. (Mérő *et al.* [2002])

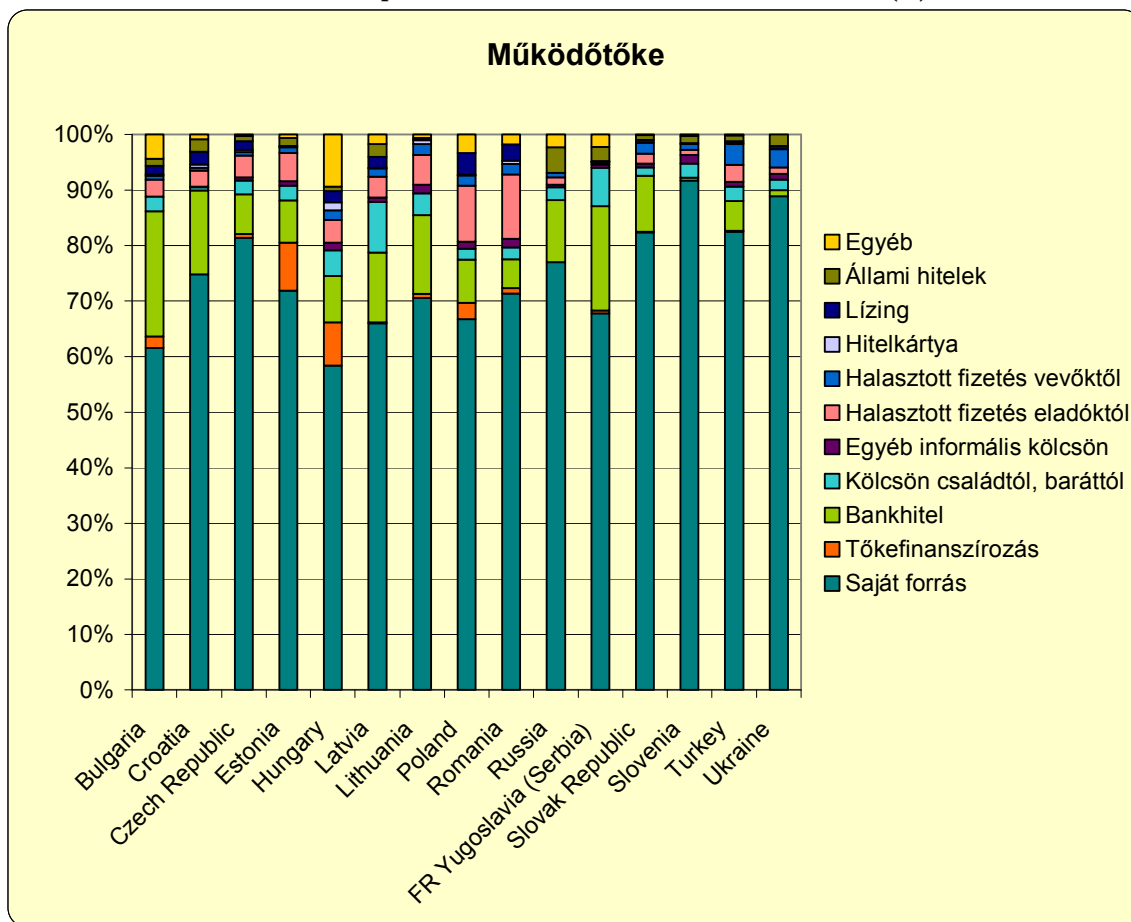
1. táblázat: GDP arányos finanszírozási piacok

| | GDP arányos finanszírozási piacméretek | | | |
|--------------------|--|-------------|-------------|----------------|
| | Hitel | Faktoring | Lizing | Kockázati tőke |
| Új csatlakozók | 24,9% | 3,1% | 4,0% | 0,3% |
| EU15 | 46,9% | 7,4% | 2,4% | n.a. |
| EU27 | 45,4% | 7,1% | n.a. | 0,6% |
| Magyarorsz. | 28,7% | 3,1% | 4,8% | 0,5% |

Forrás: BK [2008]

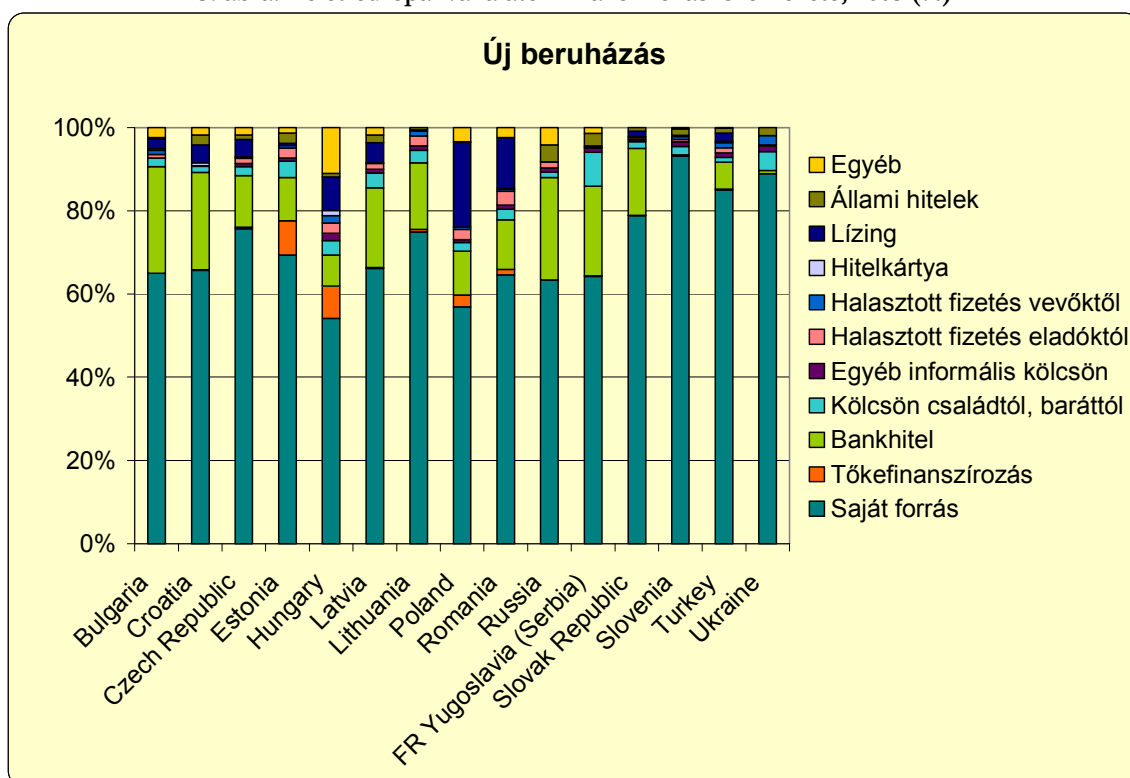
Az Európai Beruházási és Fejlesztési Bank (EBRD) és a Világbank felmérése, a *BEEPS* [2005] a kelet-európai vállalatok finanszírozási szerkezetét is bemutatja. (ld. 2. ábra és 3. ábra illetve a pontos adatokhoz a 4. mellékletet)

2. ábra: Kelet-európai vállalatok finanszírozási szerkezete, 2005 (%)



Forrás: BEEPS [2005]

3. ábra: Kelet-európai vállalatok finanszírozási szerkezete, 2005 (%)

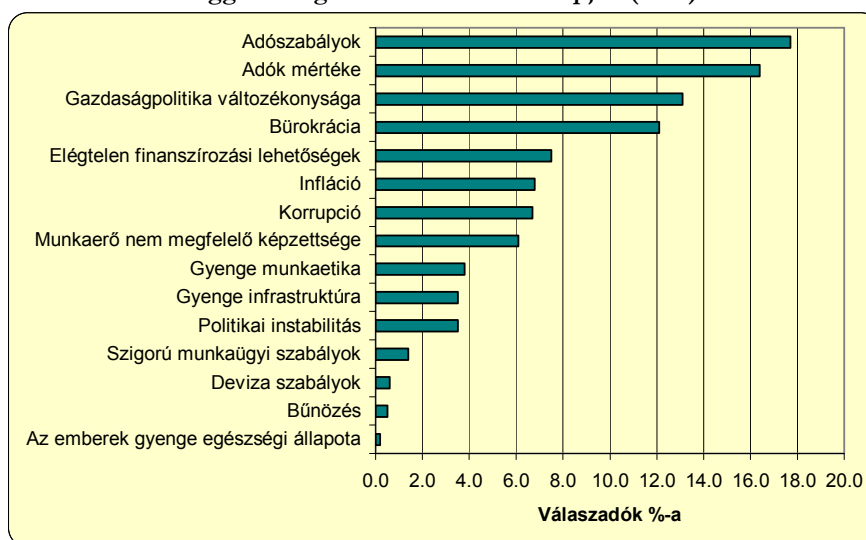


Forrás: BEEPS [2005]

A BEEPS [2005] adataiból is látszik, hogy a magyar vállalatok a többi országhoz képest a saját tőkét mind a működő tőke (napi működéshez, pl. árubeszerzéshez kapcsolódó költségek fedezete), mind az új beruházások finanszírozásához a legalacsonyabb arányban használják fel. A tőkefinanszírozás (pl. kockázati tőke vagy részvénykibocsátás), a családtól, baráttól és mástól kapott informális kölcsön, és a lízing a magyar vállalatok finanszírozásában magasabb arányt képvisel a többi országhoz viszonyítva. A magyar cégek kiugróan a legnagyobb arányban használják a hitelkártyáikat mind a működő tőke, mind az új beruházások finanszírozása esetében. Ugyanez a helyzet az egyéb finanszírozás, ami arra utal, hogy nagy arányú a tulajdonos által tagi kölcsönként, és egyéb jogcímenek befizetett tőkepótlás.

A hazai vállalatok helyzetét és versenyképességét befolyásoló tényezőket vizsgálja a The Global Competitiveness Report (Porter, Schwab [2008]) (ld. 4. ábra). Ez alapján 2008-ban a megkérdezetteknek 7,5%-a említette a legproblematicusabb területek között a finanszírozáshoz jutási lehetőségeket. Így azt mondhatjuk, hogy az általunk vizsgált terület igen fontos, de nem a hazai vállalkozók legégetőbb problémája.

4. ábra: A legproblematicusabb versenyképességi tényezők Magyarországon a Világ gazdasági Fórum felmérése alapján (2008)

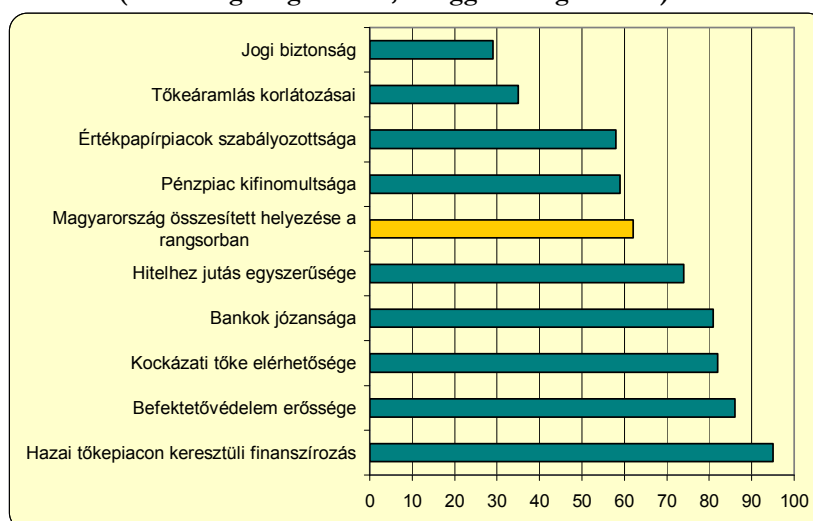


Forrás: Porter, Schwab [2008]

Ugyanakkor, mint látni fogjuk, a 2008-as év jelentős változást hozhat e területen, várhatóan sokkal nehezebb lesz finanszírozást találni a hazai vállalkozások számára, így a finanszírozás mindenképpen a problematikusabb tényezők közé kerül.

A hazai pénzpiac kifinomultságát, fejlettségét a 5. ábra részletezi. Az országok rangsorában viszonylag elől van hazánk a jogi biztonság, a tőkeáramlás szabadsága és az értékpapírpia szabályozottsága tekintetében. A leggyengébb terület a kockázati tőke elérhetősége, a befektetővédelem erőssége és a tőzsde helyzete. Mindezen tényezők lehetséges magyarázatáról és következményeiről részletesen szólnunk az elemzés során.

5. ábra: A magyar pénzpiac kifinomultsága (2008) (134 ország rangsorában, Világ gazdasági Fórum)



Forrás: Porter, Schwab [2008]

Röviden bemutattuk a hazai vállalatok finanszírozási szerkezetét, amely néhány ponton eltérést mutat az európai, illetve a kelet-európai országokban tapasztaltakhoz képest. A következő alfejezetekben részletezzük az itt bemutatott összképet.

2.1. Banki hitelezés

Ebben a fejezetben a hazai kis-és középvállalatok banki hitelezési piacát mutatjuk be röviden. Nem törekszünk teljes értékű elemzésre, inkább a piac azon vonásait emeljük ki, amelyek az elemzés szempontjából fontosak lehetnek. Minden olyan ügyletet ide sorolunk, mely során hivatalosan elismert hitelintézet nyújt finanszírozást vállalkozás számára. A finanszírozás formája igen változatos lehet, a hitelkártya kibocsátástól egészen a hosszú lejáratú beruházási hitelekig.

A Bankszövetség által közzétett bankismertető szerint 2007-ben 44 bank működött hazánkban. A vállalati hitelek 2007-ben 12%-kal növekedtek az előző évhez képest, ez azt jelentette, hogy a hitelek mennyisége a betétállományhoz képest 150% volt.⁶ A bankszektor jövedelmezősége évek óta csökken, de 2007-ben még nagyobb volt a jövedelmezőség csökkenés mértéke.⁷

A 2007 előtti évek a likviditásbőség jegyében teltek, intenzíven növekedett a finanszírozott vállalkozások köre, leginkább a kis-és középvállalkozások hitelpiacán volt jelentős a bővülés. 2008-ban a PSZÁF adatai szerint a teljes banki hitelállomány a KKV szegmensben folyó áron 3707 milliárd forint volt, ennek 36,1%-a a mikro-, 28,3%-a a közép-, 35,5%-a a középvállalkozásoknak nyújtott hitelekéből állt.

A Doing Business⁸ felmérése alapján a magyar kis- és középvállalkozások számára 2007-ben a hitelhez jutás nem jelentett különösebb nehézséget. A 2. táblázat mutatja, hogy hazánk ebből a szempontból a 28-ik volt az országok rangsorában.

2. táblázat Hitelhez jutás egyszerűsége az OECD országokban (2008)

| Ország | Helyezés | Ország | Helyezés |
|----------------|----------|----------------|----------|
| United Kingdom | 2 | Iceland | 28 |
| Australia | 5 | Poland | 28 |
| New Zealand | 5 | Belgium | 43 |
| United States | 5 | Czech Republic | 43 |
| Austria | 12 | France | 43 |
| Denmark | 12 | Netherlands | 43 |
| Germany | 12 | Norway | 43 |
| Ireland | 12 | Spain | 43 |
| Japan | 12 | Mexico | 59 |
| Korea | 12 | Sweden | 68 |
| Slovakia | 12 | Turkey | 68 |
| Switzerland | 12 | Italy | 84 |
| Canada | 28 | Greece | 109 |
| Finland | 28 | Luxembourg | 109 |
| Hungary | 28 | Portugal | 109 |

Forrás: *Doing Business [2008]*

⁶ 2001-ben még csak 80% volt a hitel/betét arány.

⁷ A tőkearányos nyereség például 23-ról 17,6-ra csökkent.

⁸ A Doing Business felmérés (<http://www.doingbusiness.org/>) minden évben 181 országot vizsgál 10 szempontból, amely alapján rangsorolja az országokat. A rangsorban előrébb elhelyezkedő országokban könnyebb a vállalkozók helyzete.

3. táblázat: A hazai vállalkozások növekedését akadályozó tényezők

| Tényezőcsoport* | Átlagos értéke, 1997. | Átlagos értéke, 1998. | Átlagos értéke, 1999. | Átlagos értéke, 2003. | Átlagos értéke, 2005. | Átlagos értéke, 2007. |
|-----------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Szabályozás | 72 | 67 | 63 | 63 | 64 | 70 |
| Piaci környezet | 49 | 50 | 53 | 51 | 53 | 49 |
| Finanszírozás | 30 | 29 | 30 | 26 | 27 | 26 |
| Inputok | 12 | 11 | 13 | 13 | 12 | 11 |

Forrás: GKM 2007.

Az 4. táblázatból látszik, hogy a KKV szektor által igénybe vett banki finanszírozás mértéke évről évre növekedett az elmúlt években. A hazai pénzügyi közvetítés mértéke (28,7%) (a kihelyezett hitetek bruttó nemzeti össztermékhez viszonyított aránya) azonban még nem érte el az EU tagországok szintjét (EU27: 45,4%). Ez a viszonylag alacsony szint részben magyarázható a rendszerváltás óta eltelt idő rövidségével, illetve a fiktív cégek magas arányával. Valószínű azonban, hogy egyéb tényezők is szerepet játszanak. Ilyen tényező lehet a valós pénzügyi és hitelinformációhoz jutás nehézsége, a befektető védelem gyengesége, vagy a csődeljárások alacsony hatékonysági foka. Ezekről a későbbiekben részletesen szólnunk.

4. táblázat: A mikro- kis és középvállalkozások banki és szövetkezeti hitelállományának alakulása folyó áron

| | 2005 (Mrd Ft) | 2006 (Mrd Ft) | 2007 (Mrd Ft) | 2008 I. félév (Mrd Ft) | Volumen- változás 2008-I/2005 | Éves növekedés | Eves növ. inflációval korrigálva |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------------------|-------------------------------------|-------------------|--|
| Banki | | | | | | | |
| KKV összesen | 2 797,7 | 3 138,2 | 3 649,3 | 3 703,6 | 132,4% | 11,9% | 4,1% |
| Mikro | 897,8 | 904,1 | 1281,8 | 1337,4 | 149,0% | 17,3% | 9,2% |
| Kis | 929,7 | 965,3 | 1070,2 | 1050,6 | 113,0% | 5,0% | -2,2% |
| Közép | 970,2 | 1268,7 | 1297,3 | 1315,6 | 135,6% | 13,0% | 5,1% |
| Szövetkezeti | | | | | | | |
| KKV összesen | 204,8 | 255,9 | 279,0 | 307,6 | 150,2% | 17,7% | 9,5% |
| Mikro | 145,8 | 169,7 | 197,6 | 217,1 | 148,9% | 17,3% | 9,1% |
| Kis | 47,4 | 70,9 | 65,5 | 71,5 | 150,9% | 17,9% | 9,7% |
| Közép | 11,5 | 15,3 | 15,9 | 19,0 | 164,5% | 22,0% | 13,6% |
| Banki és szövet- kezeti együtt | | | | | | | |
| KKV összesen | 3 002,4 | 3 394,0 | 3 928,3 | 4 011,2 | 133,6% | 12,3% | 4,5% |
| Mikro | 1 043,6 | 1 073,8 | 1 479,5 | 1 554,5 | 149,0% | 17,3% | 9,2% |
| Kis | 977,1 | 1 036,3 | 1 135,7 | 1 122,1 | 114,8% | 5,7% | -1,6% |
| Közép | 981,7 | 1 284,0 | 1 313,2 | 1 334,5 | 135,9% | 13,1% | 5,3% |

Forrás: BK [2008]

Magyar Nemzeti Bank felmérése (MNB [2008]) szerint (ld.: 5. táblázat) az elmúlt néhány évben a vállalkozások hitelkereslete évről évre hasonló ütemben növekedett, míg a hitelkínálat 2006 második félévétől megtorpanni látszik. A hitelfeltételek szigorodása és a hitelkínálat csökkenése a 2007-ben indult pénzügyi majd gazdasági válság eredményeként tovább folytatódik. Ez valószínűleg negatív hatással lesz majd a KKV szektor likviditási helyzetére.

A magánhitelek beszűkülése is negatívan érinti a kisvállalkozásokat, amelyek sokszor úgy jutnak tőkéhez, hogy a tulajdonos személyi kölcsönt, jelzáloghitelt stb. vesz fel.

2008 első félévében a bankok hitelezési hajlandósága a nagyvállalatok felé növekedett, a középvállalati szegmensben csökkent, a kis-és mikroállalatok esetében pedig stagnált a kockázatok növekedése miatt. Ebben az időszakban a vállalatok hitelkereslete alapvetően likviditásfinanszírozási célú volt, a beruházási célú hitelkereslet igen gyenge volt.

5. táblázat: A bankok hitelezési hajlandóságának változása az előző félévhez képest.
(+ növekedés/enyhülés; - csökkenés/szigorítás)

Középvállalkozások (700 millió - 4 milliárd Ft nettó árbevétel)

| | 2003.I. | 2003.II. | 2004.I. | 2004.II. | 2005.I. | 2005.II. | 2006.I. | 2006.II. | 2007.I. | 2007.II. | 2008.I. |
|-------------------------------------|---------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|
| Bankok hitelezési hajlandósága | +++++ | +++ | ++++ | +++ | ++++ | +++ | +++ | ++ | + | 0 | - |
| Hitelképességi standardok változása | + | - | -- | + | 0 | ++ | 0 | + | -- | --- | --- |
| Hitelkereslet alakulása | ++ | ++ | +++ | +++ | + | +++ | ++ | ++ | ++ | + | ++ |

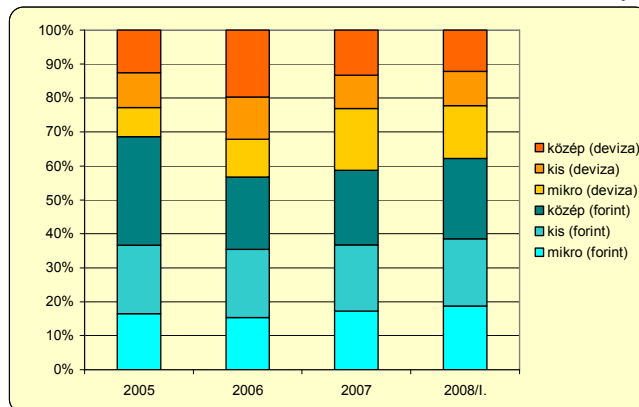
Mikro- és kisvállalkozások (<700 millió Ft nettó árbevétel)

| | 2003.I. | 2003.II. | 2004.I. | 2004.II. | 2005.I. | 2005.II. | 2006.I. | 2006.II. | 2007.I. | 2007.II. | 2008.I. |
|-------------------------------------|---------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|
| Bankok hitelezési hajlandósága | ++++ | ++++ | ++++ | ++++ | +++++ | ++++ | ++++ | ++++ | +++++ | + | 0 |
| Hitelképességi standardok változása | +++ | ++ | + | ++ | + | +++ | + | ++ | 0 | -- | --- |
| Hitelkereslet alakulása | +++ | + | ++++ | ++++ | ++ | +++ | ++ | +++ | +++ | +++ | +++ |

Forrás: BK [2008]

Lényeges eleme a vállalati hitelpiac szerkezetének a hitelek deviza összetétele (ld. 6. ábra). Az 1997-2005 közötti években sem a vállalati szektor eladósodottsága, sem a devizahitelek összes hitelen belüli aránya nem emelkedett jelentős ütemben. 2005 után folyamatosan bővült a devizahitelek piaca, ám a bővülés 2008-ban megtorpant, és valószínűleg 2009-ben sem várható a deviza hitelállomány nagy mértékű növekedése, amely leginkább a pénzügyi válság nyomán megnövekedett banki óvatossággal magyarázható. Azonban még így is igen nagyarányú a devizahittel rendelkezők aránya, így azok a vállalkozások, amelyeknek forintban érkeznek a bevételei, jelentős árfolyamkockázatot viselnek.

6. ábra: A KKV szektor deviza és forint hiteleinek aránya



Forrás: BK [2008]

A vállalkozások hiteleinek viszonylag kis része, 36%-a éven túli lejáratú. Ezen belül a beruházási célú hitelek aránya csupán 5% a teljes hitelállományon belül. Sok vállalkozás rövid lejáratú (Széchenyi kártya típusú) hitelekkel finanszírozza a befektetéseit, amely jelentős hitelmegújítási (vagy mondhatjuk: hitel meg nem újítási) és átárazódási kockázatot rejt magában. Ez azt jelenti, hogy az aktuális pénzügyi helyzettől függ, hogy a hitelt ugyanolyan feltételekkel tudja-e megújítani, illetve, hogy egyáltalán meg tudja-e újítani.

A másik jellemző megoldás, hogy ingatlanfedezetes hitelt vesz fel a vállalat, és ebből hajtja végre a tervezett beruházást. Emiatt két ponton is csökken a piaci hatékonyság. Egyrészt, nem

azok a cégek kapják meg a forrást, akik nagyobb megtérülésű beruházást képesek végrehajtani, hanem azok, amelyeknek rendelkezésükre áll egy megterhelhető ingatlan. Másrészt, a beruházási célú hitelek esetében a bank pontos elszámolást, terveket és költséghatékony kivitelezést vár, amely a vállalkozó saját elvárásait külső, objektív elvárásokkal erősíti meg. Sok esetben mindehhez pénzügyi tervezési segítséget is nyújtanak a vállalkozás számára. Az ingatlanhitel esetében azonban kizárólag a vállalkozó pénzügyi szakértelmétől és ügyességétől függ a beruházás hozama.

A BK által kiszámolt pénzügyi mutatók alapján a cégek 62, 1%-a lenne jogosult banki hitelre. A nagyobb vállalkozások esetében a likviditási elvárást teljesítik legkönnyebben a cégek, ezen túl az eladósodottság és az eszközarányos jövedelmezőség területén szerepelnek jól.

Az idegen tőke/saját tőke arány (tőkefeszültség) esetében vannak a legnagyobb problémák: sok vállalkozás esetében több mint kétszer annyi idegen tőkére támaszkodik a vállalkozás, mint amennyi saját tőkéje van. Itt is megmutatkozik a hazai vállalkozások súlyos alultőkésítettsége (ld. 2. ábra és 3. ábra), amely még a legnagyobb cégek esetében is problémát jelent. Ugyanakkor a tulajdonosok igen jelentős pénzügyi háttérrel biztosítanak cégeik számára, ami nem jelenik meg a cégek pénzügyi kimutatásaiban. Emiatt sok cég valós pénzügyi helyzetét nem lehet megítélni csupán a pénzügyi adatai alapján.

A BK szerint a hazai KKV szektor finanszírozási logikája eltér a hagyományos vállalatfinanszírozási módszerektől. Az egyik legfontosabb említett eltérés, amelyet érdemes kiemelni, hogy a pénzügyi mutatókra csak korlátozottan támaszkodnak a döntés előkészítés és a döntéshozás során. Sokkal nagyobb jelentősége van az ügyfél ismeretének (track record), illetve a kialakult bizalomnak. Ez azt eredményezi, hogy azok a vállalkozások, amelyeknek már vannak kialakult banki kapcsolatai, könnyebben kaphatnak hitelt, mint a jobb gazdasági teljesítményű új ügyfelek.

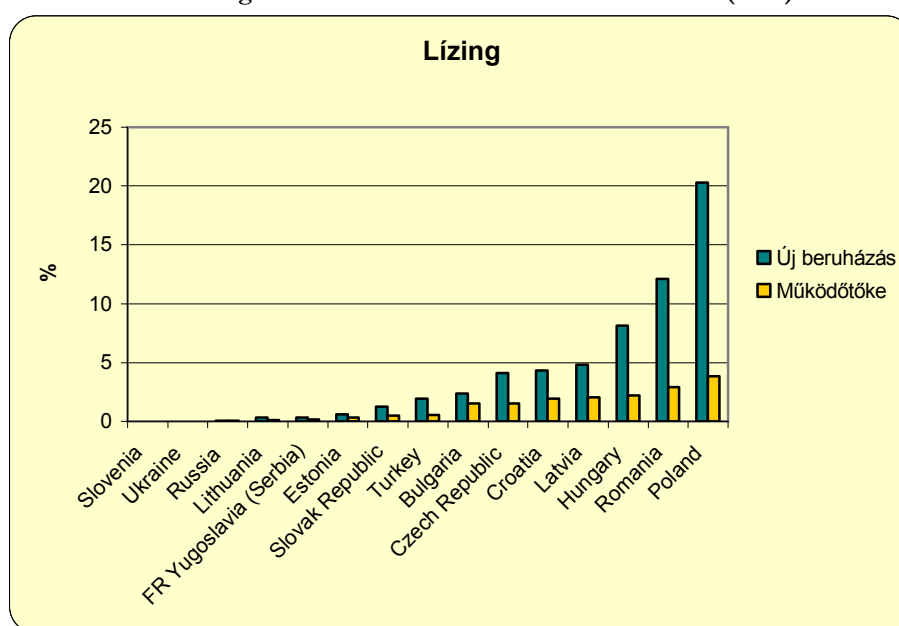
Sok vállalkozás banki finanszírozása a tulajdonos személyi kölcsönével vagy szabad felhasználású hitelekkel valósul meg, mivel sok vállalkozásról nem áll rendelkezésre megfelelő hiteltörténet, illetve nem megbízhatóak a pénzügyi adataik. Ez azt jelenti, hogy a cégkockázat és a magánszemély kockázata összefolyik, ezen cégek pénzügyi kockázata nem értékelhető, és ezután sem lesz képes hitelfelvételre.

2.2. Lízingpiac

A lízing⁹ a hazai cégek finanszírozása szempontjából nagy jelentőséggel bír. A 2000-ben még 411 milliárd Ft állományú piac 2007-re 1619 milliárd Ft-ra növekedett. A lízingpiac legnagyobb részét közel 60 lízingcsoport alkotja, a legnagyobb szereplők tulajdonosai – egy kivétellel – bankok.

A lízinget igénybe vevő vállalkozások 90%-a KKV, az ügyletek értékének mintegy 42%-a irányul ehhez a vállalati csoporthoz. Az EU-15 tagállamokban a vállalkozások 24%-a, Magyarországon 35%-a vesz igénybe lízing típusú finanszírozást. A kelet és közép-kelet-európai országok között hazánk vállalkozásai viszonylag magas arányban alkalmazzák a lízinget, mint finanszírozási lehetőséget.

7. ábra: A lízing %-os részesedése a KKE-i országok vállalatainak finanszírozási forrásaiból (2005)

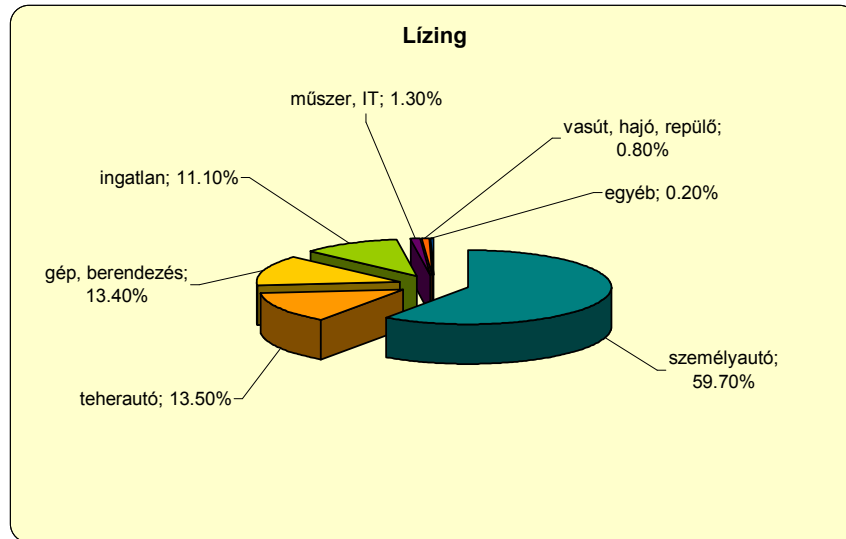


Forrás: BEEPS [2005]

A lízingügyletek átlagosan 5 éves futamidejűek, így ez a finanszírozási forma a KKV szektor egyik legfontosabb hosszú lejáratú (éven túli) finanszírozási formája. (BK [2008]) A lízing ügyletek leggyakoribb tárgyai a személyautók, a gépek, berendezések és a teherautók (ld. 8. ábra). A személygépjárművek súlya azonban évről évre csökken a kihelyezések között. A 2000-es évek elején tapasztalható intenzív (főképp a személygépkocsik lízingjére támaszkodó) növekedést 2004-től felváltotta egy sokkal mérsékeltebb ütemű, beruházás vezérelt növekedés.

⁹ A lízing lényege, hogy a lízingbeadó a lízingtárgyat (ingatlan, gépjármű, stb.) a finanszírozási szerződésben meghatározott feltételek mellett a lízingbevevő használatába adja. A tárgy a futamidő végén átkerülhet a lízingbevevő tulajdonába.

8. ábra: A lízing ügyletek tárgya %-ban (2007)



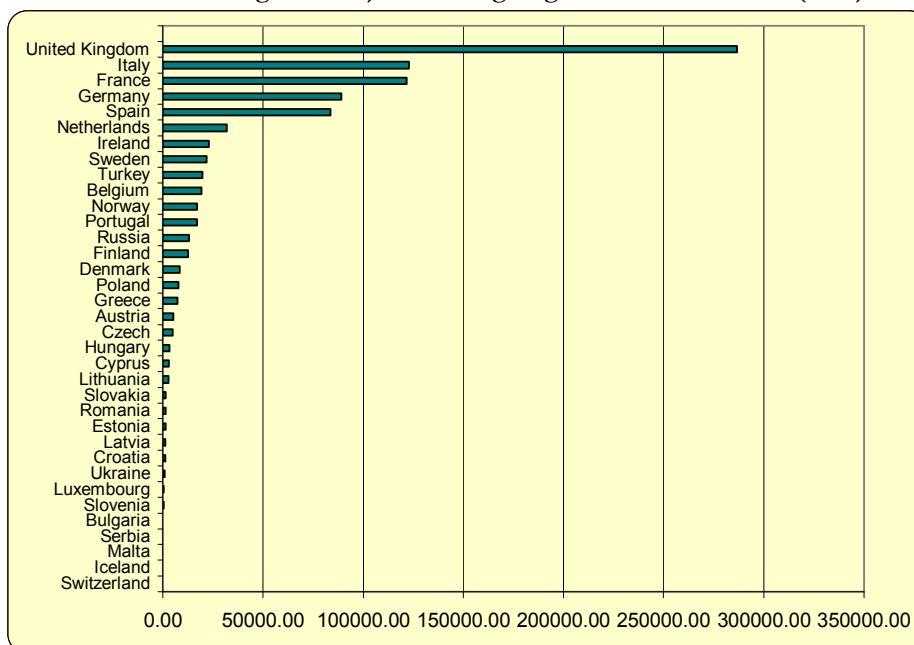
Forrás: <http://www.lizingszovetseg.hu/Lizingspiac>

A BK [2008] szerint a lízingügyletek népszerűsége több okra vezethető vissza. Az egyik, hogy a lízingügylet elbírálásához nem a vállalat pénzügyi helyzetét, hanem a lízingelt eszköz értékesíthetőségét kell értékelni, ami lényegesen gyorsabb (4-5 nap) olcsóbb eljárás. Emiatt a lízing – különösen a magas kockázatú mikro vállalatok esetében – olcsóbb lehet a bankhitelnél. A finanszírozó számára nagyobb biztonságot nyújt a lízingszerződés, mivel a fedezet nem fizetés esetén azonnal értékesíthető, míg a bankhitel fedezetét csak felszámolási eljárás keretében lehet értékesíteni, ami sokkal hosszabb idő alatt valószínűleg alacsonyabb megtérülést ígér.

2.3. Faktoring piac

A nyugat-európai országokban a teljes finanszírozás 10%-át a faktoring¹⁰ adja, míg ez hazánkban csupán 2-3%.

9. ábra: Az EU országainak teljes faktoring forgalma a GDP %-ában (2007)



Forrás: www.factors-chain.com

A BK [2008] szerint az alacsony elterjedtség oka abban rejlik, hogy a hazai hitelintézeti törvény nem tesz különbséget a lejárt és nem lejárt követelések finanszírozása között. A tevékenység jogszabályi háttere nem teljesen tisztázott, nincs önálló pénzügyi szolgáltatásként megfogalmazva, és nincs tisztán elhatárolva a követelésvásárlás fogalmától, így sokszor a vállalatfinanszírozás hamupipőkéjének¹¹ is nevezik. (Nagy [2007]) Így amelyik cég kötelezettségét faktoráltatják, annak egyből negatív hírértéke van: biztosan nem tudott fizetni a cég. Vagyis a hazai szereplők a faktoringot inkább behajtási, és nem finanszírozási technikának tekintik. Ezzel szemben például az angolszász üzleti életben teljesen elfogadott gyakorlat a követelések értékesítése egy faktoring cégnek, és ezt a vevő nem tekinti ellenséges lépésnek az eladó részéről. Magyarországon néhány esetben odáig megy a faktoring ellenesség, hogy vannak olyan vevők, amelyek egyenesen megtiltják a beszállítóknak, hogy faktoráltassák a velük szemben fennálló követeléseiket.

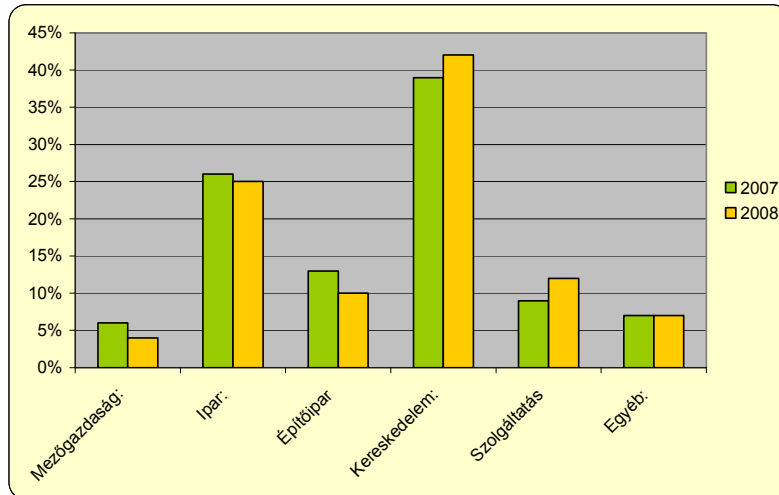
Ugyanakkor a faktoring piac szereplői a piac szélesedését várják a következő időszakban. (VG [2008]) Ennek fő oka, hogy a szűkülő finanszírozási lehetőségek közepette a cégek valószínűleg rákényszerülnek majd, hogy igénybe vegyék ezt a lehetőséget is, amely a hitelezők számára kevésbé kockázatos finanszírozási forma. Sok cég számára egyenesen a válság túlélését jelentheti, ha hamarabb juthat a pénzéhez, mint a szerződéses követelés lejáratára, amely akár több hónap is lehet.

¹⁰ „A klasszikus faktoring szolgáltatás olyan jogos és nem lejárt számlakövetelések folyamatos finanszírozása, amelynek célja likviditásteremtés a szolgáltatás igénybevevője számára, és ez által a növekedési potenciál kihasználása. A faktoring a következő szolgáltatásokat öleli/ölelheti fel: követelés megvásárlása (cash flow finanszírozás céljából), vevőkövetelések nyilvántartása, adminisztrálása és kezelése, követelések beszedése, vevő fizetési kockázatának biztosítása, hitelbiztosítása.” (Bilek et al. [2006])

¹¹ Könyv is jelent meg e címmel: Martinkó Károly: Faktoring – a vállalatfinanszírozás hamupipőkéje. Saldo Rt., Budapest, 2002.

A közeljövőben a faktoring piacán is várható némi átrendeződés, ugyanis a nem banki háttérű faktor cégek mozgásteret beszűkülhet a szűkülő refinanszírozási lehetőségek miatt. A 10. ábra alapján látható, hogy mely gazdasági ágakban alkalmazzák leggyakrabban a faktoringot. Az ipari és a kereskedelmi gyakorlatban a legelterjedtebb az eszköz használata.

10. ábra: a faktoring megoszlása gazdasági ágazatonként



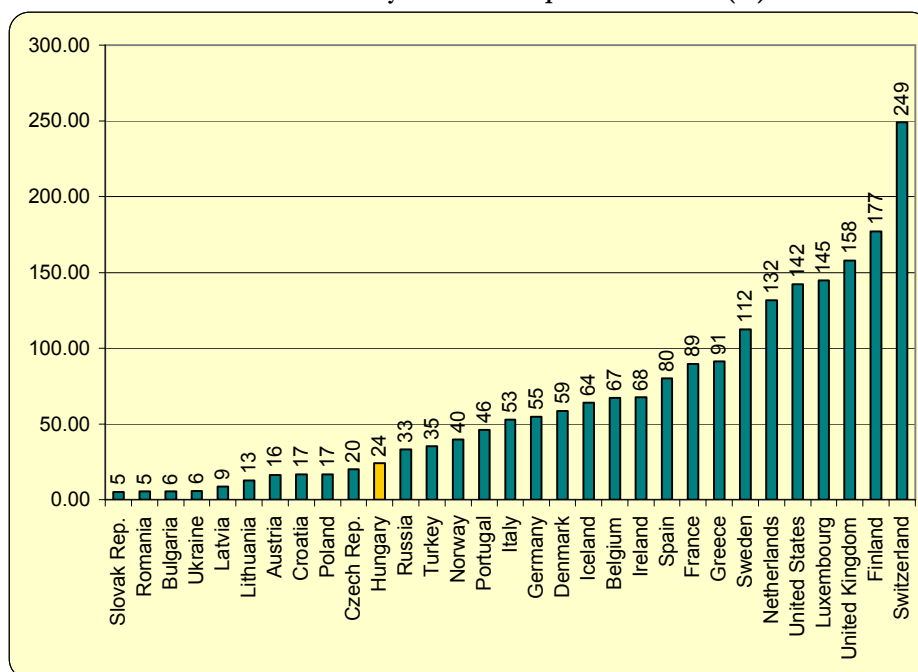
Forrás: Magyar Faktoring Szövetség [2009]

2.4. Tőzsde

A Budapesti Értéktőzsde GDP-hez viszonyított tőzsdei kapitalizációjának értéke messze elmarad a fejlett piacgazdasággal rendelkező országok számaitól annak ellenére, hogy az elmúlt években intenzív növekedési ütemet produkált. Ennek legfőbb oka, hogy a kisebb cégek számára a tőzsdének túl nagyok a tranzakciós költségei, illetve, hogy a magyar pénzügyi rendszer banki típusú rendszer, emiatt eleve alacsonyabb a tőkepiacok szerepe, mint az angolszász országokban (Mérő *et al.* [2002])

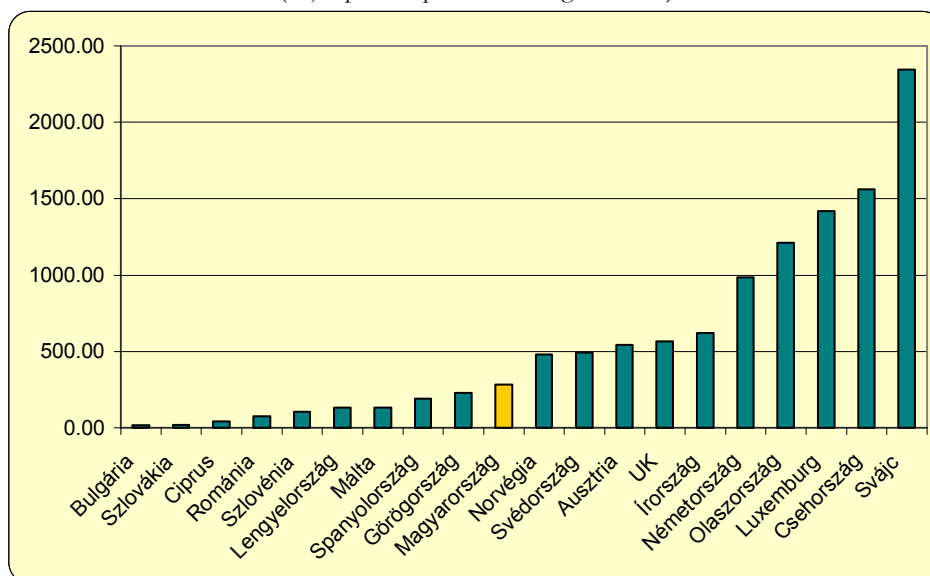
Ugyanakkor GDP arányosa hazai tőzsdei kapitalizáció az egyik legmagasabb a közép-kelet-európai térségben. (ld. 11. ábra). A tőzsdén jegyzett cégek száma, illetve átlagos piaci értéke alapján is a sor vége felé jár hazánk. (ld. 12. ábra, 13. ábra, 14. ábra)

11. ábra: GDP-arányos tőzsdei kapitalizáció 2003 (%)



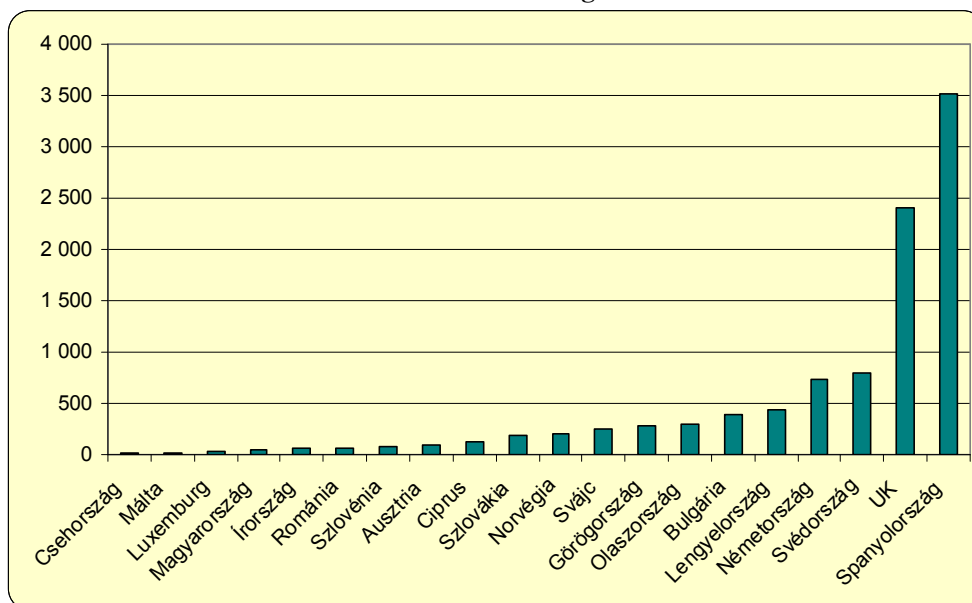
Adatok forrása: Shleifer [2008]

12. ábra: Átlagos piaci kapitalizáció
(teljes piaci kapitalizáció/cégek száma)



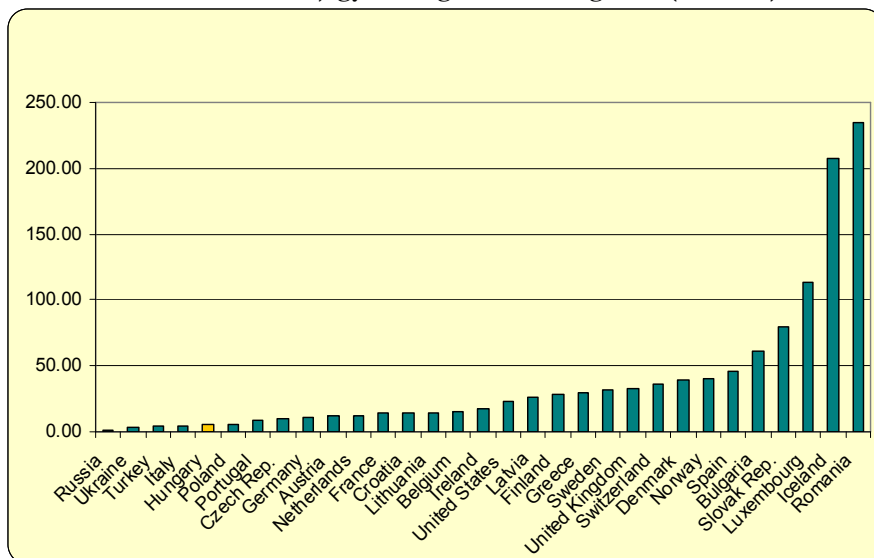
Adatok forrása: FESE [2009]

13. ábra: Hazai tőzsdei cégek száma



Adatok forrása: FESE [2009]

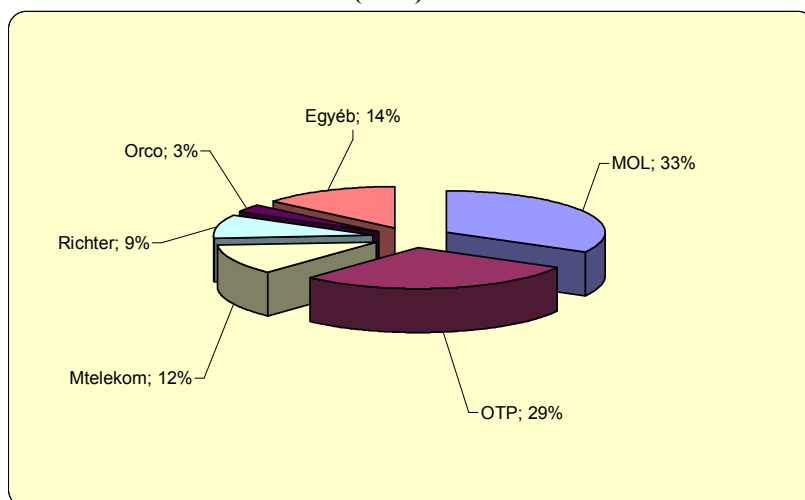
14. ábra: Tőzsdén jegyzett cégek / lakosság 2003 (millió fő)



Adatok forrása: Shleifer [2008]

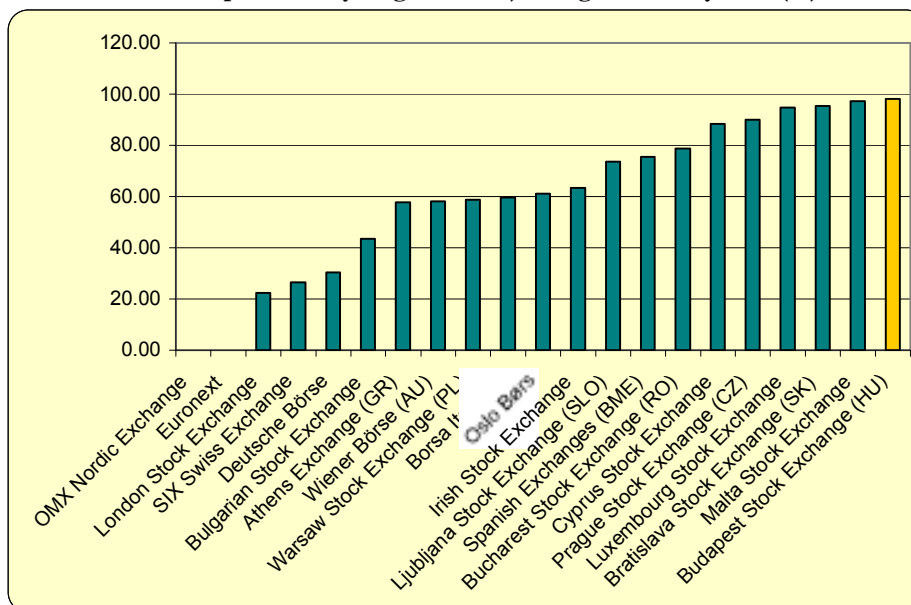
A részvények kapitalizációjának 86%-át 5 cég tőkeértéke teszi ki, ezzel Európa legkoncentráltabb tőzsdéjét tudhatjuk magunkénak. (ld. 15. ábra, 16. ábra)

15. ábra: A részvénykapitalizáció részvények közti megoszlása (2007)



Forrás: BÉT [2008]

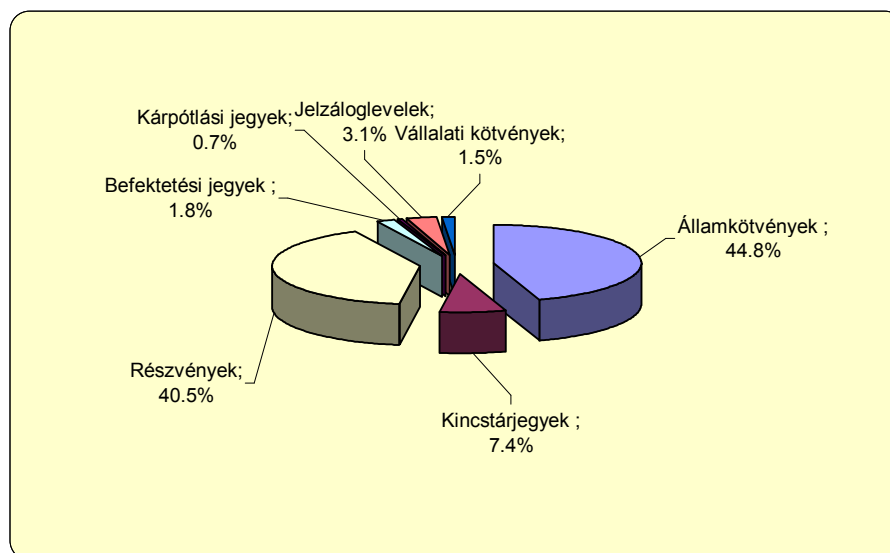
16. ábra: A Top5 részvény forgalma a teljes forgalom arányában (%)



Adatok forrása: FESE [2009]

Míg a Budapesti Értéktőzsdén a részvények kapitalizációja magas arányt képvisel a teljes kapitalizációból, addig a vállalati kötvénykibocsátás igen alacsony mértékű: a teljes tőzsdei kapitalizációnak csupán 1,5%-át adja.

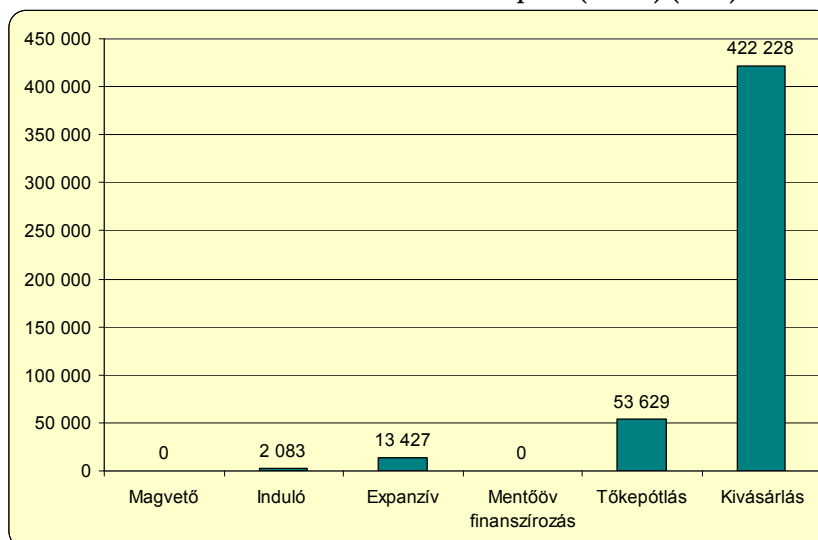
17. ábra: A kapitalizáció megoszlása az azonnali piacon
2007. november



Forrás: BÉT [2008]

A hazai cégek túlnyomó többsége tehát nem bocsát ki részvényeket, a BÉT kedvező teljesítményét 5 nagyvállalat tőzsdei jelenléte biztosítja. Azt mondhatjuk tehát, hogy a hazai KKV finanszírozás számára a tőzsde gyakorlatilag nem jelenik meg alternatívaként.

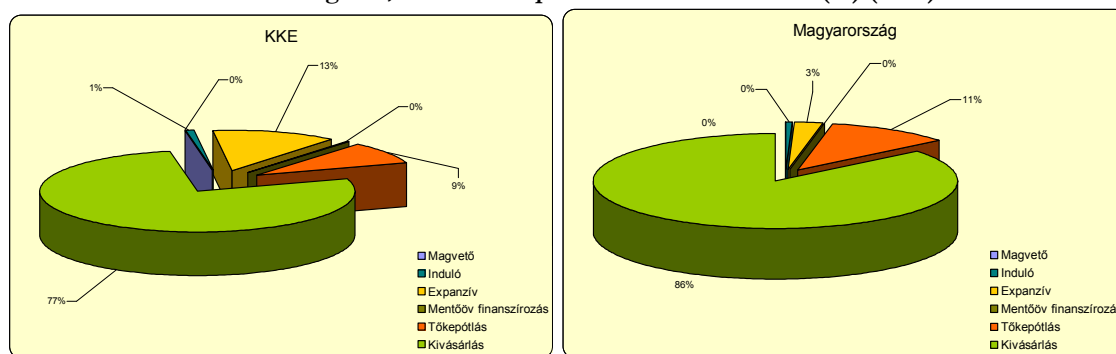
19. ábra: A kockázati tőke beruházások típusa (1000 €) (2007)



Forrás: EVCA [2008]

Az induló és növekedési szakaszban lévő vállalkozásokra jutó kockázati tőke aránya a régió többi országához hasonlóan alacsony. A régió legtöbb országában 2007-ben egyáltalán nem történt magvető finanszírozás. Hazánkban azonban a növekedési szakasz finanszírozása még a KKE országokban tapasztalható aránynál is alacsonyabb. (ld. 20. ábra) Ennek részben az lehet a magyarázata – mint a mélyinterjúkból kiderült –, hogy a hazai tőkebefektetők számára a menedzsment nagyon gyakran erős hátráltató tényezőt jelent (alacsony menedzsmenttudás, kiskapuk keresése stb., bővebben ld. a keretes írást), emiatt törekszenek a többségi tulajdon, lehetőleg a teljes tulajdon megszerzésére.

20. ábra: Magvető, induló és expanzív tőkefinanszírozás (%) (2007)



Forrás: EVCA [2008]

Szakértői vélemények szerint a KKE régió tőkebevonási potenciálja magas, azonban a befektetők bizalmatlanok a vállalatokkal szemben, így a magas potenciál a számokban végül nem tükröződik. A bizalmatlanság legfőbb oka a pénzügyi beszámolók megbízhatatlansága, ami igen megnehezíti, hogy a befektető egy ismeretlen cég helyzetéről hiteles információkhoz jusson.

Kockázati tőke Magyarországon

5 mélyinterjú tanulságai

Az alábbiakban összefoglaljuk annak az öt mélyinterjúnak a tanulságait, amelyeket a Kapitalizmus Jelentés 2008 felmérés keretében hazai kockázati tőke befektetőkkel, magánbefektetőkkel készítettünk. A hazai kockázati tőkepiac általuk adott leírása árnyalja a számokkal, táblázatokkal bemutatott képet.

A kockázati tőke alapok tőkéje legtöbb esetben nagy bankoktól vagy nagy családi vállalkozásoktól származik. A befektetők általában öt év múlva szeretnék visszakapni a pénzüket, kb. 20-25%-os megtérüléssel. Az alapok számára

létfontosságú, hogy személyes kapcsolatuk legyen a finanszírozott vállalkozásokkal, hozzájuk közvetítőkön, ismeretségeken keresztül jutnak el. Vagyis a piac nagy része informális csatornákon keresztül működik. Leggyakoribb, hogy többségi részesedést vásárolnak, a kisebbségi befektetés nem jellemző.

A befektetések jellemző nagysága:

1. Magvető és indító tőke: 100e-4-5m euró
2. Kivásárlás: 5-6m-40-50m euró
3. Terjeszkedés, fejlődés: 100 m euró felett

A megvásárolni kívánt céget három szempontból vizsgálják meg tüzetesen: iparági, pénzügyi és jogi nézőpontból. A legnagyobb problémák azzal szoktak lenni, hogy nem egyértelműek a cég által kötött szerződések.

A 7-50 millió eurós cégek esetében a nem számlás forgalom nem jelentős, viszont a béreknek csak egyharmada látszik papíron. Ha a menedzsment egyben tulajdonos is, még nagyobb a mozgástér. A cégeknek kb. 30%-a transzparens, ez embertípustól is függ. Az átvilágításkor igen sok esetben fordul elő, hogy a hivatalos könyvek mellé a tulajdonos odateszi a saját kiegészítő táblázatait, amelyekből kiderül a cég valódi helyzete. Ilyenkor kérdéses lehet a befektető számára, mennyire bízhat meg ezekben a táblázatokban.

Az intézményi szereplő teljesen tisztán akarja működtetni a céget. „A magyar vállalatok üzleti modellje totál adólegálisan fenntarthatatlan”, ami miatt az üzletek egy része nem jön létre. Amelyik üzlet mégis létrejön, ott a cég látható nyeresége általában legalább 20-30 %-kal megugrik.

A nyugat-európai cégeknél is előfordul, hogy kozmetikázzák a könyveket, habár a közterhek alacsonyabb szintje, és az emberek habitusa miatt kevésbé jellemző az adatok megmásításának igénye. A cégek transzparens, kevésbé akarják átverni egymást, míg itthon általános a félelem az igazságtól, az őszinteségtől. Nálunk a cégvezetők hisznek abban, hogy kozmetikázni kell a valóságot.

„A többi kelet-európai országban nagyjából hasonló a helyzet, minél keletebbre megyünk, annál megbízhatatlanabbak a pénzügyi információk. A cseh, a lengyel és a magyar gyakorlat fő vonalaiban nagyon hasonló (információk minősége, tartalma, a tranzakciós technológia), inkább habitusban vannak különbségek. A csehek lassúak, szeretik a hosszú sörzéseket, lassan térnek a lényegre. A lengyelek rettenetesen pörögnek, gyakoriak a meggondolatlan előrerohanások. Nálunk a másik agyán való túljárás a sport.”

„A magyar vállalkozó azt tudja, hogyan mozogjon ebben a mutyi világban, de menedzsmenttudásuk gyenge.”

A befektetők kétféle kockázattal néznek szembe. Az egyik az, hogy a cég nem tud fizetni. Ez a hazai piacon némileg magasabb, mint Nyugat-Európában. Ennek oka, hogy egyrészt alacsonyabb a cégek termelékenysége, és kevésbé versenyképesek a termékeik. Másrészt nincs meg a máshol meglévő vállalatirányítási, vezetési kultúra.

A másik kockázat az, ha egy cég nem akar fizetni, ami itthon gyakrabban előfordul, mint tőlünk nyugatra. Emiatt igen sokféle garanciát alkalmaznak a befektetők. Először is, alaposan tájékozódnak a cégről. Az átvilágítás költségei hatalmasak, egy 20 millió eurós üzlet esetében eléri a 200-300 ezer eurót.

A finanszírozási szerződés sokszor száz oldal, amelyben minden eshetőségre kitérnek. Jellemző, hogy a magyar jogi és adózási rendszert teljesen kikerülik a tranzakciók. Ennek nemcsak adóelkerülési okai vannak. Az egyik megkérdéztet befektető tapasztalata szerint magyar pénzügyi jog bizonyos kérdéseket rugalmatlanul kezel, bizonyos - gyakorlatban létező – jogi mechanizmusokat viszont nem ismer (pl. „drag along”¹³, „tag along”¹⁴), így ők a szerződéseiket olyan jogrendszerben szokták megkötöni, amelyben pontosabban körülírhatóak a pénzügyi gyakorlat elemei. Vitás kérdések esetére néha a magyar, máskor az angliai választott bíróság, és a luxemburgi választott bíróság kikötése a gyakori. Egyébként bírósági ügyek csak elvétve fordulnak elő.

Sokszor alkalmazzák garanciaként a vételár 5-10%-ának visszatartását, vagy épp a tulajdonos részvényeit helyezik letétbe.

További garanciát jelentenek azok a személyes kapcsolatok, amelyeken keresztül a két fél találkozott. Ezek általában közvetlen vagy egy-két áttételen keresztüli baráti, ismerősi szálak, amelyeket a feleknek nem áll érdekében megsérteni. Végső garanciát nyújthat a félelem a befolyásos befektetőktől, akiknek jól kiépített kapcsolataik vannak a hatóságokkal, a piac többi szereplőivel, így ha akarnak, „utána nyúlhatnak” a cégnek.

A válság teret nyit majd a kockázati tőke befektetőknek. Egyrészt azért, mert a banki finanszírozási lehetőségek beszűkülnek és drágulnak, így több cég fog kockázati tőke befektetőhöz fordulni. Másrészt a válság miatt meggyengülő cégekhez olcsón hozzá lehet majd jutni, és néhány év múlva annál nagyobb felárral tudni rajtuk. Az öt éves megtérülési idő végén nagy valószínűséggel már kijön a világgazdaság a válságból.

¹³ A cégjogban ez biztosítja azt, hogy ha a többségi tulajdonos eladja a részesedését, akkor a kisebbségi tulajdonos is kötelezhető ugyanerre. Ez a jog védi a többségi tulajdonosok érdekeit.

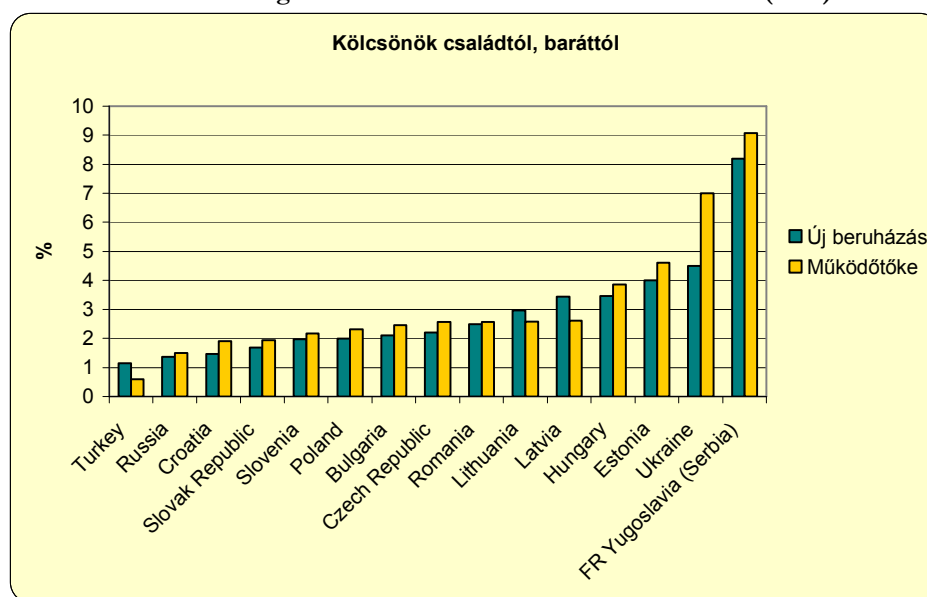
¹⁴ Ez a jog biztosítja a kisebbségi tulajdonosok számára azt a lehetőséget, hogy ha a többségi tulajdonos eladja a részesedését, ők is ugyanolyan ár és ugyanolyan feltételek mellett eladhassák a részesedésüket.

2.6. Magánszemélyek informális hitelei

Ebben az alfejezetben azokat a finanszírozási lehetőségeket mutatjuk be, amelyekhez a vállalatok informális úton jutnak hozzá. Ide soroljuk a családtól, barátoktól kapott kölcsönöket, hiteleket, ajándékokat. Ebbe a kategóriába tartoznak még az egyéb informális forrásból származó kölcsönök, leginkább a tulajdonos biztosította források.

Hazánk működő vállalkozásainak forrásaiból mintegy 3-4%-ot tesz ki a családtól, barátoktól kapott kölcsönök mértéke. Ez az arány a KKE országok között aránylag magasnak mondható.

21. ábra: A családi, baráti kölcsönök %-os részesedése a KKE-i országok vállalatainak finanszírozási forrásaiból (2005)



Forrás: BEEPS [2005]

A családtól, barátoktól kapott kölcsönök az induló vállalkozások esetében sokkal fontosabb szerepet töltenek be. Ugyanis ezek a vállalatok – megfelelő cégmúlt és hiteltörténet híján – nem, vagy alig juthatnak formális finanszírozáshoz, ugyanakkor a régióban a kockázati tőke is messze elkerüli az induló vállalkozásokat. (ld. 20. ábra)

A GEM (Global Entrepreneurship Monitor – Nemzetközi Vállalkozási Felmérés) [2007] felmérése vizsgálta az informális kölcsönöket, amelyek megjelenhetnek befektetés, kölcsönösszegek vagy akár ajándékok formájában. A vizsgált országokban a felnőtt lakosság átlagosan 4%-a jelent meg befektetőként, és a GDP 1,5%-át tette ki a befektetett összeg. A kezdő vállalkozások induló tőkéjének 62%-át maguk a vállalkozók biztosították.

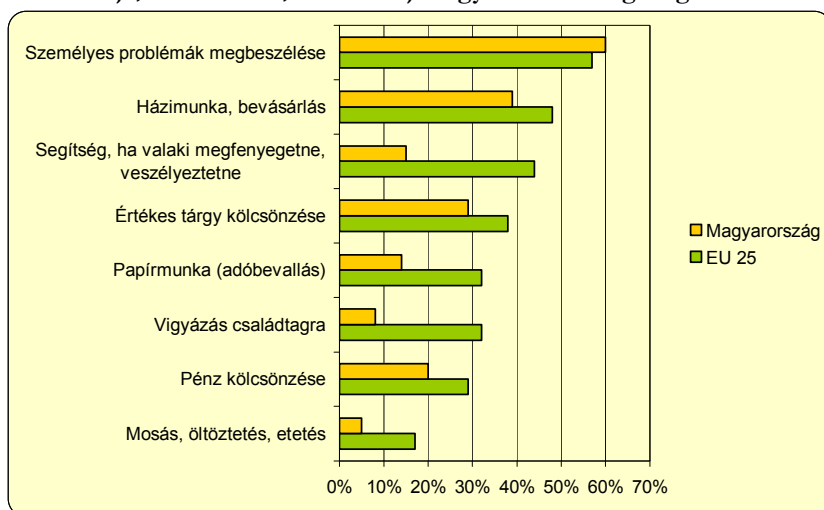
A kutatás többek között kimutatta, hogy aki maga is vállalkozó, négyszer hajlandóbb befektetni a pénzét egy másik vállalkozásba, mint az, aki alkalmazott. Minél közelebbi az ismeretség illetve rokonság a befektető és a vállalkozó között, annál alacsonyabb az elvárt megtérülés.

A vizsgált országoknak kevesebb, mint a fele rendelkezik elegendő mennyiségű informális befektetéssel, ami fedezi az induló vállalkozások tőkeigényét. Ezekben az országokban 2005-ben 600 milliárd \$-t szereztek az induló vállalkozások informális, 37,3 milliárd \$-t formális, klasszikus kockázati tőkebefektetésekből. A kezdő vállalkozások legfontosabb informális tőke forrásai a közeli családtagok, barátok és a szomszédok.

Hazánkban további kutatást igényelne, hogy a kezdő vállalkozások finanszírozását pontosan miből oldják meg. Igen kevesen gondolják úgy, hogy a családon kívül az ismerőseik pénzügyi támogatására is számíthatnak. (ld. 22. ábra) Ezt a vélekedést a GEM [2007] felmérés adatai is

igazolni látszanak, Brazília után Magyarországon a legalacsonyabb az informális finanszírozás aránya, a GDP kevesebb, mint 3%-át teszi ki.

22. ábra: A következő helyzetek közül melyikben számíthatna Ön barátja, munkatársa, szomszédja vagy ismerőse segítségére?



Forrás: Eurobarometer [2005]

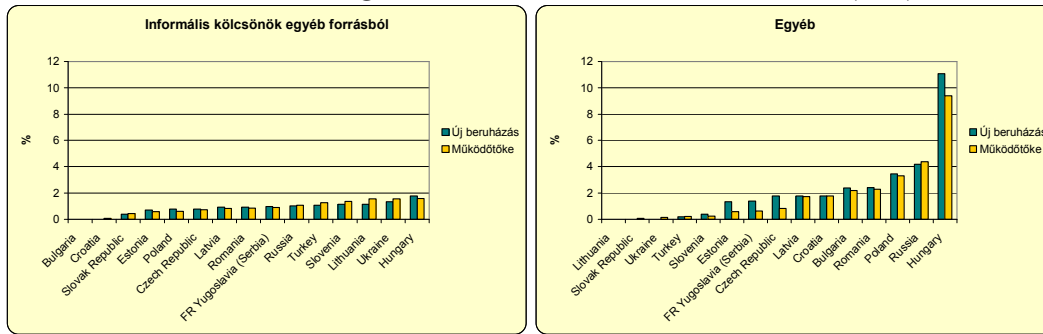
Mindezek azt jelzik, hogy a hazai induló vállalkozások leginkább a tulajdonos által biztosított tőkére tudnak támaszkodni, mert sem informális hitelek, sem kockázati tőkéből nem számíthatnak jelentős forrásokra. Európában ez az összetétel egyedülállónak számít, a legtöbb országban vagy az informális hitelezés, vagy a kockázati tőkebefektetések mértéke eléri az ország hazai össztermékének fél százalékát. Azonban óvatosságra int, hogy hazánkban nagyon sok cég indul, amelyeket valahogy mégis finanszíroznak. Elképzelhető, hogy vagy a mérésekben vagy a használt definíciókban rejlő pontatlanság a titok nyitja. A kérdés megválaszolásához további kutatási munkára van szükség.

A vállalkozások másik fontos informális finanszírozási forrása a tulajdonostól kapott hitelek. Ezek a források vagy a tulajdonos személyes megtakarításaiból származnak, vagy a tulajdonos által személyi kölcsönként, vagy ingatlanfedezetes hitelként felvett pénzéből.

Hazánkban 2007-re rendkívüli mértékben megnőtt a tulajdonosi hitelek jelentősége a kis-és közepes vállalkozások finanszírozásában. Év végére a mérleg-főösszeg 10,6%-át adták, miközben a hitel – lízing – faktor - tőkepiac is hasonló nagyságrendet képvisel. (BK [2008]) A KKE országokkal összehasonlítva hazánkban a tulajdonosi hitel nagy valószínűséggel kiemelt szerepet játszik a finanszírozásban¹⁵. (23. ábra)

¹⁵ A felmérés nem kérdez rá külön a tulajdonos által biztosított forrásokra. Így azt a vállalkozások az „Informális kölcsönök egyéb forrásból”, illetve az „Egyéb” kategóriákba sorolták be. A felmérés adataiból tehát nem derül ki egyértelműen, hogy a tulajdonosi hitelek, vagy más egyéb forrás adja a hazai cégek forrásainak kb. 10%-át.

23. ábra: Egyéb források %-os részesedése
a KKE-i országok vállalatainak finanszírozási forrásaiból (2005)

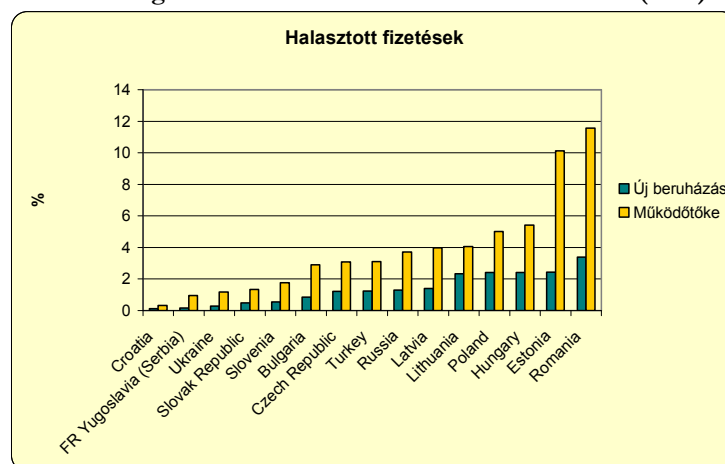


Forrás: BEEPS [2005]

2.7. Kereskedelmi hitelek, informális hitelek

A hazai cégek számára a kereskedelmi hitelek¹⁶ (vagy más néven halasztott fizetési lehetőségek) a többi közép-kelet-európai országhoz viszonyítva nagy jelentőséggel bírnak. A működő tőke kb. 5%-át, az új beruházások kb. 2%-át finanszírozzák ebből a forrásból. A fejlett nyugati országokban (USA, Egyesült Királyság) a cégek eszközeinek jóval nagyobb hányadát, 15-35%-át teszik ki a kereskedelmi hitelek. (ld. pl. *Matent et al.* [2006])

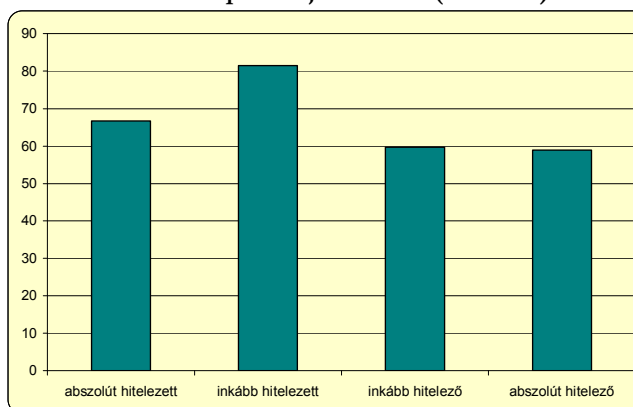
24. ábra: A kereskedelmi hitelek %-os részesedése a KKE-i országok vállalatainak finanszírozási forrásaiból (2005)



Forrás: BEEPS [2005]

A KapJel-08 felmérésben megkérdezett hazai vállalkozások kb. 30%-a vesz igénybe valamilyen mértékben halasztott fizetést. A megkérdezett cégek nettó halasztott fizetési pozícióit is megvizsgáltuk¹⁷.

25. ábra: A megkérdezett cégek átlagos árbevétele nettó hitelezői pozíciójuk szerint (millió Ft)



Forrás: KapJel-08

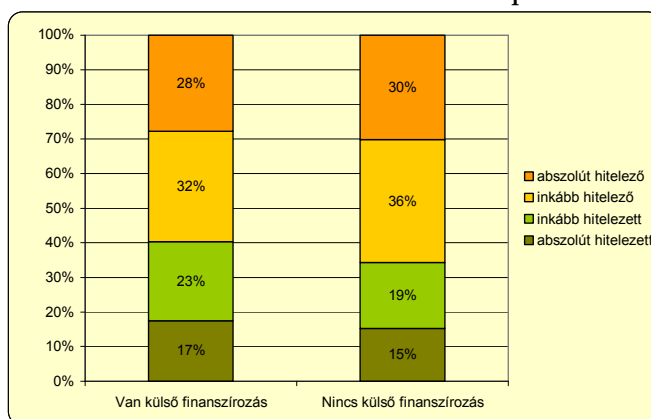
¹⁶ A vevő számára a szállító lehetővé teszi, hogy az áru vagy szolgáltatás árát csak később fizesse meg. Ritkább esetben a szállító is kaphat hitelezést kereskedelmi partnerétől: ekkor előre megkapja a vételár egészét vagy egy részét, és az árut csak egy későbbi időpontban kell leszállítania.

¹⁷ A „Több halasztott fizetési lehetőséget adok a vevőimnek, mint amennyit én a beszállítóimtól kapok.” állításra négyféle választ adhattak a megkérdezettek: 1 – egyáltalán nem igaz (=abszolút hitelezett); 2 – inkább nem igaz (=inkább hitelezett); 3 – inkább igaz (=inkább hitelező); 4 – teljesen igaz (=abszolút hitelező) (Ld. 1. melléklet 8. kérdés)

A válaszokból az derült ki, hogy a kisebb árbevételű cégek inkább nettó hitelezői pozícióban vannak, míg a nagyobb árbevételűek inkább nettó hitelezettek, habár az összefüggés statisztikailag nem erős. (ld. 25. ábra)

Ugyanakkor a felmérés megvizsgálta a válaszadók egyéb finanszírozási módjait is. Azt találtuk, hogy a formális (banki és nem banki, pl. lízing cégtől való) finanszírozást igénybe vevő vállalatok a kereskedelmi partnereiktől nagyobb arányban kapnak finanszírozást, mint a külső finanszírozáshoz egyébként sem jutó vállalatok. (ld. 26. ábra) Ez a megfigyelés lényegesen eltér a nemzetközi felmérések tapasztalataitól.

26. ábra: A formális banki és nem banki finanszírozásban részesülők és nem részesülők nettó kereskedelmi hitel pozíciói



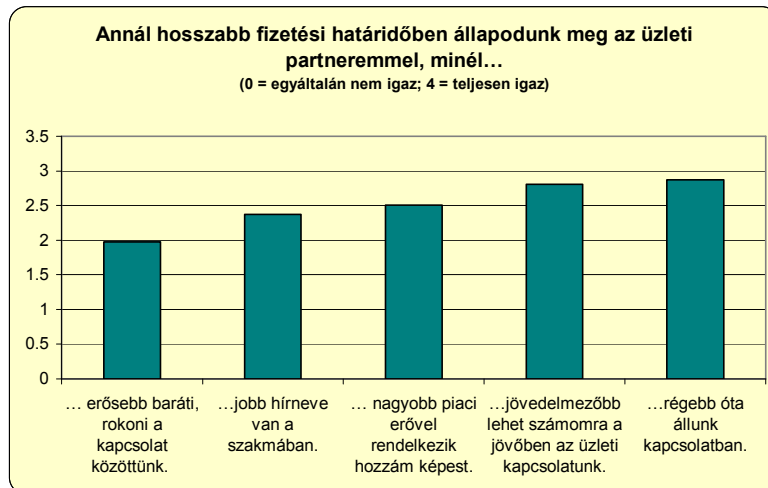
Forrás: Kap]el-08 [2008]

Giné [2004] szerint a szakirodalom kétféleképpen mutatja be a formális (pl. bankok) és informális (pl. kereskedelmi partnerek) hitelezők viszonyát a hitelezettekhez. Az egyik modellben csak az informális hitelezők (nagyobb, hitelképes vállalatok) jutnak bankhitelhez, amit aztán tovább adnak a bankhitelhez nem jutó kisebb kereskedelmi partnereknek. (pl. Hoff és Stiglitz [1993], Bose [1998]) A másik modell szerint a formális és informális hitelezők egyszerre versengenek a potenciális hitelezettekért. A kisebb vagy kevésbé hitelképes cégek számára azért éri meg kereskedelmi hitelt igénybe venni, mert az olcsóbb lehet számukra, mint a formális hitelezés. Ennek oka, hogy a közvetlen kereskedelmi partnerek több és jobb minőségű információval rendelkeznek ezekről a cégekről, mint a bankok, emiatt alacsonyabb kockázati felárat számítanak fel, illetve alacsonyabbak a monitoring költségeik. A jól hitelezhető nagyobb cégeknek pedig azért éri meg kereskedelmi hitelt nyújtani, mert a banktól olcsón megkapott forrást drágábban tudják továbbadni ügyfeleiknek.

Ugyanakkor a hazai felmérés azt mutatja, hogy azok a cégek, amelyek egyébként is igénybe vesznek külső finanszírozást, jellemzően nem adják tovább a kisebb kereskedelmi partnereknek, hanem inkább még azoktól is igényelnek halasztott fizetést.

Az is érdekes lehet, hogy mi alapján döntenek el a cégek, hogy melyik partnerüknek adnak kereskedelmi hitelt. (ld. 27. ábra) A válaszok alapján azt mondhatjuk, hogy a kereskedelmi hitelek esetében a felek között fennálló kapcsolat (vagyis a tapasztalat) illetve a jövőbeli üzleti potenciál a döntő. Ugyanakkor a piaci erő is betölt némi szerepet a halasztott fizetések felajánlásában, ami az előző bekezdésben vázolt helyzetet tovább árnyalja.

27. ábra: Halasztott fizetések oka



Forrás: *Kapfel-08* [2008]

A nemzetközi szakirodalom igen részletesen tárgyalja a kereskedelmi hitel felajánlásának motívumait. Leggyakrabban említett motívációk: előzetes információ a partnerről (*McMillan és Woodruff* [1999]); bizalom és reputáció (*Fajchamps* [1997]); a beszállító nehezen helyettesíthető (*McMillan és Woodruff* [1999]); közös kapcsolati hálóba tartozás (*McMillan és Woodruff* [1999]) A szakirodalomban azonban nem említik a dominanciát, a piaci erőt, mint kényszerítő vagy motiváló tényezőt arra, hogy valamely cég kereskedelmi hitelt adjon. Ez a terület kevésbé kutatott, valószínűleg érdemes volna egy későbbi kutatás során részletesen foglalkozni ezzel a jelenséggel.

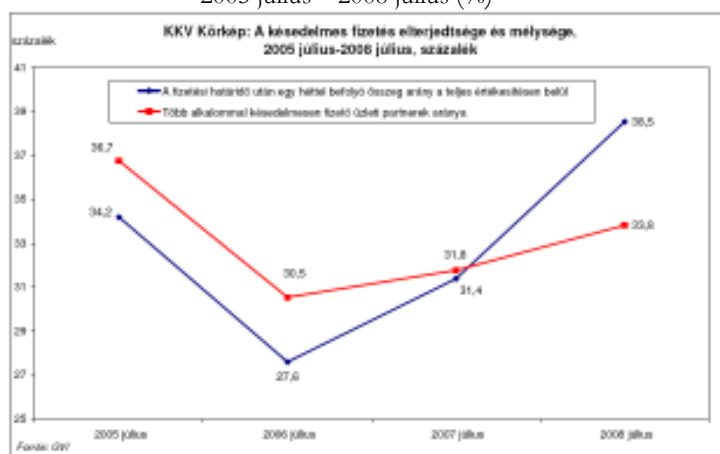
A halasztott fizetés kikényszerítését a gyakorlatban egy hajszál választja el a fizetési késedelemtől. A következő fejezetben erről lesz szó.

2.8. Fizetési fegyelem

A közép-kelet-európai országokkal való összehasonlítás alapján hazánkban az egyik leggyakrabban fordulnak elő késedelmes fizetések¹⁸. A követelések behajtása közepesen hosszú időbe, valamivel több, mint 8 hétbe telik. A megkérdezés időpontjában Horvátország és Románia után hazánkban volt a legnagyobb arányban késedelmes követelése a cégeknek az elmúlt három évben. (BEEPS [2005])

Makó [2008] alapján kijelenthetjük, hogy 2008-ban növekedett a késedelmes fizetések aránya. Ez a probléma a kisebb cégeket jobban érinti, mint a nagyobbakat, a magyar tulajdonúakat jobban, mint a külföldi kézben lévőket.

28. ábra: KKV Körkép: A késedelmes fizetés elterjedtsége és mélysége
2005 július – 2008 július (%)



Forrás: *Makó* [2008]

6. táblázat: Késedelmes fizetések vállalatméret szerint

| | Kis vállalat (50 főnél kevesebb alkalmazott) | Nagyvállalat (100 főnél több alkalmazott) |
|--|--|---|
| Több alkalommal késedelmesen fizető partnerek aránya | 37% | 28% |
| Értékesített termék /szolgáltatás hány százaléka folyik be egy héttel a fizetési határidő után | 41% | 35% |

Forrás: *Makó* [2008]

¹⁸ Azt vizsgáljuk, hogy hazánkban mennyire gyakori, hogy a megállapodott fizetési határidőt túllépik az üzleti partnerek.

7. táblázat: Késedelmes fizetések tulajdonos szerint

| | Magyar tulajdonú vállalat | Külföldi tulajdonú vállalat |
|--|---------------------------|-----------------------------|
| Több alkalommal késedelmesen fizető partnerek aránya | 34% | 27% |
| Értékesített termék /szolgáltatás hány százaléka folyik be egy héttel a fizetési határidő után | 39% | 28% |

Forrás: Makó [2008]

8. táblázat: A vállalkozások áruszállításból és szolgáltatásból származó kötelezettségeinek és követeléseinek, illetve nettó árbevételének növekedése (2006-2007)

| Árbevétel kategóriák | Eves növekedés 2006 | | | Eves növekedés 2007 | | | Volumenindex 2007/2005 | | |
|----------------------|---------------------|---|-------------|---------------------|---|-------------|------------------------|---|-------------|
| | Nettó árbevétel | Áruszállításból és szolgáltatásból származó | | Nettó árbevétel | Áruszállításból és szolgáltatásból származó | | Nettó árbevétel | Áruszállításból és szolgáltatásból származó | |
| | | Kötelezettségek | Követelések | | Kötelezettségek | Követelések | | Kötelezettségek | Követelések |
| 0-15 millió | 3,8% | 11,3% | 8,7% | 3,2% | 13,6% | 8,2% | 107,1% | 126,5% | 117,6% |
| 15-30 millió | 6,8% | 11,2% | 9,4% | 4,9% | 20,6% | 12,0% | 112,0% | 134,1% | 122,5% |
| 30-60 millió | 9,0% | 6,8% | 7,3% | 4,8% | 15,4% | 7,9% | 114,3% | 123,3% | 115,8% |
| 60-100 millió | 9,7% | 8,7% | 9,4% | 5,0% | 14,0% | 4,6% | 115,1% | 124,0% | 114,4% |
| 100-200 millió | 13,2% | 1,6% | 11,6% | 5,3% | 13,1% | 8,1% | 119,2% | 115,0% | 120,6% |
| 200-500 millió | 13,0% | 10,5% | 10,9% | 5,5% | 14,0% | 7,6% | 119,2% | 125,9% | 119,3% |
| 500-1000 millió | 15,3% | 12,9% | 12,8% | 4,3% | 9,3% | 5,8% | 120,2% | 123,4% | 119,3% |
| 1-2,5 milliárd | 16,2% | 15,8% | 16,2% | 3,9% | 9,3% | 5,9% | 120,8% | 126,5% | 123,0% |
| 2,5-5 milliárd | 10,9% | 9,3% | 11,7% | 5,2% | 3,1% | 3,4% | 116,7% | 112,7% | 115,5% |
| 5-8 milliárd | 26,6% | 13,8% | 27,5% | 2,4% | 4,3% | 4,0% | 129,6% | 118,7% | 132,6% |
| >8 milliárd | 24,2% | 13,7% | 22,9% | 11,9% | 12,6% | 8,8% | 139,0% | 128,0% | 133,8% |
| Összesen | 19,3% | 12,2% | 17,4% | 8,4% | 11,1% | 7,1% | 129,4% | 124,6% | 125,8% |

Forrás: BK [2008]

Jól látszik a 8. táblázatból, hogy 2006 és 2007 között szinte minden árbevételi kategóriában magasabb a vevőkövetelések és szállító tartozások növekedése, mint az árbevétel növekedés. Ez egyértelműen a késedelmes fizetések kockázatának növekedését mutatja.

A késedelmes fizetések behajtására igen változatos lehetőségek állnak a vállalkozás rendelkezésére.

9. táblázat: Cége hogyan kezeli a tartozásokat? (2008, %)

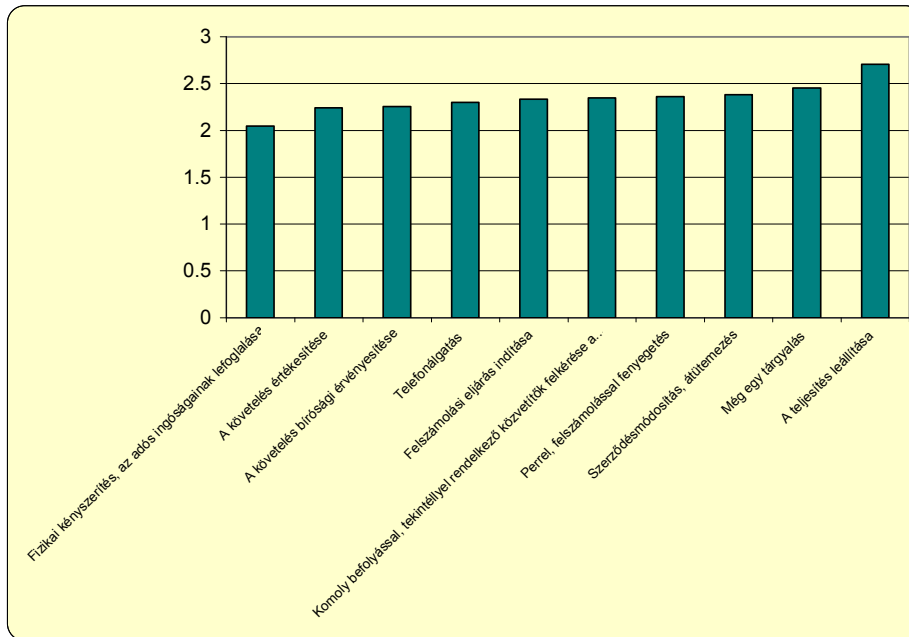
| | Esetszám | Százalék |
|---|----------|----------|
| Még nem tartoztak neki | 43 | 14,38 |
| Saját maga hajtja be a tartozásokat | 175 | 58,53 |
| Külsős adósságbehajtót alkalmaz | 5 | 1,67 |
| Faktorál | 4 | 1,34 |
| Csak akkor fizet, ha már megkapta a tartozást | 7 | 2,34 |
| Egyéb módon | 65 | 21,74 |
| Összesen | 299 | 100,00 |

Forrás: Makó [2008]

Jól látszik az ábrából, hogy a cégek jelentős része nem fordul harmadik félhez az adóssága behajtása céljából. Igen kevesen vesznek igénybe külső adósságbehajtót vagy faktorcéget. A bírósági utat választók aránya is csak maximum 21% lehet. A legtöbben, több mint a fele saját magára van utalva az adósságai behajtása ügyében.

A KapJel-08 felmérésből kiderül, hogy a megkérdezett vállalatok a teljesítés leállítását tartják legcélravezetőbb megoldásnak. Ugyanakkor a rendelkezésre álló behajtási eszköztár gyöngeségét mutatja, hogy az összes többi eszközt inkább a nem hatékony kategóriába sorolták¹⁹. Hasonlóan Makó [2008] eredményéhez, az első néhány helyet azok a módszerek foglalják el, amelyekhez nem vesznek igénybe külső segítséget a vállalatok. A harmadik fél igénybevétele (közvetítő, bíróság, felszámoló, behajtó cég) a kevésbé sikeresnek tartott megoldások közé tartozik. Pozitívum, hogy a fizikai kényszerítés a legutolsó helyre került, habár így is a megkérdezettek 32%-a valamennyire vagy teljesen sikeresnek ítélte ezt az eljárást.

29. ábra: Mennyire sikeresek a következő eljárások, ha egy üzleti partner hosszú késés után sem fizeti ki teljesen?
(0 = Egyáltalán nem; 4 = Teljesen)



Forrás: KapJel [2008]

Minél nagyobb arányú a cég árbevételéhez képest a kifizetetlen követelések mértéke, annál hajlamosabb sikeresnek gondolni a fizikai kényszert, és általában annál kevésbé tartja sikeresnek a többi behajtási eszközt²⁰. (ld. az 5. mellékletet)

¹⁹ A 2,5 pont jelenti a semleges középállapotot, amelyben átlagosan sem sikeresnek, sem sikertelennek nem gondolják az adott eszközt.

²⁰ Az ok-okozati összefüggés persze fordított is lehet: minél kevésbé képes a cég sikeresen alkalmazni a rendelkezésére álló behajtási eszköztárat, annál több lesz a kifizetetlen követelése.

3. Kapitalizmus a pénzpiacokon

Ebben a fejezetben bemutatjuk a *KapJel-08* főbb eredményei közül azokat, amelyek a pénzpiaci jellemzőkkel összefüggésbe hozhatók, és elemezzük, hogy a kirajzolódó kapitalizmus kép mennyiben magyarázza a pénzpiacok 2. fejezetben bemutatott jellemzőit.

A fő elemzési szempont az, hogy mi jellemzi a hazai pénzpiacokat, melyik piacon mennyiben találjuk meg a kapitalizmusunk jellemző jegyeit. Mennyire és hogyan számít a bizalom a pénzpiacra, milyen költségei vannak egy tranzakciónak, mennyire számítanak a teljesítménytől, kockázattól független tényezők az üzlet megkötésekor.

3.1. Értékek

A *Kapitalista elvárások* tanulmánykötetből²¹ (Csíste [2009]):

„Az „átlag” magyarországi polgár **szorgalmas**, az embereket **teljesítményük** alapján értékelni kívánó ember, aki a szabálykövetést, a tisztességes gazdasági viselkedés szabályait nagyra értékeli. Ugyanakkor azt is láttuk, hogy miközben a magyarországi válaszadók elfogadják ezeknek az értékeknek a fontosságát úgy vélik, a társadalom többsége és különösen a mintaadó elit nem így működik. Az érvényesülés, a siker kívánatosnak tartott – és a jó kapitalizmus értékvilágához illeszkedő – útjai és a feltételezett valóság között a magyarországi válaszadók szerint komoly úr távolság van, s a társadalom tagjainak többsége vélhetően ezért is elégedetlen a rendszerváltoztatással létrejött kapitalista Magyarország állapotaival, s különösen az elit teljesítményével.

[...] a **kockázatkerülés**, a biztonságra törekvés és a család jelentőségének elmúlt évtizedekben tapasztalt felértékelődése a rendszerváltoztatásra adott társadalmi válasznak tekinthető.

[...] A **bizalmatlanság** és az egyéni felelősségvállalás mértékének csökkentése iránti – vélhetően számos ponton összekapcsolódó és a jövő bizonytalanságából, kiszámíthatatlanságából fakadó – vágy a hazai kapitalizmus egyik legjelentősebb problémája. [...] vélhetően ... a magyarok általában sokkal gyakoribbnak vélik bizonyos társadalmi anomáliák előfordulását, semmint azt mindennapi tapasztalataik indokolnák.

[...] Ugyanakkor ... a magyarországiak 80-85%-a úgy véli, hogy **időnként át kell hágni a szabályokat**.

[...] a családi kapcsolatok egyfajta helyettesítői a Magyarországon **meglehetősen gyenge ismerősi és baráti kapcsolatoknak**.”²²

Zak és Knack [2001] szerint azokban az országokban, amelyekben alacsony a többiekbe vetett általános bizalom, és több erőforrást használnak arra, hogy megbizonyosodjanak az üzletfelek valós szándékairól, ott alacsonyabb a beruházási szint és a növekedés.

Amennyiben ez a megállapítás helytálló, akkor Magyarországon a beruházási szint alacsonyabb a várhatónál. Ez részben megmagyarázhatja azt, hogy miért annyira alacsony a beruházási hitelek aránya hazánkban. Hangsúlyozni kell ugyanakkor, hogy a jelenség másik fontos oka, hogy a cégek beruházási célból vesznek fel nem beruházási hiteleket.

Guiso et al. [2004] Olaszország különböző régióinak vállalatfinanszírozását vizsgálta. Megállapította, hogy azokon a területeken, ahol fejlettebbek a társadalmi kapcsolati hálók és nagyobb az általános bizalom, ott jobban használják az emberek a pénzügyi termékeket (csekket, bankhiteleket stb.), ott fejlettebb a pénzügyi szektor. Ezekben a régiókban jellemzően kisebb arányban fordulnak a gazdaság szereplői informális hitelekhez (barátoktól, rokonoktól kapott kölcsönök). Bizalom és a kapcsolati tőke hatása a finanszírozási formákra sokkal erősebb

²¹ A *Kapitalizmus Jelentés 2008* kutatás eredményeit tartalmazó kötet. A fejezet további idézetei is a kötetből származnak.

²² Kiemelések tőlem – a szerző.

azokban a régiókban, amelyekben gyenge a szerződések kikényszeríthetősége, illetve az alacsonyabb képzettségű lakosság körében.

Ez alapján azt mondhatjuk, hogy a hazai szereplők bizalmatlansága és a tágabb kapcsolati háló viszonylagos gyengesége valószínűleg hozzájárul a formális finanszírozás alacsony elterjedtségéhez, az informális finanszírozás magas arányához.

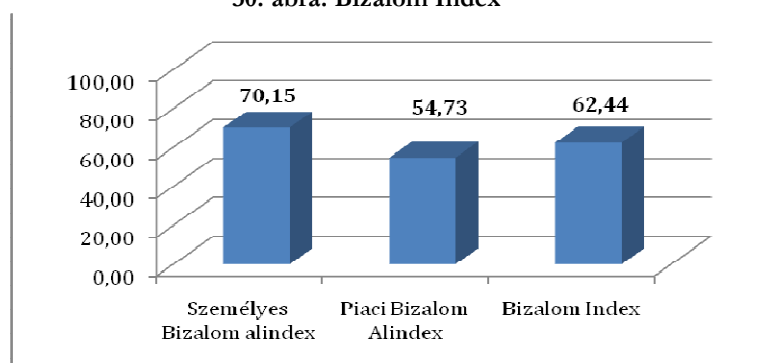
Granovetter [2005] szerint a társadalmi kapcsolati hálók igen fontos meghatározói a gazdaság teljesítőképességének. Ennek három fő oka van. Az első, hogy a gazdasági szereplők nem bíznak a személytelen információforrásokban, ehelyett ismerősöktől kapott információkra alapoznak. A második, hogy a kapcsolati hálók fontos jutalmazási és büntetési eszközök, mivel ezek a visszajelzések erősebbek és hatásosabbak, ha ismerőstől érkeznek. Végül, a kapcsolati hálók igen fontosak a bizalom megteremtésében, amely elengedhetetlen a megfelelő üzleti környezet kialakításához.

Ez a jelenség a finanszírozásban is működik, a legélesebben a kockázati tőke piac működésében figyelhető meg. Ugyanakkor azt láthatjuk, hogy a családi kapcsolati hálók erősebbek, a baráti kapcsolati hálók gyengébben fejlettek, mint a nyugat-európai országokban. Ez tovább gyengíti a kockázati tőke piac működőképességét.

Az idegenekkel szembeni bizalmatlanság (*Csöste* [2009]) érzékelhetően jelen van a pénzpiacokon. A *KapJel-08* felmérésben a kockázati tőke-befektetőkkel készített interjúkból egyértelműen az derül ki, hogy nem bíznak a hazai cégtulajdonosok jóhiszeműségében, a befektetési tranzakciók a kölcsönös bizalmatlanság légkörében zajlanak, és készen állnak arra, hogy bármikor bevessék befolyásukat az ügyeskedő, a befektető érdekei ellenében cselekvő cégtulajdonossal szemben. Akkor gondolják biztonságban a befektetésüket, ha többségi tulajdonnal rendelkeznek a vállalatban, vagy legalábbis az eredeti tulajdonos részvényeit biztosítékként lefoglalhatják.

A felmérés alapján készített Bizalmi index azt mutatja, hogy az üzleti kapcsolatban a személyes kapcsolatból eredő bizalom sokkal erősebb, mint a piaci intézmények (reputáció, nyilvánosan hozzáférhető adatok, biztosítás kötése stb.).

30. ábra: Bizalom Index



Forrás: *KapJel-08*

A bizalmi elem azokban a finanszírozási formákban lényeges, amelyekben a hitel mögött nem áll teljes mértékben valamilyen könnyen értékesíthető tárgyi fedezet, vagy garancia. Ilyen a banki hitelek egy része, a kockázati tőke, és a magánszemélyek által nyújtott kölcsönök. Mindhárom esetben kirajzolódik a Bizalom Index által kirajzolt kép: a személyes bizalomra sokkal inkább támaszkodnak ezek a finanszírozási formák, mint a piaci bizalomra. Erről bővebben a következő alfejezetben lesz szó.

3.2. Arcos kapitalizmus

Szepesi és Szabó-Morvai [2009] írja:

*„A magyar gazdaság bizalmi infrastruktúrájának alappillére a személyes üzleti kapcsolatok rendszere. A korábbi jó tapasztalat, illetve az ismerősök ajánlása a legerősebb garanciák arra, hogy egy partner betartja a megállapodásban foglaltakat. Kapitalizmusunk arcos kapitalizmus. Arcos, mert **az üzlet garanciája az, hogy az érintettek ismerik egymást, vagy valaki bemutatja őket egymásnak.**”²³*

[...] A személyes kapcsolatok felértékelődésének egyik fő oka, hogy az állami és piaci intézmények csak részben kínálnak megfelelő garanciákat a vállalkozások közötti együttműködések betartásának biztosításához. A cégszavak, mérlegek nem adnak támpontot a potenciális partnerek megbízhatóságának megítéléséhez. A szerződések megsértésétől nem rettentenek el a jogi retorziók, a szerződésszegésből származó kárt bíróság, végelszámolás útján szinte lehetetlen megtéríteni. Az intézményi garanciák hiányosságai miatt a piacon vásárolható biztosítékok (biztosítás, bankgarancia) alkalmazása sokszor drága. A piacon a megállapodásokat kikényszerítő megfelelő intézmények híján a reputáció megtartása és megbecsülése tölt be komoly szerepet az üzleti bizalom megteremtésében.”

Scott és Cable [2002] alapján a kockázati tőke finanszírozás esetében a felek között előzetesen meglévő személyes kapcsolat annál fontosabb, minél több privát információhoz juthatnak általa a felek. A személyes kapcsolatnak fontos hozadéka is van: a felek nemcsak a saját gazdagodásukat nézik, hanem jobban igyekeznek kölcsönösen előnyös üzletet kötni, így a tranzakció összesített hozadéka valószínűleg nagyobb lesz, mintha ismeretlen felek szerződnenek. De ennél sokkal fontosabb előnye a személyes kapcsolatnak, hogy a befektető információhoz jut a vállalkozó tudásáról, képességeiről. Ez megkönnyíti, és olcsóbbá teszi a döntést és a szerződéskötést. Vagyis a személyes kapcsolatok elsősorban információs mechanizmusként működnek. Ha a vállalkozóról megbízható nyilvános információk állnak rendelkezésre, a személyes kapcsolat elveszíti a jelentőségét, mivel már nincs plusz információs hozadéka.

Ez azt jelenti, hogy a hazai kockázati tőke piac informális csatornákon, személyes kapcsolatokon keresztül működése valószínűleg arra vezethető vissza, hogy a befektetők információhoz jutása csak ilyen módon megoldható. Megkockáztatjuk azt a feltételezést, hogy amennyiben jó minőségű publikus információk állnának rendelkezésre a vállalatokról, megnövekedne a kockázati tőke kínálata, és sok olyan cég is finanszírozáshoz juthatna, amelynek nincsenek személyes kapcsolatai a befektetőkkel.

A bankhitelek esetében azt láttuk, hogy a piaci intézmények (pl. pénzügyi beszámolók, szerződés ereje) helyett a meglévő hitelezési kapcsolatra (track recordra) alapozzák a bizalmat, illetve a „bizalmi termékekkel” szemben előnyben részesítik azokat a hiteleket, amelyeknek a fedezete könnyen érvényesíthető (pl. lízing), vagy legalábbis a hitelhez képest magas értékű (pl. jelzáloghitel). A kockázati tőke esetében a személyes ismeretségek, és a közös ismerős általi bemutatás útján jön létre a bizalom. A magánszemélyek kölcsönei nagy részében pedig fel sem merül, hogy közeli személyes kapcsolat híján, piaci intézményekre alapozva hitelezzen valaki.

Összefoglalva, az idegenekkel szembeni bizalmatlanság és a bizalmi finanszírozási termékek esetében a személyes kapcsolatok túlsúlya ugyanazon érme két oldala, amelyek egymással szoros összefüggésben, ok-okozati kapcsolatban állnak.

²³ Kiemelés tőlem – a szerző

3.3.A megállapodások biztosítékai

Az állam, mint kikényszerítő

Szepesi és Szabó-Mornai [2009]:

„A megkérdezett cégek 71 százaléka gondolja igaznak vagy inkább igaznak azt, hogy nem érdemes bírósághoz fordulni, 82 százaléka ért egyet ezzel, hogy a hatóságok nem a szabályok betartatásáért, hanem a minél magasabb büntetési összegek behajtásáért dolgoznak.

[...] A felmérés szerint a gazdasági működésének állami garanciáival kapcsolatos legfőbb problémák (a későbbiekben részletesebben vizsgált adórendszer mellett) a következők:

- A kisebbségi tulajdon védelmének hiánya,
- Az ingatlan-adásvétel jelentős adminisztrációs költsége,
- A felszámolás során kielégítetlenül maradó tartozások magas szintje”

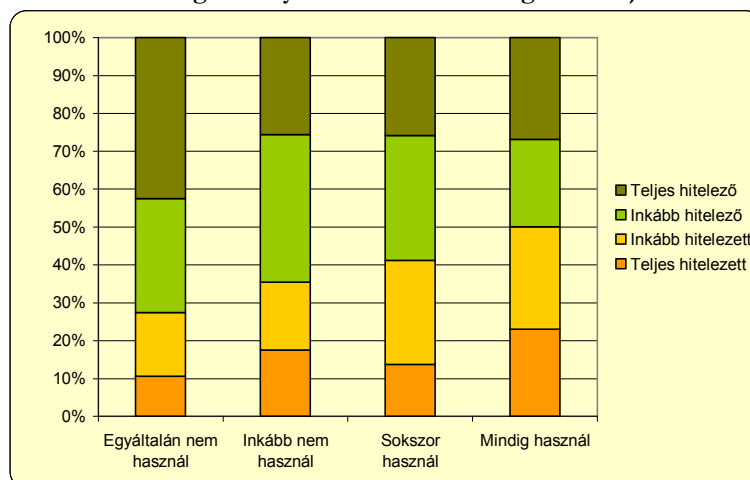
Szerződések kikényszeríthetősége, bírósági eljárások hatékonysága

Beck et al. [2008] által 48 ország adatai alapján készített tanulmány azt találta, hogy minél erősebb a tulajdonjogok védelme illetve a szerződések kikényszeríthetősége egy országban, annál erősebben nő a banki hitellel finanszírozott kisvállalatok száma.

Johnson et al. [1999] 5 kelet-európai ország adatai alapján azt állapította meg, hogy azok a cégek, amelyek úgy látják, hogy a bíróságon ki tudnák kényszeríteni a szerződés teljesítését vitás esetben, azok általában nagyobb kereskedelmi hitelt ajánlanak fel, mint amelyek nem hisznek a bíróságok erejében. Másrészt – a bíróságok hatékonyságától függetlenül – a kikényszeríthetőség nő, ha az iparágban vagy valamilyen társadalmi körben könnyen leinformálható a partner, ha a két cég már hosszú ideje együttműködik, vagy ha a partner számára nehéz vagy költséges helyettesítő üzleti partnert találni.

Ez a megállapítás éppen ellentmond a felmérés eredményeinek. A 31. ábra egyértelműen azt mutatja, hogy azok a cégek, amelyek kevésbé érzik hatásosnak a bíróságok igénybevetését, nagyobb arányban nyújtanak kereskedelmi hitelt üzleti partnereiknek az általuk kapott kereskedelmi hitelhez képest, mint azok, amelyek úgy gondolják, hogy sokszor, vagy mindig használ a bíróság bevonása.

31. ábra: Nettó kereskedelmi hitel pozíció vs. A követelés bírósági érvényesítésének sikeressége a behajtás során



Forrás: Kapfel-08

Befektetővédelem

Djankov et al. [2007] a bankhitel GDP-hez viszonyított arányát vizsgálja 129 országban. Megállapítja, hogy a két legfontosabb tényező, amely a hitelállomány nemzeti össztermékhez viszonyított nagyságát meghatározza, a befektető-védelem erőssége, illetve a privát és közösségi hitelinformációs rendszerek léte. A cikk szerint kétféle elméleti magyarázat létezik arra, hogy egyes országokban miért kiterjedtebb a banki hitelezés, mint máshol. Az egyik az „erő” elmélet, vagyis ha a befektetők elég erősek ahhoz, hogy érvényesítsék a jogaikat, akkor hajlandóak több hitelt nyújtani. Ez a gyakorlatban annyit jelent, hogy mennyire képesek kikényszeríteni a hitel visszafizetését, milyen hatékonysággal tudják érvényesíteni a biztosítékokat (pl. lefoglalni a zálogtárgyat), vagy éppen átvenni a cég fölött az irányítást. (bővebben lásd: *Townsend* [1979], *Aghion és Bolton* [1992] vagy *Hart és Moore* [1994, 1998])

A második, „információs” elmélet azt állítja, hogy minél több és megbízhatóbb információhoz jut a hitelező a partnerről, annál nagyobb hajlandóságot mutat a hitelyújtásra. Ha többet tudnak a leendő adós jelenlegi kintlévőségeiről, hiteltörténetéről, más hitelezőiről, az mind sokat segít a befektetői döntésben. (ld. pl.: *Jaffe és Russel* (1976), *Stiglitz és Weiss* (1981) A szerzők azt találják, hogy a banki hitelek GDP-hez viszonyított mértéke megnőtt azokban az országokban, ahol akár az információ, akár az erő oldalt javították.

A hazai hitelezők jogainak védelmét *Djankov et al.* [2007] és *Shleifer* [2008] alapján a 2. melléklet mutatja be. Magyarország a befektető védelem erőssége tekintetében a vizsgált 133 ország között az utolsó harmadban található, az európai országok közül egyedül Franciaország marad le mögöttünk. A gyenge befektető-védelem valószínűleg nagymértékben hozzájárul a pénzügyi közvetítés alacsony szintjéhez.

Másfelől, *La Porta et al.* [2002] megállapítja, hogy azon gazdaságokban, amelyekben a törvények erősen védik a külső befektetők jogait, és ahol ezeket a törvényeket hatékonyan tartatják be, ott a pénzügyi piacok sokkal szélesebbek, és értékesebbek. Ez azt jelenti, hogy ahol erős a befektető-védelem, ott a befektetők hajlandóak ugyanazokért az eszközökért többet fizetni. Ez azért van, mert tudják, kisebb annak a kockázata, hogy a cégvezető kihasználja őket. A kisebb kockázatvállalásért cserébe alacsonyabb hozammal is megelégszenek.²⁴ Az erősebb befektető-védelem miatt megnövekedett biztonságú befektetések kereslete is növekszik, így a cégvezetők nagyobb arányban képesek külső tőkét bevonni a cég működésébe, ami szélesíti a gazdaság pénzpiacát.

Ezt a megállapítást támasztja alá *Shleifer, Wolfenzon* [2002] is. A tanulmány többek között összefoglalja a befektető-védelem hozadékait. Az erősebb befektető-védelemmel bíró országokban jellemzően értékesebbek a tőzsdék (*La Porta et al.* [1997]); nagyobb számú cég van jelen a tőzsdén (*La Porta et al.* [1997]); a tőzsdei cégek árbevétele és eszközei általában magasabb értékűek (*Kumar et al.* [1999]); a tőzsdei cégeket az eszközeikhez (könyv szerinti érték) képest többre értékelik (*Claessens et al.* [2002]; *La Porta et al.* [2002]); nagyobb az osztalék mértéke (*La Porta et al.* [2000]); kisebb a tulajdonosi és cégirányítási koncentráció (*ECGN* [1997]; *La Porta et al.* [1999]; *Claessens et al.* [2000]); kisebbek a menedzsment magán hasznai (*Zingales* [1994]; *Nenova* [1999]); és erősebb az együttmozgás a befektetési lehetőségek és a megvalósult befektetések között (*Wurgler* [2000])

Ezek az összefüggések részleges magyarázattal szolgálhatnak a hazai tőzsde alulfejlettségére. Mivel igen gyenge a befektető-védelem, a tőzsdei befektetők magasabb hozamot²⁵ várnak el a befektetéseiktől, amit sok cég valószínűleg nem képes teljesíteni. Ez a gyakorlatban azt jelenti,

²⁴ Ez annyit jelent, hogy a papírokat hajlandóak magasabb áron is megvenni, ami csökkenti az általuk a befektetésen elérhető végső nyereséget.

²⁵ Tulajdonképpen megnövekszik a papírok kockázati felára azáltal, hogy nemcsak az üzleti kockázattal, hanem bizonyos jogi kockázatokkal is számolnia kell a befektetőknek.

hogy ha tőzsdére lépnének, csak alacsonyabb árfolyamon tudnák részvényeiket (vagy kötvényeiket) értékesíteni, mint ahogy szeretnék.

Ugyanakkor a gyenge befektetővédelem az összes többi finanszírozási formát gyengíti valamiképpen. A kevesebb biztosítékkal megtámogatott finanszírozási ügyletek ezáltal sokkal inkább kiszolgáltatottak, így ez is hozzájárul ahhoz, hogy a finanszírozók előnyben részesítik az erősebb biztosítékokkal ellátott szerződéseket, sokkal inkább, mint azokban a gazdaságokban, amelyekben erős a befektetők törvényi védelme.

Csődeljárások hatékonysága

A 3. melléklet a hazai csődeljárások hatékonyságát mutatja be. A hazai csődeljárások végén a megtérülési ráta nem éri el a 40%-ot, ami mélyen az OECD átlag (majd' 70%) alatt marad.

Ezt támasztja alá a *KapJel-08* felmérés behajtási kérdőíve is (ld. 29. ábra), amelyből az derül ki, hogy a felszámolási eljárás kezdeményezését inkább kevésbé sikeres behajtási módszerek tekintik a vállalatok.

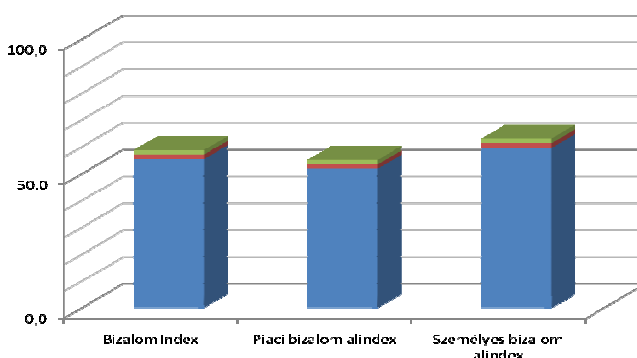
A csődeljárások alacsony megtérülése azt jelenti a bank számára, hogy a fedezetlen követelésekre alacsonyabb összeget fog tudni behajtani, ha a cég nem teljesíti a hiteltörlesztési kötelezettségét, és felszámolási vagy csődeljárást kell ellene indítani²⁶. Így a hitelintézetek számára jobban megéri valamilyen fedezet (pl. autó vagy ingatlan) mellett hitelt nyújtani. Ez további magyarázattal szolgál arra, hogy a hitelintézetek miért alkalmazzák hazánkban szívesen a fedezett hiteleket (lízing, jelzáloghitel) a fedezetlen hitelek vagy a beruházási hitelek helyett.

A piac, az erő és a kapcsolat, mint kikényszerítő

A *KapJel-08* felmérésből kiderül, hogy a személyes viszonyokba vetett bizalom szignifikánsan nagyobb a piaci intézményekénél. Ez azt jelenti, hogy a szerződések kikényszerítését a felek inkább attól remélik, hogy a partner a múltban tisztességesen viselkedett velük, vagy ismerősök beajánlották az üzletfelet. A piac által biztosított mechanizmusokra kevésbé hagyatkoznak (pl. az üzleti partner piaci ismertsége és stabil működése, a nyilvánosan hozzáférhető adatok vizsgálata, a reputáció fontossága, vagy ha biztosítás garantálja az üzlet sikerét).

A Bizalom Index 0-100-as skálán méri az üzleti bizalom szintjét, értéke 2008-ban 57, ami viszonylag alacsony üzleti bizalmat mutat.

32. ábra: Üzleti Bizalom Index



Forrás: *KapJel-08*

²⁶ A fedezetlen hitelek nem-fizetési veszteségrátája (LGD vagy Loss Given Default) magasabb lesz, mint más országokban, így ezekre magasabb tőkét kell a bankoknak tartálékolni, nagyobb tőkeköltséggel járnak ezek a hitelek.

„A kemény, erőfitogtató alkuk, és a megállapodások bizalomra épülő betartása jellemzi gazdaságunkat.”
(Szepesi és Szabó-Morvai [2009])

A finanszírozási piacok közül a halasztott fizetések esetében válik leginkább nyilvánvalóvá az erőfölény fontossága. A *KapJel-08*-ban megkérdezett cégek több, mint 50%-a állítja azt, hogy annak ad fizetési haladékot, aki nála nagyobb piaci erővel rendelkezik. Ez megmutatkozik a nettó kereskedelmi hitel pozíciókban is, mint azt a 25. ábra mutatja. A megkérdezettek között a nagyobb árbevételű cégek jellemzően nettó hitelezett, a kisebbek inkább nettó hitelező pozícióban vannak²⁷.

A többi finanszírozási típusnál nem jelenik meg ilyen erősen az alkupozíció és az erőfölény fontossága a szerződések megkötésekor.

Az üzleti tranzakciók költségei

Az üzletkötés költségei vagy más néven tranzakciós költségek sokféle módon felmerülhetnek. Az üzleti partner keresése és megtalálása, róla megbízható információ szerzése, a szerződéskötés és a megállapodás betartatása mind idő és pénz ráfordítását követeli. Minél alacsonyabbak az üzletkötésre rakódó költségek, annál olajozottabban működik a gazdaság. Ezek a költségek annál magasabbak, minél kevésbé működnek azok az intézmények, amelyek a megállapodások megkötését és a szerződés kikényszerítését hivatottak elősegíteni.

Keresési és információs költségek: A hazai hitelezők és befektetők sok esetben nem jutnak elegendő mennyiségű információhoz a cégekről. Hazánkban nincsen nyilvánosan, bárki számára elérhető adóminősítés magánszemélyekre és a vállalatokra vonatkozóan. A magánszemélyek hitelhez jutásának egyszerűsége a vállalatok szempontjából igen fontos, mivel sok vállalat csak úgy jut hitelhez, hogy a tulajdonosa magánszemélyként vesz fel hitelt, amit valamilyen formában továbbad a cégnek.

Sok országban működnek ún. credit büro-k a lakosság, és hitelminősítő intézetek (mint pl. az amerikai Dun and Bradstreet) a vállalatok minősítésére. Ezek a cégek igen sokféle adatot összegyűjtenek, pl. cégekről az eddigi hitelfizetésük történetét, kereskedelmi kapcsolataikat, vagy a magánszemélyekről, hogy van-e ellenük folyó kifizetetlen követelés miatti bírósági per. A leendő hitelezők és üzleti partnerek lekérhetik a hitelminősítéseket, amiből kiderül számukra, hogy mennyire jó adós, akivel üzletet akarnak kötni. Akinek rosszabb a minősítése, azzal óvatosabban szerződnek, és valószínűleg magasabb hitelkamatot számítanak fel neki.

Magyarországon kétféle forrásból juthatnak a hitelezők információhoz. Az egyik a KHR²⁸ (régebbi nevén BAR²⁹) lista, amely a magánszemélyek és a vállalatok által felvett hiteleket rögzíti, illetve tartalmaz egy negatív listát a hitelfizetési késedelembe³⁰ esőkről. A másik az Opten Kft. által nyújtott cégelemzési szolgáltatás, amely viszonylag szűk körű információkra (a cég pénzügyi adataira) támaszkodva készít egyfajta összehasonlítást arról, hogy a cég hol helyezkedik el az ágazatban tevékenykedő többi céghez képest.

Vagyis a lakossági ügyfelek esetében egyáltalán nem elérhetőek a hiteltörténeti adatok³¹, illetve megfelelő adóminősítések, a vállalatok esetében pedig igen behatárolt információkra támaszkodó

²⁷ A magasabb nettó árbevétel nem minden esetben jelent erősebb piaci pozíciót, ez mindig függ az adott iparág és a piac szerkezetétől, a keresleti-kínálati viszonyoktól, és más körülményektől. Azonban kétségtelen, hogy általában a nagyobb cégek erősebbek is.

²⁸ Központi Hitelinformációs Rendszer

²⁹ Bankközi Adós- és Hitelinformációs Rendszer

³⁰ Itt azokat a vállalkozásokat sorolják fel, amelyeknek bankszámláján fedezethiány miatt harminc napot meghaladó időszak alatt, egymillió forintnál nagyobb összegű sorban állást tartanak nyilván. (Bővebben ld:

http://www.pszaf.hu/fogyasztoknak/hitelek/felelos_hitelezes/adosnyilvantartas.html?query=bar%20lista)

³¹ A pozitív adólista támogatói éppen emiatt érvelnek a lista elkészítése mellett.

elemzés érhető el, amely sok esetben hamis képet festhet a cég helyzetéről, éppen a beszámoló megbízhatatlansága miatt.

Igy a hitelezők információhoz jutásának költségei hazánkban lényegesen magasabbak, mint azokban az országokban, amelyekben működnek a megfelelő hitelinformációs rendszerek. A kész adóminősítés megvásárlása helyett megpróbálnak személyesen meggyőződni a vállalat tulajdonosának tisztességességéről, ismerősökön keresztül megtudni az eddigi üzleti partnerek és hitelezők elégedettségét, illetve sokszor kénytelenek igen kevés információ birtokában megkötni a szerződést, és a saját bőrükön megtapasztalni, hogy az illető jó adós-e. Ez részben magyarázatot ad arra, hogy a hazai bankok számára az egyik leglényegesebb információ az ügyfél hiteltörténete (track recordja), illetve, hogy a kockázati tőke befektetők személyes kapcsolatok útján jutnak el a cégekhez.

A szerződés kikényszerítésének költségei, monitoring költségek, behajtási költségek, a szerződés nem teljesítéséből eredő költségek: A hazai pénzpiacon igen magasak a kikényszerítési és a monitoring költségek. Az előző fejezetekben bemutatott alacsony csődeljárási megtérülés miatt a hitelezők csak a legvégső esetben mondják fel a hiteleiket. Sok olyan példa van, amelyben a bank a hitel felmondása helyett menedzsment jogokat kapott, és aktív szerepet vállalt a cégben, néha még több hitelt adva a vállalatnak, hogy megmentse a már befektetett pénzt. Ez a banki reakció bizonyos szempontból érhető, másfelől vitatható, mivel rontja a tőkeallokáció hatékonyságát, és rendkívüli mértékben megnöveli a monitoring költségeket.

A kockázati tőke befektetések esetében is igen magas monitoring költségek merülnek fel. A vállalkozóval szemben tanúsított mélységes bizalmatlanság, másfelől a vállalkozó menedzsment tudásának – vélt vagy valós – hiányosságai³² miatt leggyakrabban aktív közreműködőként van jelen a magyar cégekben a kockázati tőke befektető, ami jelentősen megnöveli a befektető költségeit, és ezzel hozamelvárását.

A tranzakciók nem hatékony megvalósulása, illetve nem megvalósulása okozta költségek: A beszámoló megbízhatatlansága miatt az éven túli (fejlesztési) finanszírozás gyakran ingatlan alapú, vagy Széchenyi-kártya típusú finanszírozással valósul meg (BK [2008]), amely számos hátránnyal jár a vállalkozásra nézve. Ha egy cég beruházásba kezd, akkor a felvett hitelre sok éven keresztül szüksége lesz, mert a fejlesztés valószínűleg csak évek múltán termeli ki a bekerülési költségét. Ezért fontos, hogy ilyen esetben a felvett hitel időtartama igazodjon a beruházás megtérülési idejéhez, illetve a visszafizetés ütemezése tükrözze a beruházásból várt bevételek időzítését. Ha egy cég ilyen esetben rövid lejáratú hitelt vesz fel, és a bank valamiért nem újítja meg egy év után, akkor akár csődbe is mehet a cég, vagy jelentős veszteséggel el kell adnia az eszközt, amibe beruházott (ha eladható).

Ez azt jelenti, hogy sok esetben nem az elvileg megfelelő eszközzel történik a finanszírozás, a cégek finanszírozása költségesebb, mint lehetne. A kockázati tőke finanszírozás esetében ugyanakkor azt láttuk, hogy a piaci és jogi anomáliák miatt a finanszírozási ügyletek egy része létre sem jön.

³² „A magyar menedzsment megítélése 2007-ről 2008-ra jelentősen romlott is. A legjobban a döntések delegálására való hajlandóság és az alkalmazottakkal való együttműködés területén romlott cégvezetőink megítélése. A tulajdonosi kontroll lehetősége, a fogyasztóorientáltság és a vezetői kinevezések teljesítményalapúsága szempontjából ugyancsak komoly visszaesést könyvelhetünk el. Ugyancsak jelentős a lecsúszás a dolgozók képzésére, a technológiai újítások befogadására való vezetői hajlandóság területén is.” (Szepesi [2009])

3.4. Adóelkerülés és következményei

Balás [2009] a tanulmánykötetben:

„A megkérdezett könyvelők mindegyike az adószabályok valamilyen fokú megsértését valószínűsítette a cégek legalább 80%-ánál, de a többség 90% feletti értéket becsülte. Véleményük szerint az adóelkerülés is mindennapos a magyar vállalkozásoknál, legföljebb annak mértéke lehet kérdéses.”

A beszámolókat a cégek nagy része kozmetikázza, aminek adóelkerülési oka van. Sok esetben nem jelenik meg a teljes bevétel a beszámolóban, a munkabéreket alacsonyabb értéken mutatják be a valós kifizetéseknél, a költségek szintjét pedig mesterségesen feltornásszák, hogy nullára hozzák a céget. A finanszírozók véleménye szerint emiatt a KKV szektor jelentős része hagyományos pénzügyi statisztikai módszerekkel nem értékelhető³³ (BK [2008]). A *KapJel-08* egyik mélyinterjújában az is elhangzott, hogy egyedül az árbevétel sor tartalmaz értékelhető információt.

A pénzügyi beszámolók ilyen mértékű torzulása megmagyarázhatja, hogy miért helyeződik nagy hangsúly a banki hitelek elbírálásakor a vállalat hiteltörténetére, és miért van viszonylag kis jelentősége a cégek pénzügyi adatainak, gazdasági teljesítményének. A jelenség arra is magyarázattal szolgál, hogy miért zajlik nagyrészt informális csatornákon keresztül a kockázattőke-finanszírozás. Ahhoz, hogy a befektető hiteles pénzügyi információhoz jusson a cégről, nem elég megnéznie a cég pénzügyi kimutatásait, hanem bele kell pillantania a titkos kimutatásokba – és azok valóságát el kell hinnie -, ehhez pedig nagyfokú személyes bizalomra van szükség mindkét részről, amit a legtöbb esetben a közvetlen vagy közvetett személyes ismeretség biztosít.

Az érem másik oldala, hogy a cégek többsége számára adózási többletköltséggel jár a külső finanszírozás igénybevétele. Amíg a cég „csupán” egy-két tulajdonos és az adóhatóság felé tartozik elszámolni, addig sok cég arra törekszik, hogy minimalizálja az adókiadásait. Amikor megjelenik egy külső finanszírozó (pl. bank, kockázati befektető vagy akár tőzsdére szeretnék vinni a céget), számára – többé-kevésbé – közérthetően be kell mutatni a vállalat pénzügyi, gazdasági helyzetét. Ez pedig elkerülhetetlenül a dokumentált és a valós folyamatok közeledését jelenti, vagyis be kell vallani a megtermelt jövedelmet, és adózni kell utána. A kockázati tőke mélyinterjúkból kiderült, hogy a kockázattőke-befektető bevonását követően a cégek bevallott nyeresége általában 20-30%-kal megnövekszik. Ha ezt a vállalat nyereségadó formájában leadózza (ami kb. 50%), az azt jelenti, hogy az előző évben kimutatott eredményének 10-15%-ával növekszik meg az adófizetési kötelezettsége. Emiatt azok a vállalatok, amelyek külső finanszírozás igénybevételén gondolkodnak, ezzel a költséggel is kell, hogy számoljanak. Sok esetben ez azt eredményezheti, hogy inkább nem éri meg külső finanszírozást igénybe venni, vagy csak olyat, ahol személyes bizalmi viszony áll fenn a befektetővel. Röviden, ha valaki tud, akkor inkább családtaghoz vagy barátához fordul pénzügyi segítségért, minthogy formális finanszírozáshoz folyamodjék. A másik megoldás lehet, hogy a tulajdonos személyi kölcsönt, vagy jelzáloghitelt vesz fel a cég számára, így szintén kikerülhet a cég pénzügyi beszámolóinak tüzetes vizsgálata.

A hazai cégek finanszírozása más országokhoz képest viszonylag magas arányban támaszkodik informális csatornákra. Ilyenek a magánbefektetőktől, családtól, ismerősöktől kapott hitelek, illetve a tulajdonos által nyújtott pénzeszközök, és a kereskedelmi hitelek. Ezekről a finanszírozási ügyletekről azonban nem – még a kereskedelmi hitelekről sem – érhető el nyilvános információ. Sem a cégek könyveiből, sem más nyilvános forrásból nem lehet megbízható adatot szerezni ezen források költségeiről, nagyságrendjéről, feltételeiről, vagy kockázatairól.³⁴

³³ Emiatt gyakorlatilag az egész szektor értékelhetetlenné válik, ugyanis nem lehet megállapítani, mely cégek kozmetikáznak, és melyek nem. Így a bankok által használt, statisztikai módszereken alapuló scorecardok és scoresheetek csak vonalvezetőként szolgálnak a hiteljóváhagyásokhoz.

³⁴ Az egyetlen lehetséges információhoz jutási lehetőség, ha megkérdezzük magukat a cégeket. mint ahogyan a BEEPS [2005] felmérés tette.

4. Gerjesztenek-e a pénzpiacok „jó” kapitalizmust

A tanulmány utolsó részében arra keressük a választ, hogy a hazai finanszírozási piac hogyan hat a vállalkozások közötti tranzakciók természetére. Hogyan hat a pénzpiac működése az üzletfelek közötti bizalomra, az üzleti garanciák rendszerét képes-e erősíteni. Megvizsgáljuk, hogy a pénzpiaci intézmények képesek-e csökkenteni a tranzakciós költségeket, és így gördülékenyebbé tenni, megkönnyíteni az üzletkötést. Végül azt a kérdést is megválaszoljuk, hogy miképpen hatnak a pénzpiacok az értékteremtésre és a kockázatvállalási hajlandóságra, vagyis képesek-e segíteni az új vállalkozások indítását és a jó beruházási ötletek megvalósulását. Összefoglalva, ebben a fejezetben megnézzük, hogy a pénzügyi szektor mennyire hidalja át a kapitalizmus problémáit, vagy mennyire mélyíti azokat.

A pénzpiaci intézmények és termékek hagyományosan hatalmas eszköztárat kínálnak arra, hogy erősítsék az üzletkötés garanciáinak rendszerét. Az ismeretlenekkel szembeni bizalom kialakításában segíthet, ha a cég megbízható információkkal rendelkezik az üzleti partner pénzügyi, gazdasági helyzetét illetően. Ilyenek lehetnek a partner beszámolóiból kiolvasható pénzügyi információk, illetve különféle hitelminősítő és nyilvántartó intézményektől szerzett információk, amelyek a partner múltbeli teljesítéseit rögzítik. Segíthet még az informálódásban az a tény is, ha a partner rendelkezik valamilyen pénzügyi termékkel, például egy bankhitellel. A partner ezzel jelzést küldhet a cég számára, hogy van egy bank, amely szakértői módszerekkel megvizsgálta a fizetőképességét, és fizetőkészségét, és adott számára hitelt. Vagyis a cég megnyugodhat, az új partner megbízható, és megfelelő a pénzügyi helyzete, tehát lehet vele szerződni³⁵.

A pénzpiacok elvileg lehetőséget teremtenek arra is, hogy könnyítsék a cégek informálódását az új üzleti partnerekről, segítsék az ügyletek gördülékeny lebonyolítását, a szerződések kikényszerítését és a tartozások behajtását. A pénzpiac termékei segítséget nyújthatnak a cégeknek abban, hogy a szerződés megfelelő teljesítését biztosítsák, ehhez nyújt segítséget például a bankgarancia vagy az akkreditív. A hosszú fizetési határidők lerövidítéséhez a factoring alkalmazása a megoldás. A késedelmes követeléseket pedig erre szakosodott cégeknek adhatják el a vállalatok, megszabadulva így a pereskedéstől és a behajtási procedúra egyéb kellemetlenségeitől.

Végül, a „jó” kapitalizmusban a piaci környezet és az intézményrendszer megfelelően jutalmazza, elősegíti az értékteremtést, és a kockázatvállalást. Az ígéretes, nagy jövőbeli potenciállal bíró vállalkozások, a jó ötlet, és az egészséges mértékű kockázatvállalási kedv nagyobb eséllyel talál finanszírozóra.

Vegyük tehát sorra, hogy a pénzpiacok itt felsorolt eszköztára milyen mértékben áll az üzleti világ rendelkezésére, és a cégek mennyire képesek ezeket a lehetőségeket kihasználni.

4.1. Bizalom

A bankgaranciák, és egyéb pénzpiac által nyújtott biztosítékok, és kikényszerítési eszközök hatékony alkalmazása az üzleti életben alkalmas eszköz lenne arra, hogy növelje az üzleti bizalom szintjét a gazdaságban. Azonban ezeket az eszközöket viszonylag ritkán alkalmazzák, kiváltképp a kis értékű tranzakciókban. Ennek egyik oka lehet, hogy annyira költségesek az átlagos tranzakciók nagyságához képest, hogy a legtöbb cég nem is gondol alkalmazásukra³⁶. Másfelől állhat a háttérben a termékek egyfajta félreértése vagy nem értése (pl. factoring). Kivételt jelentenek a

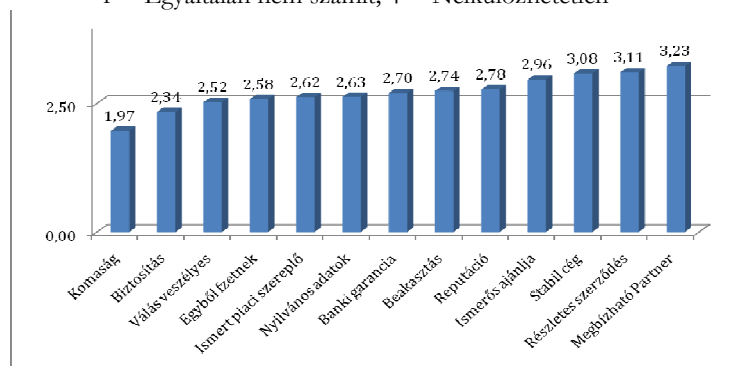
³⁵ Pontosán ez a logika működik, amikor az autókölcsönzők nem hajlandóak készpénzt elfogadni, hanem ragaszkodnak a hitelkártya használatához. Ugyanis a hitelkártya számukra azt bizonyítja, hogy az ügyfelet bankja eléggé megbízhatónak ítélte, a kölcsönző erre a megbízhatóságra épít.

³⁶ A mélyinterjúkban megkérdezetteknek csupán töredéke említette ezek sikeres alkalmazását.

mezőgazdasági cégek, amelyek a követelésbiztosítást gyakrabban alkalmazzák a tranzakcióik sikeres és biztonságos lebonyolítása érdekében³⁷.

33. ábra: Mely feltételek teljesülését tartja fontosnak, hogy egy üzlet sikerét biztosítsa?

1 = Egyáltalán nem számít; 4 = Nélkülözhetetlen



Forrás: *KapJel-08*

A *KapJel-08* felmérés eredményei azt mutatják, hogy a banki garancia a lehetséges sikertényezők középmezőnyében, a biztosítás a leggyengébbek között áll. Ráadásul a biztosítást inkább kevésbé sikeres eszköznek tartják.

A piaci intézményekbe vetett bizalmat úgy is növelhetné a pénzügyi rendszer, hogy ösztönzi a vállalkozásokat a tisztább könyvvitelre, ezáltal elősegítve a könnyebb információhoz jutást³⁸. A cégek igen nagy része árnyékban működik adózási, pénzügyi és foglalkoztatási szempontból. Ez csak részben jelenti azt, hogy a szürke vagy fekete gazdaságban tevékenykednek. A másik jelentése ennek a mondatnak az, hogy a cégek úgy működnek, hogy külső szemlélő számára a nyilvánosan hozzáférhető adatok alapján nem érthető, nem értékelhető a cég működése.

A cégek és tulajdonosaik pénzügyei több csatornán keresztül is összefolynak. A cég számára a tulajdonos vesz fel hitelt, ha a cég nem hitelképes. Sok esetben habár a cég a beszámolója alapján nincs jó helyzetben, attól még elképzelhető, hogy a tulajdonos nagy vagyona szükség esetén a cég rendelkezésére áll, vagyis a cégnek biztos pénzügyi bázisa van. A cégben elszámolható nagyon sok olyan költség, ami egyébként nem a cég működésével kapcsolatban, hanem a tulajdonos magánéletében merült fel. A vevőkövetelések és szállítói tartozások, illetve a házipénztár sorok különösen megbízhatatlan tételek, és annál megbízhatatlanabbak, minél nagyobb arányt képviselnek a számla nélküli bevételek.

A *KapJel-08* felmérés arra mutat rá (ld. 34. ábra), hogy a cég adófizetésének mértékét leginkább a könyvelő hozzáértése, és a vállalati teljesítmény határozza meg. Vagyis: az adott nyereségből és bérkifizetésekből mennyit tudnak leplezni. Némileg befolyásolhatja ezt, hogy az APEH éppen milyen rezsimit hirdetett, mi az, amit szigorúbban néznek. A vállalat hitelfelvételi tervei épp csak átkerültek a fontosabb kategóriába³⁹, ami azt jelzi, hogy a finanszírozók által támasztott elvárások a legtöbb esetben nem képesek legyőzni a cég adóelkerülési hajlandóságát⁴⁰.

³⁷ Mélyinterjúk alapján. Ennek magyarázata további kutatást igényelne. Valószínűleg az erre a magyarázat, hogy a mezőgazdasági üzletekben sokszor farkastörvények uralkodnak. Pl. az egyik mélyinterjúban beszámolt egy mezőgazdasági cég vezetője, hogy uszályal importált alapanyagot. Egyik alkalommal nem azonnal vette át, akkor elment az uszály, és búcsúzatott a pénztől, amit előre kifizetett.

³⁸ Meg kell jegyeznünk, hogy a pénzügyi piacok működésének ez nem elvárható lényegi eleme, inkább a működésükből fakadó melléktermék lehetne. Nem szeretnénk azt a látszatot kelteni, hogy a pénzügyi piacoknak bármiféle feladata vagy akár érdeke lenne a könyvelés tisztaságára rászorítani a vállalatokat.

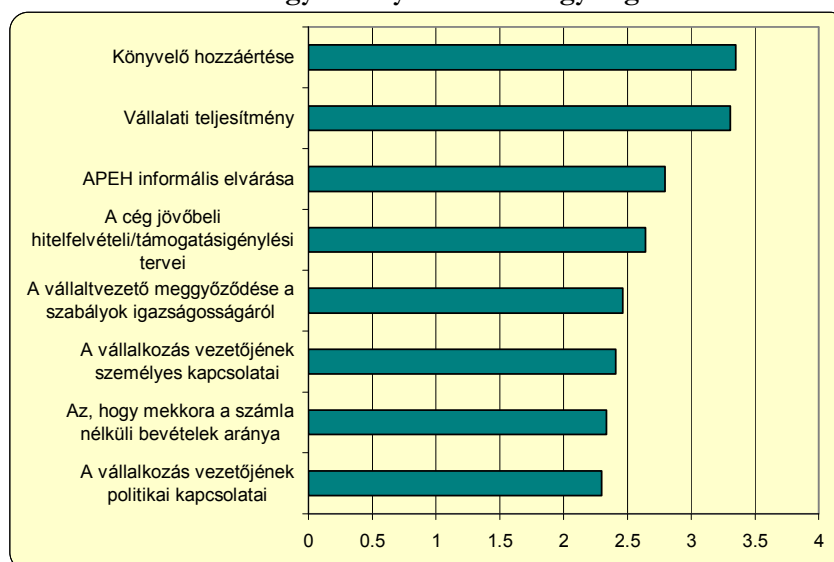
³⁹ 2,5 fölött inkább fontos, alatta inkább nem fontos.

⁴⁰ Ugyanakkor, ha a finanszírozás előkelőbb helyen szerepelne, akkor sem lehetnénk benne biztosak, hogy tisztább a könyvelés. Az is előfordulhatna, hogy a hitelezők meggyőzése érdekében magasabb nyereséget mutatnának ki a cégek; a beszámolók ugyanilyen megbízhatatlanok maradnának, csak a másik irányba torzítanának.

Az egyetlen finanszírozási forma, amely minden valószínűség szerint tisztábbá teszi a könyvelést, a kockázati tőke. Ez azonban annyira kevésbé elterjedt⁴¹, hogy valószínűleg nincs mérhető hatása.

Végül, de nem utolsósorban, a pénzpiachoz kapcsolódó piaci információs intézmények – így a különböző hitelnyilvántartó rendszerek, hitelminősítő intézetek – további lehetőséget teremtenének arra, hogy a vállalatok információkhoz jussanak az új partnereikről. E szolgáltatások hazai kínálata hiányos, emiatt csak részlegesen képes releváns és hiteles információval ellátni a vállalatokat.

34. ábra: Melyik tényezők a fontosabbak annak meghatározásában, hogy mennyi adót fizet egy cég?



Forrás: KapJel-08

Elmondhatjuk tehát, hogy a hazai pénzpiacnak kiváló eszközei vannak az üzletkötések és a behajtás facilitálására, azonban az esetek jelentős részében ezeket az eszközöket – különböző okok miatt – nem tudják vagy nem akarják az üzleti élet szereplői alkalmazni. Másrészt a beszámolók tisztaságán sem képes számottevően javítani a pénzvilág. Így a pénzpiac inkább alanya és elszenvedője, és nem annyira alakítója a hazai üzleti bizalom mértékének és jellegzetességeinek.

4.2. Költség

Ebben az alfejezetben áttekintjük, hogy milyen hatást gyakorolnak a pénzpiacok az üzletkötés költségeire.

Keresési és információs költségek

A pénzügyi adatok megbízhatatlansága megnehezíti és megdrágítja a cégek számára a tájékozódást az üzleti partnerről. Mint azt az előző fejezetben láthattuk, a pénzpiaci intézmények kismértékben ösztönzik a vállalkozásokat könyvelésük tisztábbá tételére, de alapjaiban nem eredményeznek e téren lényeges változást.

Elvileg az üzleti tájékozódásban az is segíthetné a vállalatokat, ha megnéznék: van-e bankhitele vagy egyéb formális pénzügyi eszköze a partnernek (ld. pl. *Voordeckers és Steijvers* [2006]). Ez megmutatná, hogy valamelyik erre szakosodott intézet a partnert elég megbízhatónak,

⁴¹ Éves szinten kevesebb, mint 100 ügylet.

a gazdasági helyzetét elég megfelelőnek találta arra, hogy hitelezze. Ez eligazíthatná az üzletkötés előtt álló feleket, némi képet kaphatnának a leendő partner hitelképességéről, megbízhatóságáról. Azonban a mélyinterjúkból kiderül, hogy igen ritka az a vállalkozó, aki az üzletkötés előtt ilyen mélységben tájékozódik az üzletfél pénzügyeiről. A megkérdezettek 37,5%-a inkább nem, vagy egyáltalán nem tartja fontosnak az üzlet sikeressége szempontjából, hogy megismerje az új partner nyilvánosan hozzáférhető pénzügyi adatait, amiből többek között az is kiderülne, hogy van-e a partnernek bankhitele.

Kikényszerítési és behajtási költségek

A factoring elméletileg nagyon jó piaci eszköz a kifizetetlen követelések behajtására. Gyakorlati jelentősége azonban csekély, mivel alacsony az elterjedtsége (ld. **Hiba! A hivatkozási forrás nem található.**), illetve néhány áruházlánc kifejezetten megtiltja a beszállítóknak, hogy ezt az eszközt alkalmazzák. A mögöttes szándék valószínűleg az, hogy megőrizték a beszállítókkal szemben fennálló hatalmi pozíciót⁴². A factoring alkalmazása valószínűleg a legmegfelelőbb eszköz lenne arra, hogy az eladó minél hamarabb – és a közvetlen konfliktust elkerülve, az üzleti kapcsolatot megőrizve – hozzájuthasson a pénzéhez.

A szerződések betartatásának és a behajtásnak a költségeit jelentős mértékben képesek csökkenteni az olyan pénzügyi szolgáltatások, mint a bankgarancia, a factoring vagy az követelésbiztosítás. Azonban az előzőekben láttuk, hogy ezeket az eszközöket jogi bizonytalanságok, költségmegtérülések, vagy akár hiányos ismeretek miatt ritkán alkalmazzák a vállalkozások, akkor is leginkább a nagyobb összegű tranzakcióknál. Vagyis a hazai kis-és középvállalkozások tipikus tranzakciói számára ezek a pénzügyi eszközök gyakorlatilag elérhetetlenek.

4.3. Értékteremtés

A hazai induló vállalkozások nehezebb finanszírozási helyzetben vannak, mint európai társaik. A formális banki és nem banki finanszírozáson túl a kockázatitőke-finanszírozásból is kiszorulnak, illetve a barátok, ismerősök finanszírozására is kevésbé számíthatnak. Ráadásul a halasztott fizetéseket is inkább a nagyobb, hosszabb idő óta fennálló, stabil cégek tudják igénybe venni. A fennálló kapcsolat illetve a rendelkezésre álló fedezetek banki hitelezésben betöltött jelentős szerepe megnehezíti a kisebb, fiatal cégek számára új ötleteik, növekedési terveik finanszírozását.

Mindezek ellenére nincs nagy lemaradásunk az induló vállalkozások arányát tekintve, azonban a vállalatok túlélési aránya nálunk az egyik legalacsonyabb.

Ugyanakkor lényeges itt is megemlíteni, hogy a hazai vállalatfinanszírozás nem feltétlenül az értékteremtést bátorítja.

Nem feltétlenül az jut finanszírozáshoz, aki jobb gazdasági teljesítményt tud felmutatni, vagy magasabb megtérülésű beruházást tud végrehajtani, hanem inkább azok a cégek, amelyeknek van ingatlanja, hosszabb ideje van banki kapcsolata, illetve a tulajdonosa nagyobb kapcsolati hálóval, több pénzzel vagy ingatlannal rendelkezik. Vagyis a pénzpiac arra ösztönzi a vállalkozót, hogy az értékteremtés mellett jelentős energiát áldozzon kapcsolatok, pozíciók kiépítésére, amelyek segítségével biztosíthatja a cég finanszírozását.

⁴² A mélyinterjúkban többen is arról számoltak be, hogy kifizetetlen követeléseikkel azért nem fordultak bírósághoz, mert attól tartottak, hogy nincs sem elegendő anyagi háttérük, sem megfelelő jogi ismeretük ahhoz, hogy megnyerjenek egy pert a vevővel szemben. Ugyanakkor szerették volna megőrizni az üzleti kapcsolatot is. Emiatt sokan kénytelenek voltak elfogadni a partner hosszas fizetési késedelmeit, legfeljebb időnként sürgetőleg telefonáltak neki.

5. Összefoglalás

A tanulmányban bemutattuk a hazai KKV finanszírozás formális és informális elemeit, összevetettük a hazai pénzügyi piacok jellemzőit a KapJel-08 felmérés megállapításaival.

A hazai kis- és középvállalkozások finanszírozásában jelentős szerepet tölt be a banki hitel és a lízing. A beruházások finanszírozásához meglepően magas arányban használnak rövid lejáratú (Széchenyi-kártya típusú) és ingatlanfedezetes hiteleket. Ugyanakkor általános a vállalkozások alultőkésítettsége, amit valószínűleg a tulajdonos által felhalmozott megtakarítások és az általa vagy családtagjai által felvett hitelek kompenzálnak. Viszonylag ritka a factoring és a családon kívüli ismerőstől kapott informális hitel alkalmazása.

A vállalatok finanszírozása szempontjából nem mellékes az a tény, hogy a cégek igen nagy része árnyékban működik adózási, pénzügyi és foglalkoztatási szempontból. Ez csak részben jelenti azt, hogy a szürke vagy fekete gazdaságban tevékenykednek. A másik jelentése ennek a mondatnak az, hogy a cégek úgy működnek, hogy külső szemlélő számára a nyilvánosan hozzáférhető adatok alapján nem érthető, nem értékelhető a cég működése. A cégek és tulajdonosaik pénzügyei több csatornán keresztül is összefolynak. A cég számára a tulajdonos vesz fel hitelt, ha a cég nem hitelképes. Sok esetben habár a cég a beszámolója alapján nincs jó helyzetben, attól még elképzelhető, hogy a tulajdonos nagy vagyona szükség esetén a cég rendelkezésére áll, vagyis a cégnek biztos pénzügyi bázisa van. A cégben elszámolható nagyon sok olyan költség, ami egyébként nem a cég működésével kapcsolatban, hanem a tulajdonos magánéletében merült fel. A vevő és szállító követelések, illetve a házipénztársorok különösen megbízhatatlan tételek, és annál megbízhatatlanabbak, minél nagyobb arányt képviselnek a számla nélküli bevételek.

A törvényi szabályozás számára, sok pénzügyi innováció, bonyolultabb pénzügyi szerződéses klauzula nem ismert, vagy nem teljesen tisztázott a jogszabályi háttér. Ez a helyzet a factoring esetében, amelyet a jogi háttér tisztázatlansága miatt nem szívesen alkalmaznak a hazai üzleti világ szereplői, cégek és finanszírozók egyaránt. A hiányosságok legélesebben a kockázatitőke-finanszírozás esetében jönnek elő, olyannyira, hogy a szerződésekkel el is kerülnek a hazai jogszabályokat, és a vitás kérdések esetére is legtöbbször angolai vagy luxemburgi választott bíróságot kötnek ki.

A jogszabályi háttér további lényeges elemei a gyenge befektetővédelem, és a csőd eljárások rossz hatékonysága. Ha ezeket figyelembe vesszük, valószínűleg teljesebb képet kapunk a hazai banki gyakorlatról. A KKV szektor banki hitelezésében a vállalat pénzügyi gazdasági helyzete helyett az ügyfél megbízhatóságáról, fizetőkészségéről szerzett információk hangsúlyosak. Míg az előbbiről megfelelő mélységű hitelinformációs rendszerek hiányában és a megbízhatatlan pénzügyi beszámolók miatt nehezebb megbizonyosodni, addig az utóbbiról a bank meggyőződhet meglévő ügyfélkapcsolat, hosszabb ügyféltörténet esetén. A fizetési hajlandóság kérdése azért is válhat hangsúlyossá a banki gyakorlatban, mert a hazai alacsony általános bizalmi szintnek megfelelően a bank ismeretlen ügyfélbe vetett bizalma is gyenge. A helyzet még ennél is rosszabb, ha figyelembe vesszük, hogy a bank számára rendelkezésre álló kikényszerítési eszközök sok esetben gyengék. A felszámolási eljárásból visszanyerhető összeg alacsony (A Doing Business felmérés alapján kb. 40%), azonban ez a szám egy viszonylag egyszerű esetre vonatkozik. A bonyolultabb esetekben számolni kell az ennél alacsonyabb megtérüléssel is, a tulajdonos vagyonmentő tevékenysége, és az esetleges hatósági szabálytalanságok és késlekedés miatt. Emiatt a bankok a „bizalmi termékekkel” szemben előnyben részesítik azokat a hiteleket, amelyeknek a fedezete könnyen érvényesíthető (pl. lízing), vagy legalábbis a hitelhez képest magas értékű (pl. jelzáloghitel).

A felmérés során 5 hazai kockázatitőke-befektetővel beszélünk, viszonylag egységesen rajzolódott ki a tőkefinanszírozás helyzete. Az általuk látott vállalkozások kb. 70%-a nem valós számokat tüntet fel a könyveiben. A befektető számára így nagy a kockázat, hogy a négy szemközt

bevallott „igazi” számok mennyire megbízhatóak. A létrejött ügyletek nyomán a cégek látható nyeresége általában legalább 20-30 %-kal megugrik, mivel a befektető általában tiszta könyvvitelt szeretne. Emiatt valószínűleg jó néhány finanszírozási tranzakció megghiúsul, mert a cég nem tudja kitermelni a finanszírozás adókölségét. Feltűnő a felek közötti bizalmatlanság az ügyletek során. A vállalkozások tulajdonosai félnak, hogy az életük munkájával létrehozott cég kicsúszik a kezükből. Ugyanakkor a befektetők általános meggyőződése, hogy a tulajdonosok velük szemben is „mutyiznak”, ügyeskednek, viszont a tulajdonosok menedzsment tudásával nincsenek megelégedve. Emiatt, illetve a gyenge befektetővédelem és a csődeljárások alacsony hatékonysága miatt igen sok esetben személyesen ellenőrzik a vállalat napi működését, ami valószínűleg igen nagy mértékben megnöveli a hazai kockázati tőke-finanszírozás monitoring költségeit.

A megkérdezett vállalatok válaszaiból kiderült, hogy halasztott fizetési lehetőséget inkább a nagyobb árbevételű, és a piaci erőfölénnyel rendelkező cégek kapnak. Ez a jelenség kevésbé ismert a kapitalista világban, ahol a beszállítóktól kapott fizetési haladék (kereskedelmi hitel) a kisebb, hitelképtelen cégek utolsó lehetősége, amit nagyobb, hitelképes üzleti partnereik biztosítanak számukra. Az erőfölény alkalmazása a halasztott fizetésekből átnyúlik a fizetési késedelmek területére. Sok iparágban (pl. építőipar) általánosan elfogadott gyakorlat a késve fizetés, mondhatjuk úgy, hogy ez a norma, ettől „jó” irányba eltérni nem kifizetődő a cégek számára.

Lényeges kitérni arra, hogy a vállalatfinanszírozás hazai gyakorlata jelenlegi állapotában mennyire segíti elő az értékteremtést, vagyis a vállalkozások indítását és a beruházásokat. A vállalkozások indításához formális finanszírozás aligha vehető igénybe, mivel a cégnek még nincs múltja, ami alapján értékelni lehetne a hitel visszafizetési képességét. Így a legtöbb országban a kockázati tőkére, magánszemélyek hiteleire és a tulajdonos saját forrásaira hagyatkozhatnak az induló cégek. Magyarországon az üzleti angyalok leginkább a növekedési szakaszban lévő cégekre és a kivásárlásokra fókuszálnak, induló cégeket szinte egyáltalán nem finanszíroznak. Nem jobb a helyzet az informális hitelezésben sem, így az induló vállalkozások leginkább a tulajdonos és családja megtakarításaira és hitelfelvételére támaszkodhatnak.

A vállalatok a beruházásaikat nagyobb részben rövid lejáratú hitelekkel, ingatlanfedezetes hitelekkel, vagy a tulajdonos által felvett kölcsönökkel finanszírozzák. Ennek a jelenségnek számos káros következménye van. Egyrészt a vállalatok kockázata sokkal magasabb, mivel a beruházás megtérülése általában több évet vesz igénybe, viszont a rövid lejáratú hitelt a bank nem biztos, hogy megújítja. A másik fontos negatívum, hogy míg a beruházási hitelek esetén a bank jelentős szakmai segítséget nyújt a vállalkozásnak a beruházás megtervezésében és esetleg kivitelezésében is, a nem beruházási hitel esetében ettől elesik a vállalat. Nem kedvez a vállalkozási kedvnek az a jelenség sem, hogy nem az kap hitelt, akinek jó ötlete van, hanem akinek ingatlanja.

A hazai KKV finanszírozás körülményeit és szerkezetét a bizalmi infrastruktúra helyzete és a jogszabályi, intézményi háttér állapota jól magyarázza. A hazai pénzügyi piacokat igen sokféle szinten és mélységben érinti és befolyásolja a kapitalizmusunk működése, az emberek gondolkodása, beidegződései, életszemlélete. Ugyanakkor azt látjuk, hogy a pénzügyi piacok kevésbé képesek a kapitalizmus hiányosságait orvosolni, a szakadékokat áthidalni.

Az általános bizalom megteremtésére alkalmas pénzügyi eszközök (pl. faktoring, garancia) a jogszabályok vagy egyéb okok (pl. a szolgáltatás ára) miatt nem működnek a kis és közepes vállalkozások számára. A pénzügyi piacot is kiszolgáló egyéb intézmények (pl. hitelminősítő cégek, pozitív adóslista), amelyek információval láthatnák el az egymással szerződni készülő üzletfeleket, egy-két kivételtől eltekintve hiányoznak a hazai kínálatból. A finanszírozók nem képesek a cégeket rákényszeríteni a tiszta könyvelésre, emiatt a beszámolók sem nyújthatnak segítséget az üzleti bizalom kialakításához.

Míndezebből azt látjuk, hogy inkább a pénzügyi piacok alkalmazkodnak a körülményekhez (pl. lízing alkalmazása bankhitel helyett a bizalomhiányos környezetben), nem pedig azok belső, „kapitalista” logikája terjed tova a gazdaságban (pl. nyomásgyakorlás a piaci szereplőkre a tiszta könyvvitel érdekében).

Nem is várhatjuk el a pénzpiacoktól, hogy az árral szembe menve, saját anyagi érdekeik ellenében valamiféle idealista logikától vezérelve „megjavítsák” a kapitalizmust. A megállapítás mélyebb tartalma inkább az, hogy a megfigyelt tények ismeretében nem gondolhatjuk, hogy a hazai kapitalizmus állapota mindenféle erőfeszítés nélkül, magától javulni fog, mert a piac úgyszólván kikényszeríti. Nem, ez nem igaz. Sok olyan intézmény átalakítására vagy létrehozására van szükség, amely megteremti a kapitalista finanszírozás alapjait.

Mindenekelőtt szükség van a befektetők jogainak erősítésére, a felszámolási és végrehajtási eljárások reakcióidejének drasztikus csökkentésére és hatékonyságának fokozására, piaci információs intézmények (pozitív adóslista, credit bureau) létrejöttének bátorítására, a pénzügyi fogalmak és innovációk pontos és rugalmas jogszabályi lekövetésére. Csak így remélhetjük, hogy a hazai vállalatfinanszírozási gyakorlat a jó teljesítményt, a tenni akarást és az egészséges mértékű kockázattal fogja támogatni.

A tanulmány megállapításainak két fontos további konklúzióját látjuk. Az egyik, hogy az induló és növekedő vállalatok finanszírozásának esélyei hazánkban sokkal alacsonyabbak, mint máshol az EU-ban. Ebben az a szomorú, hogy ez igaz azokra a cégekre is, amelyek megpróbálnak tiszta könyveléssel talpon maradni, vállalva annak minden hátrányát és kellemetlenségét. Vagyis ezek a cégek a költségversenyben saját hazai versenytársaikkal szemben maradnak alul, míg finanszírozásban nemzetközi vetélytársaik körözik le őket. Ez erős ellenérdekeltséget alakít ki a tiszta könyvelésre való áttéréssel szemben. Vagyis a probléma külső beavatkozás nélkül tartósan is fennállhat.

A másik következmény gazdaságpolitikai jellegű. Azáltal, hogy a cégek igen nagy része nemcsak adózási, de finanszírozási szempontból is árnyékban van, a helyes gazdaságpolitikai beavatkozás esélye minimális. Ugyanis ezen cégek pénzügyi helyzetéről, működéséről, erősségeiről és igényeiről szinte lehetetlen megbízható információt szerezni⁴³. Így a gazdaságpolitika és a törvényhozás minden jó szándéka ellenére sem valószínű, hogy optimális döntéseket tud hozni a vállalkozások érdekében.

⁴³ Az információszerezés legmegbízhatóbb útja az, ha személyes interjúkban megkérdezzük a vállalkozókat, hogy mire van szükségük (intézmények, jogrendszer, finanszírozási formák, állami beavatkozások stb.). Arra azonban számítani kell, hogy válaszaik természetesen nem lesznek objektívek, érdekmentesek.

Felhasznált irodalom

- Aghion, Philippe, Patrick Bolton: *An Incomplete Contracts Approach to Corporate Bankruptcy*. Review of Economic Studies 59, 473-494. 1992
- Balás Gábor: *Az adórendszer hatása a vállalkozás szabadságára*. Közjő és Kapitalizmus Intézet Műhelytanulmányok, No 16.
- Bankárképző: *A kis- és középvállalkozások finanszírozási forrásainak alakulása, a forrásbevonást befolyásoló tényezők 2005-2007*. 2008. november 20.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç Kunt, Vojislav Maksimovic: *Financing patterns around the world: Are small firms different?* Journal of Financial Economics 89 (2008) 467–487
- BÉT: *Összefoglaló a Budapesti Értéktőzsde 2007-es évről*. [2008]
- Bethlendi András, Czeti Tamás, Krekó Judit, Nagy Márton, Palotai Dániel: *A magánszektor devizabitelezésének mozgatórugói*. MNB Háttér tanulmányok 2005/2
- Bilek Péter, Borkó Tamás, Czákó Veronika, Pellényi Gábor: *A mikro-, kis-, és középvállalkozások külső forrásbevonásának alakulása 2000-2005 között*. ICEG Munkafüzet 19. 2006 április 25.
- Bose, Pinaki: *Formal–informal sector interaction in rural credit markets*. Journal of Development Economics Vol. 56 1998. 265–280
- Business Environment and Enterprise Performance Survey. (BEEPS) 2005.
<http://www.ebrd.com/country/sector/econo/surveys/beeps.htm>
- Claessens, S., Djankov, S., Lang, L.: *The separation of ownership and control in East Asian corporations*. Journal of Financial Economics 58, 81–112. 2000
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., Lang, L.: *Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings*. Journal of Finance 57, 2379–2408. 2002.
- Csire András: *Boldogtalan kapitalizmus? A mai magyarországi társadalom értékpreferenciáinak néhány jellemzője*. Megjelent: Kapitalista elvárások c. kötetben. Közjő és Kapitalizmus Intézet Alapítvány. 2009
- Djankov, Simeon, Caralee McLiesh, Andrei Shleifer: *Private Credit in 129 Countries*. 2006. Journal of Financial Economics 84 (2007) 299–329
http://www.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/files/priv_credit_jfe.pdf
- Doing Business: *Doing Business – Measuring business regulations*. 2008.
<http://www.doingbusiness.org/economyrankings/>
- Eurobarometer: *Social Capital*. 2005. február
- European Corporate Governance Network (ECGN): *The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries Preliminary Report to the European Commission*, Vols. 1–4. 1997.
- European Corporate Governance Network, Brussels.
- EVCA: *Central and Eastern Europe Statistics 2007*. European Private Equity and Venture Capital Association. 2008 September. <http://hun.hvca.hu/images/stories/cee07.pdf>
- Fafchamps, Marcel: *Trade Credit in Zimbabwean Manufacturing*. World Development, Vol. 25, No. 5, pp. 795-815, 1997
- FESE: *Federation of European Securities Exchanges honlapja*. 2009. február 18.
<http://www.fese.be/en/?inc=art&id=3>
- GEM: William D. Bygrave, Mark Quill: *Global Entrepreneurship Monitor. Financing Report 2006*. 2007
- Giné, Xavier: *Access to Capital in Rural Thailand: An Estimated Model of Formal vs. Informal Credit*. The World Bank. 2004
- GKM: *Piac, növekedés, finanszírozás. (Kérdőív felmérés kis-és közepes vállalkozásokról)*. Vállalkozásfinanszírozási Főosztály 2007. december

Granovetter, Mark: *The Impact of Social Structure on Economic Outcomes*. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 19, No. 1 (Winter, 2005), pp. 33-50

Guiso, Luigi, Paola Sapienza, Luigi Zingales: *The Role of Social Capital in Financial Development*. The American Economic Review, Vol. 94, No. 3 (Jun., 2004), pp. 526-556

Hart, Oliver, John Moore: *A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital*. Quarterly Journal of Economics 109, 841-879. 1994

Hart, Oliver, John Moore: *Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt*. Quarterly Journal of Economics 113, 1-42. 1998

Hoff K.J. Stiglitz: *Imperfect Information and Rural Credit Markets: Puzzles and Policy Perspectives*. In: K. Hoff, A. Braverman, and J. Stiglitz (szerk): *The Economics of Rural Organization: Theory, Practice, and Policy*, 33–52 old., New York, N.Y., 1993. Oxford University Press for the World Bank

HVCA (Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület): *A magyar kockázati és magántőke piac fejlődése 2007*. 2008. május <http://hun.hvca.hu//images/stories/hvca07.pdf>

Johnson, Simon, John McMillan, Christopher Woodruff: *Contract enforcement in transition*. EBRD Working Paper Nr. 45. 1999.

Kumar, K., Rajan, R., Zingales, L.: *What determines firm size?* NBER Working Paper 7208, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. 1999.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny: *Legal determinants of external finance*. Journal of Finance 52, 1131–1150. 1997

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer: *Corporate ownership around the world*. Journal of Finance 54, 471–517. 1999

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny : *Agency problems and dividend policies around the world*. Journal of Finance 55, 1–33. 2000

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny: *Investor Protection and Corporate Valuation*. The Journal of Finance • vol. LVII, No. 3 June 2002.

Magyar Faktoing Szövetség. <http://www.faktoringszovetseg.hu/html/hirek.html>

Makó Ágnes: *KKV Körkép – 2007. október: A kis- és közepes vállalkozások üzleti helyzete, tartozásai és a forint erősödésére adott reakciói*. MKIK Gazdaság- és Vállalkozáselemző Intézet (GVI) 2007. december

Makó Ágnes: *KKV Körkép – 2008. július: A kis- és közepes vállalkozások üzleti helyzete és vélemények gazdasági és politikai környezetükről*. MKIK Gazdaság- és Vállalkozáselemző Intézet (GVI) 2008. szeptember

Mateut, Simona, Spiros Bougheas, Paul Mizen: *Trade credit, bank lending and monetary policy transmission*. European Economic Review 50 (2006) 603–629

McMillan, John, Christopher Woodruff: *Interfirm Relationships and Informal Credit in Vietnam*. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 114, No. 4 (Nov., 1999), pp. 1285-1320

Mérő Katalin, Zsámboki Balázs, Nagyné Vas Erzsébet, Árvai Zsófia, Tóth Áron, Móré Csaba, Vígh-Mikle Szabolcs: *Tanulmányok a bankszektor középtávú fejlődési irányairól*. MNB 2002. október

MNB: *Felmérés a hitelezési vezetőik körében a bankok hitelezési gyakorlatának vizsgálatára*. Magyar Nemzeti Bank 2008. szeptember

Nenova, T.: *The value of a corporate vote and private benefits: a cross-country analysis*. Nem publikált munkaanyag, Harvard University, Cambridge, MA. 1999

Porter, Michael E., Klaus Schwab: *The Global Competitiveness Report 2008-2009*. World Economic Forum.

<http://www.weforum.org/en/initiatives/gcp/Global%20Competitiveness%20Report/index.htm>

Shane, Scott, Daniel Cable: *Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures*. Management Science, Vol. 48, No. 3 (Mar., 2002), pp. 364-381

- Shleifer, Andrei: *Professor Andrei Shleifer's Data Sets*. 2008. december
<http://www.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/dataset>
- Shleifer, Andrei, Daniel Wolfenzon: *Investor protection and equity markets*. Journal of Financial Economics 66 (2002) 3–27
- Stiglitz, Joseph, Andrew Weiss: *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*. American Economic Review 71, 393-410. 1981
- Szepesi Balázs, Szabó-Morvai Ágnes: *A bizalom infrastruktúrája – a vállalkozások együttműködésének biztosítékai Magyarországon*. Közjó és Kapitalizmus Intézet Műhelytanulmányok, No 17
- Townsend, Robert: *Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification*. Journal of Economic Theory 21, 265-293. 1979
- Világgazdaság: Előterbe kerülhet a faktoring. 2008-11-18
<http://vg.hu/nyomtat.php?cikk=248928>
- Voordeckers, Wim, Tensie Steijvers: *Business collateral and personal commitments in SME lending*. Journal of Banking & Finance 30 (2006) 3067–3086
- Wurgler, J.: *Financial markets and the allocation of capital*. Journal of Financial Economics 58, 187–214. 2000
- Zak Paul J., Stephen Knack: *Trust and Growth*. The Economic Journal, Vol. 111, No. 470 (Apr., 2001), pp. 295-321
- Zingales, L.: *The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange*. The Review of Financial Studies 7, 125–148. 1994

Mellékletek

1. Melléklet

A KapJel-08 kérdéssora

Tisztelt Hölgyem/Uram!

Köszönöm, hogy időt szakít a kérdőív kitöltésére. Kérem, figyelmesen olvassa el a kérdéseket, és jelölje be azt a választ, amelyik a legközelebb áll az Ön véleményéhez. Lehetőleg minden kérdésre válaszoljon.

A válaszait bizalmasan kezeljük. Harmadik fél nem férhet hozzá a válaszokhoz. A feleletekhez tartozó személyi azonosítót semmilyen adatbázisban nem tároljuk, és nem adjuk át senkinek. Személyes adatait nem használjuk fel semmilyen reklám-és egyéb üzleti célokra.

1. Mi a vállalat fő tevékenysége?
.....
2. Ön milyen pozícióban van a cégnél?
 - a. tulajdonos és ügyvezető
 - b. ügyvezető, de nem tulajdonos
 - c. tulajdonos, aki a cég irányításában nem vesz részt
 - d. alkalmazott középvezetői beosztásban
 - e. alkalmazott
3. Részt vesznek-e a tulajdonosok napi szinten a cég irányításában?
 - a. Igen, a tulajdonos egyben a cég vezetője
 - b. Nem, a magyar tulajdonos(ok) nem szól(nak) bele a napi irányításba
 - c. Nem, a külföldi tulajdonos(ok) nem szól(nak) bele a napi irányításba
4. Hány ember dolgozik a cégnél?
.....fő
5. Mekkora volt a cég árbevétele 2008-ban?
 - a. 25 millió Ft alatt
 - b. 25-50 millió Ft
 - c. 50-100 millió Ft
 - d. 100-500 millió Ft
 - e. 500 millió-1 milliárd Ft
 - f. Több, mint 1 milliárd Ft
6. Becslése szerint hogyan fog cége árbevétele változni 2009-ben a 2008-ashoz képest?
 - a. kiemelkedő növekedés várható (több mint 20 %-kal)
 - b. jelentősen nőni fog (legalább 10-20 %-kal)
 - c. nőni fog (0-10 %-kal)
 - d. Ugyanannyi marad (0%)
 - e. Enyhén csökken (1-10%)
 - f. Közepesen csökken (11-25%)
 - g. Erősen csökken (26-50%)
 - h. Extrém mértékben csökken (51-99%)

7. Kérem, az alábbiak közül jelölje meg mindazokat a finanszírozási formákat, illetve banki, biztosítási szolgáltatásokat, amelyeket a cége az elmúlt öt évben igénybe vett. Több választ is megjelölhet.
- Banki finanszírozás, garancia (pl. hitel, kölcsön, garancia, akkreditív, faktoring, lízing stb.)
 - Nem banki intézménytől finanszírozás (pl. lízing, faktoring, stb.)
 - Biztosítás (pl. árbevétel biztosítás, hitelbiztosítás stb.)
 - Ismerőstől, rokontól kölcsön
 - Üzleti partnertől halasztott fizetési lehetőség
 - Állami fejlesztési forrás, állami fejlesztési hitel
 - Egyik sem, kizárólag saját forrásokat használt fel

8. Mennyire ért egyet az alábbi állításokkal?

| | egyáltalán nem igaz | inkább nem igaz | inkább igaz | teljesen igaz |
|---|------------------------|--------------------|----------------|------------------|
| Ritkán jár eredménnyel, ha az üzleti vitákat a bíróság elé viszi valaki. | | | | |
| Több halasztott fizetési lehetőséget adok a vevőimnek, mint amennyit én a beszállítóimtól kapok. | | | | |
| Elhagynám a bevált vevőmet/szállítómat, ha egy teljesen ismeretlen másik cég 10%-kal kedvezőbb ajánlatot tenne. | | | | |
| Ha alig van más megbízásom, akkor olyannal is kötök üzletet, akivel amúgy nem állnék szóba (mert rossz híre van, megbízhatatlan stb). | | | | |
| A hatóságok nem a szabályok betartatásáért dolgoznak, a behajtható büntetés összegére koncentrálnak. | | | | |

9. Melyik tényezők a fontosabbak annak meghatározásában, hogy mennyi adót fizet egy cég?

Kérem, értékelje a következő tényezők jelentőségét!

| | Egyáltalán nem számít | Nem igazán számít | Inkább fontos | meg- határozó |
|---|--------------------------|----------------------|------------------|------------------|
| Vállalati teljesítmény | | | | |
| Könyvelő hozzáértése | | | | |
| APEH informális elvárása | | | | |
| A vállalkozás vezetőjének személyes kapcsolatai | | | | |
| A vállalkozás vezetőjének politikai kapcsolatai | | | | |
| Az, hogy mekkora a számla nélküli bevételek aránya | | | | |
| A vállaltvezető meggyőződése a szabályok igazságosságáról | | | | |
| A cég jövőbeli hitelfelvételi/támogatásigénylési tervei | | | | |

10. Mennyire ért egyet az alábbi állításokkal?

| | egyáltalán nem igaz | inkább nem igaz | inkább igaz | teljesen igaz |
|--|------------------------|--------------------|----------------|------------------|
| Az adórendszer bünteti azokat, akik tisztességesen szeretnének vállalkozni. | | | | |
| Akinek a vállalkozása már elég nagy, annak sokkal több legális adócsökkentési lehetőséget ad az adórendszer, mint akinek a vállalkozása kicsi. | | | | |
| Az adózás alóli kibújás nem bűn, hanem kényszer a vállalkozásoknak. | | | | |
| Magyarországon az adózás csak azoknak a cégeknek nem okoz gondot, akik az adófizetés terheinek nagy részét a szállítóira tudják áthárítani. | | | | |
| Az adóhatóság az adószabályokat kényszerből megsértőkkel méltányosabb, mint a nyereszkeedésből tisztességtelenül adózókkal. | | | | |
| Egy cég üzleti tisztességét megkérdőjelezi, ha adószabálysértésért megbüntetik. | | | | |
| Aki az adószabályok miatt egy adóparadicsomba viszi át vállalkozását, vagy annak egy részét, az tisztességtelen. | | | | |
| A vállalkozásom által befizetett adót a költségvetés jól használja fel. | | | | |
| Ha kisebb lenne az adó, és így kevesebb is lenne az állam által nyújtott szolgáltatás, akkor kiderülne, hogy az emberek sokkal jobb célokra tudják fordítani a pénzt, mint az állam. | | | | |

11. Mennyire ért egyet az alábbi állításokkal?

| | egyáltalán nem igaz | inkább nem igaz | inkább igaz | teljesen igaz |
|---|------------------------|--------------------|----------------|------------------|
| Az alkalmi munkást nem érdemes bejelentve alkalmazni. | | | | |
| Az én szektoromban működő cégek jelentős része adna munkát alacsonyan képzett embereknek, ha egyszerűbb lenne a munkaügyi szabályozás, és alacsonyabbak lennének a bérek állami terhei. | | | | |
| A magas adó és járulékkerhek miatt a cég bővítésének kockázatosabb módja egy új embert felvenni, mint új gépeket beszerezni. | | | | |

12. Melyik feltételek teljesülését tartja fontosnak, hogy egy üzlet sikerét biztosítsa?

| | Egyáltalán nem számít | Nem olyan lényeges | Fontos | Nélkülöz- hetetlen |
|--|--------------------------|--------------------------|--------|-----------------------|
| Részletes írásbeli szerződést kötünk. | | | | |
| A potenciális üzletfél már tisztességesen viselkedett velem az eddigi üzlet(ek) során. | | | | |
| Ismerőseim szerint a potenciális üzletfél megbízható partner. | | | | |
| A potenciális üzletfél jól ismert piaci szereplő. | | | | |
| A potenciális üzletfél személyes jó barátom, rokonom. | | | | |
| A nyilvánosan hozzáférhető adatai (mérlegek, cégbírószági adatok stb.) alapján elfogadható számomra. | | | | |
| Amíg a potenciális üzletfél nem teljesít, meg tudom akadályozni a teljesítem használhatóságát. | | | | |
| A partner cég hosszú idő óta stabilan működik. | | | | |
| Érzékenyen érintené üzleti partneremet, ha megszakítanám vele az üzleti kapcsolatot. | | | | |
| Rossz teljesítés, nem fizetés esetén az üzleti partnerem elvesztené piaci megbízhatóságát és megrendeléseit. | | | | |
| Az üzletre biztosítást kötök. | | | | |
| Annyit teljesítek, amennyit a másik fél már kifizetett vagy letétbe tett. | | | | |
| A potenciális üzletfél teljesítésre banki garanciát vagy más hasonlóan erős biztosítékot ad. | | | | |

13. Ön szerint mitől függ, hogy ön vagy üzletfele keres-e többet egy üzleten?

| | egyáltalán nem számít | inkább nem számít | inkább számít | számít |
|---|-----------------------------|-------------------------|------------------|--------|
| Az jár jól, aki ügyesebben tud túljárni a másik eszén. | | | | |
| Mindig az a van jobb pozícióban, akinél a pénz van. | | | | |
| Minél nagyobb valaki, annál jobb alkut tud kötni. | | | | |
| Ha valaki mindig tisztességesen teljesít, többet tud keresni. | | | | |
| Az keres jól, aki nélkülözhetetlen vevő, szállító. | | | | |
| Az nyer többet egy üzleten, akinek jó hivatali, politikai kapcsolatai vannak. | | | | |
| Az keres többet, aki többet kockáztat egy üzletben. | | | | |
| Az keres többet, aki többet és jobban dolgozik. | | | | |

14. Jelölje be, hogy mennyire ért egyet az alábbi állításokkal!

| Annál hosszabb fizetési határidőben állapodunk meg az üzleti partneremmel, minél... | egyáltalán nem igaz | inkább nem igaz | inkább igaz | teljesen igaz |
|--|------------------------|--------------------|----------------|------------------|
| ... nagyobb piaci erővel rendelkezik hozzám képest. | | | | |
| ... jobb hírneve van a szakmában. | | | | |
| ... régebb óta állunk kapcsolatban. | | | | |
| ... jövedelmezőbb lehet számomra a jövőben az üzleti kapcsolatunk. | | | | |
| ... erősebb baráti, rokoni a kapcsolat közöttünk. | | | | |

15. Mennyire sikeresek a következő eljárások, ha egy üzleti partner hosszú késés után sem fizeti ki teljesen?

| | egyáltalán nem használ | inkább nem használ | sokszor használ | mindig használ |
|-----------------------------------|------------------------------|--------------------------|--------------------|-------------------|
| Telefonálgatás | | | | |
| A teljesítés leállítás | | | | |
| még egy tárgyalás | | | | |
| perrel, felszámolással fenyegetés | | | | |
| Szerződésmódosítás, átütemezés | | | | |

| | | | | |
|--|--|--|--|--|
| A követelés értékesítése | | | | |
| A követelés bírósági érvényesítése | | | | |
| felszámolási eljárás indítása | | | | |
| komoly befolyással, tekintéllyel rendelkező közvetítők felkérése a közbenjárásra | | | | |
| fizikai kényszerítés, az adós ingóságainak lefoglalása | | | | |

16. Mennyi határidőre ki nem fizetett követelése van jelenleg a 2008. évi árbevételéhez képest?

- 0%
- 1-2 %
- 2-5 %
- 5-10%
- 10-50%
- Több mint 50%

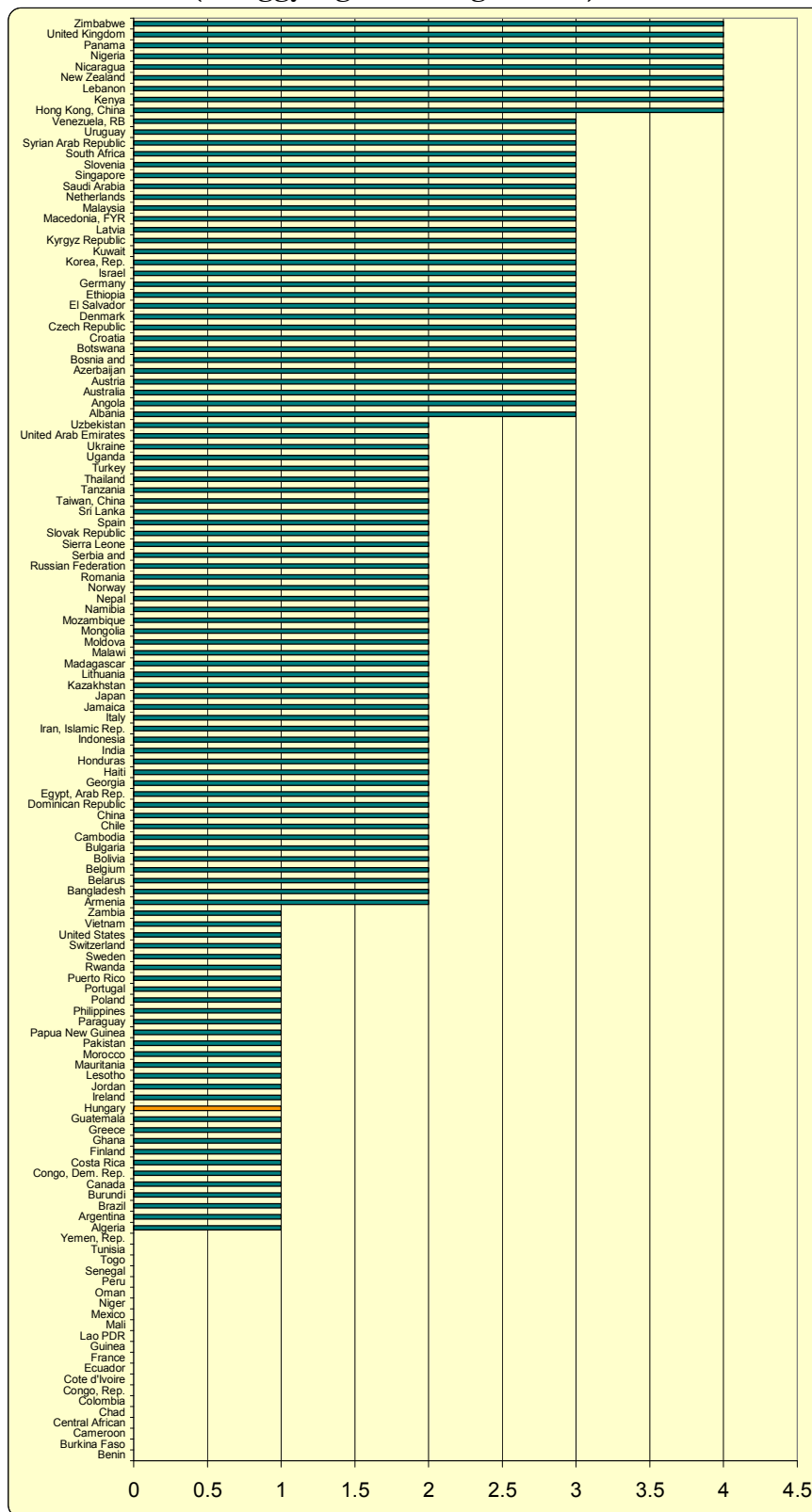
17. Az önök ágazatában melyik tényezők határozzák meg, hogy egy cég túléli-e a válságot?

| A válságot az én iparágamban azok a cégek fogják túlélni, amelyek ... | Egyáltalán nem számít | inkább nem számít | fontos | meghatározó |
|--|-----------------------|-------------------|--------|-------------|
| ... tisztességes, megbízható partnerként viselkednek. | | | | |
| ... minél több üzletfelet tudnak átvérni. | | | | |
| ... méretük miatt diktálni tudják a feltételeket. | | | | |
| ... képesek lesznek megújulni, valamilyen többletet kínálni a vevőiknek. | | | | |
| ... stabil szövetségesei, üzleti partnerei vannak. | | | | |
| ... ügyesen tudnak majd adót csalni, spórolni a szabályok betartásán. | | | | |
| ... megmaradnak a banki kapcsolatai, van felhalmozott készpénztartalékuk, vagy pénzügyi segítséget tudnak kérni ismerőseiktől. | | | | |
| ... hatékonyabbak: olcsóbbak és rugalmasabban alkalmazkodnak a piaci igényekhez. | | | | |

Köszönjük, hogy válaszolt kérdéseinkre. Amennyiben kívánja a kérdőíves felmérésből készülő elemzést eljuttatjuk Önhöz.

2. Melléklet

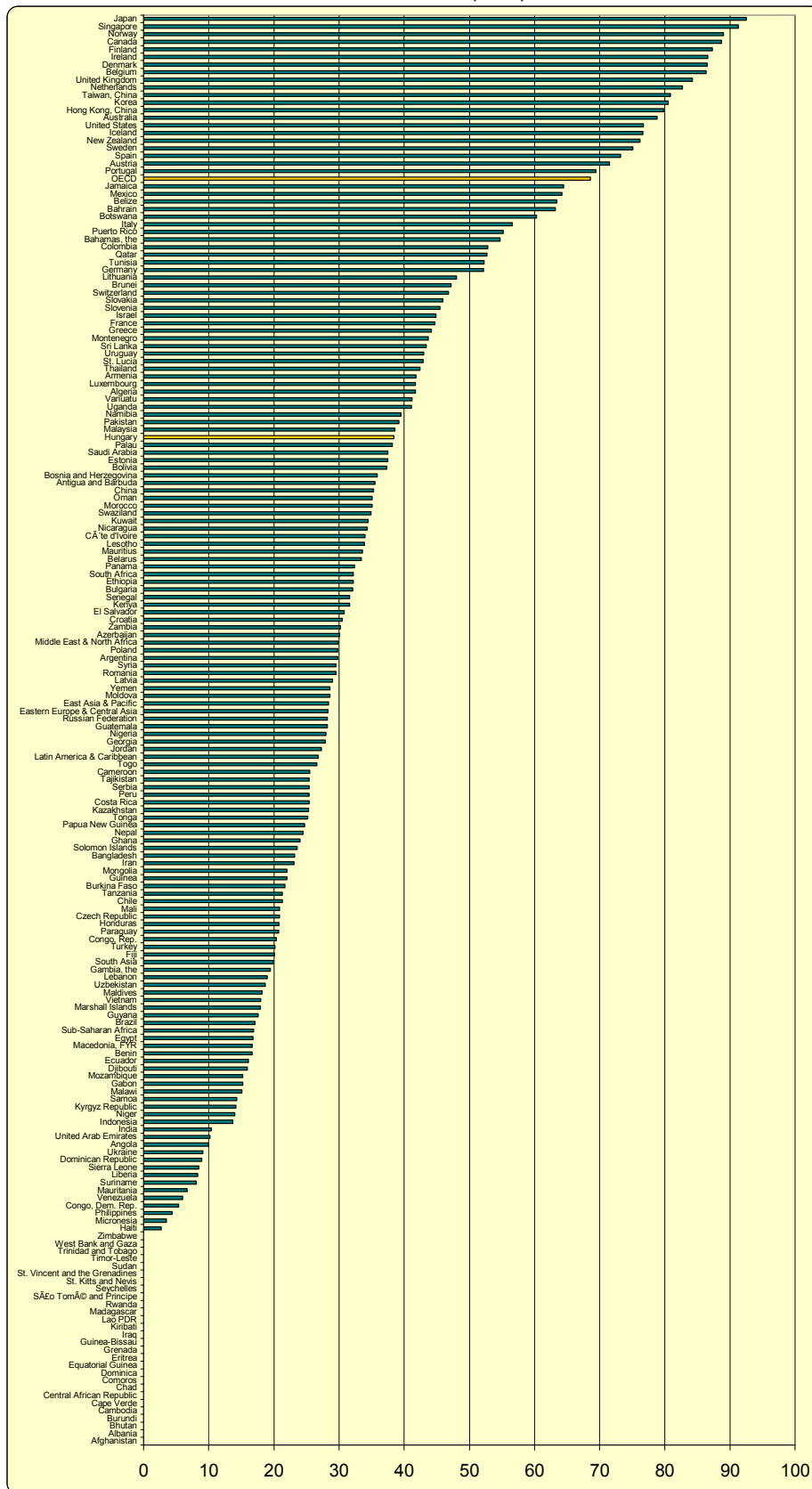
35. ábra: Hitelezők jogainak erőssége 133 országban
(0=leggyengébb; 4=legerősebb)



Forrás: Djankov et al. [2007]; Shleifer [2008]

3. Melléklet

36. ábra: Csődeljárás megtérülése (%)
(2008)

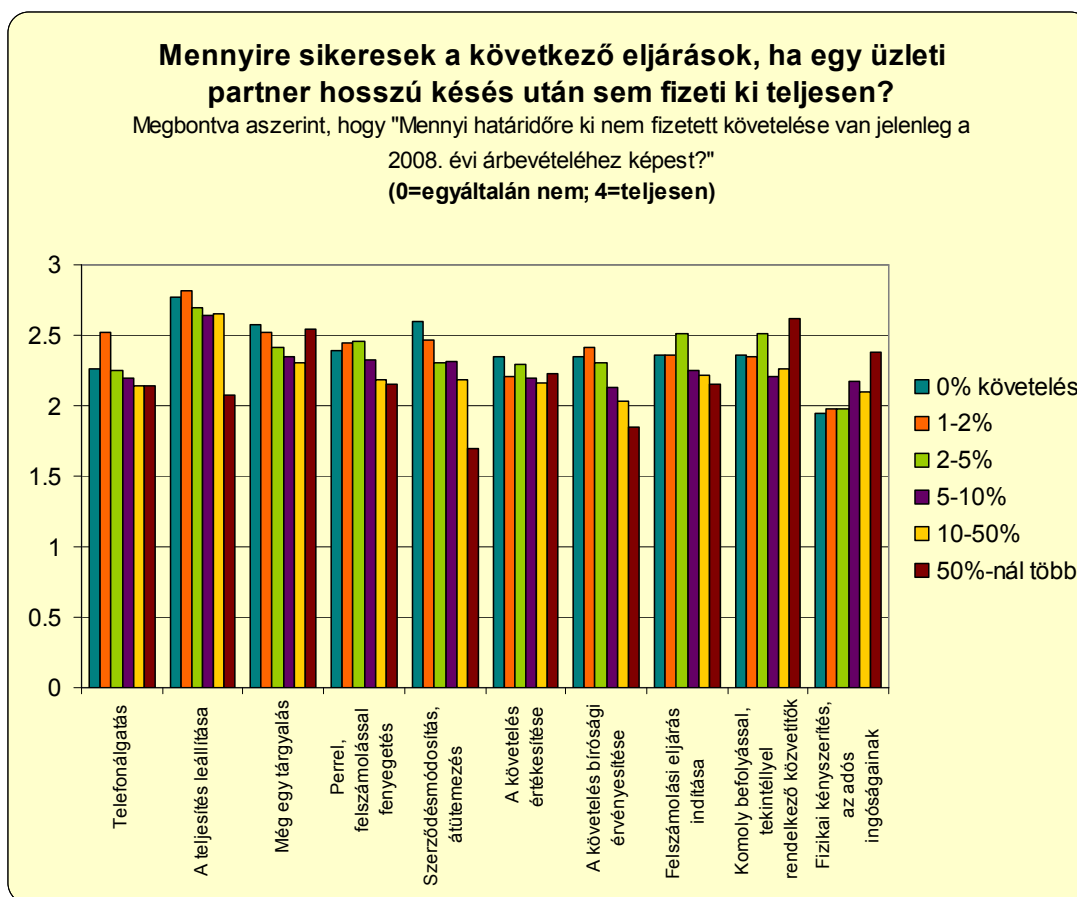


4. Melléklet

| Időszak | Alap | Bevételek | Költségek | Működési eredmény | Működési költségvetés | Állomány | Összesítés |
|------------|--------------|---------------|---------------|-------------------|-----------------------|--------------|---------------|
| 2013. | 420 000 000 | 1 250 000 000 | 900 000 000 | 350 000 000 | 1 000 000 000 | 420 000 000 | 1 750 000 000 |
| 2014. | 440 000 000 | 1 300 000 000 | 920 000 000 | 380 000 000 | 1 020 000 000 | 440 000 000 | 1 780 000 000 |
| 2015. | 450 000 000 | 1 350 000 000 | 950 000 000 | 400 000 000 | 1 040 000 000 | 450 000 000 | 1 810 000 000 |
| 2016. | 460 000 000 | 1 400 000 000 | 980 000 000 | 420 000 000 | 1 060 000 000 | 460 000 000 | 1 840 000 000 |
| 2017. | 470 000 000 | 1 450 000 000 | 1 000 000 000 | 450 000 000 | 1 080 000 000 | 470 000 000 | 1 870 000 000 |
| 2018. | 480 000 000 | 1 500 000 000 | 1 020 000 000 | 480 000 000 | 1 100 000 000 | 480 000 000 | 1 900 000 000 |
| 2019. | 490 000 000 | 1 550 000 000 | 1 040 000 000 | 510 000 000 | 1 120 000 000 | 490 000 000 | 1 930 000 000 |
| 2020. | 500 000 000 | 1 600 000 000 | 1 060 000 000 | 540 000 000 | 1 140 000 000 | 500 000 000 | 1 960 000 000 |
| 2021. | 510 000 000 | 1 650 000 000 | 1 080 000 000 | 570 000 000 | 1 160 000 000 | 510 000 000 | 1 990 000 000 |
| 2022. | 520 000 000 | 1 700 000 000 | 1 100 000 000 | 600 000 000 | 1 180 000 000 | 520 000 000 | 2 020 000 000 |
| 2023. | 530 000 000 | 1 750 000 000 | 1 120 000 000 | 630 000 000 | 1 200 000 000 | 530 000 000 | 2 050 000 000 |
| 2024. | 540 000 000 | 1 800 000 000 | 1 140 000 000 | 660 000 000 | 1 220 000 000 | 540 000 000 | 2 080 000 000 |
| 2025. | 550 000 000 | 1 850 000 000 | 1 160 000 000 | 690 000 000 | 1 240 000 000 | 550 000 000 | 2 110 000 000 |
| 2026. | 560 000 000 | 1 900 000 000 | 1 180 000 000 | 720 000 000 | 1 260 000 000 | 560 000 000 | 2 140 000 000 |
| 2027. | 570 000 000 | 1 950 000 000 | 1 200 000 000 | 750 000 000 | 1 280 000 000 | 570 000 000 | 2 170 000 000 |
| 2028. | 580 000 000 | 2 000 000 000 | 1 220 000 000 | 780 000 000 | 1 300 000 000 | 580 000 000 | 2 200 000 000 |
| 2029. | 590 000 000 | 2 050 000 000 | 1 240 000 000 | 810 000 000 | 1 320 000 000 | 590 000 000 | 2 230 000 000 |
| 2030. | 600 000 000 | 2 100 000 000 | 1 260 000 000 | 840 000 000 | 1 340 000 000 | 600 000 000 | 2 260 000 000 |
| Összesítés | 6000 000 000 | 18000 000 000 | 13000 000 000 | 5000 000 000 | 15000 000 000 | 6000 000 000 | 24000 000 000 |

5. Melléklet

37. ábra



6. Melléklet: kutatási módszertan

Empirikus munkánk első szakaszában reprezentatívnak nem tekinthető, feltáró jellegű mélyinterjúkat készítettünk 62 vállalkozóval. Építőipari cégeket, mezőgazdasági, élelmiszer-ipari vállalkozásokat, kockázattőke-alapok kezelőit, bankárokat, könyvelőket kerestünk fel.

Ezt követően internetes vállalkozói felmérést készítettünk. A minta négy egymástól független részből áll:

1. A KSH adatbázisát felhasználva véletlenszerű mintát vettünk az építőipari vállalkozások közül. Az először telefonon, majd e-mailben megkeresett vállalkozások közül 170-en válaszoltak kérdéseinkre.
2. Az 1. pontban leírtakat követve küldtük el kérdéseinket agráriumban, élelmiszeriparban, forgalmazásban tevékenykedő cégeknek; 198-en válaszoltak.

A két, országosan reprezentatív ágazati lekérdezés során a válaszadási arány meghaladta a 20%-ot.

3. Elküldtük kérdőívünket a Tolna Megyei Kereskedelmi és Iparkamara összes e-mail címmel rendelkező tagjának. 267-en töltötték ki a kérdőívet.
4. A Hajdú-Bihar megyei Kereskedelmi és Iparkamara elküldte kérdőívünket tagjainak; innen összesen 65 válasz érkezett.

A négy almintá jelentősen eltérő ágazatok és földrajzi térségek vállalkozásainak adatait tartalmazza. Az ország két, fekvésében, településstruktúrájában jelentősen eltérő megyére, illetve belső szerkezetében, logikájában teljesen eltérő szektorra terjedt ki vizsgálatunk. Csoportos mintavételi stratégiánk nem tekinthető teljes körűen reprezentatívnak, úgy véljük azonban, hogy eredményei megbízható kiindulási alapot jelenthetnek. Ezt támasztja alá, hogy a válaszok struktúrája a négy jelentősen eltérő körből merített almintában meglepően hasonlóan mutatkozott.