

ZÁRÓTANULMÁNYOK

ÁBEL ISTVÁN - ÖCSI BÉLA

**A VÁLLALATI HITELPOLITIKA ÉS
HITELKAPCSOLATOK FŐBB
JELLEGZETESSÉGEIRŐL**

*- A monetáris politika vállalati versenyképességet meghatározó
elemei -
alprojekt zárótanulmánya*

A tanulmánysorozat

Z17

kötete

Ez a zárótanulmány a

„Versenyben a világgal”

A magyar gazdaság nemzetközi versenyképességének mikrogazdasági tényezői -
kutatási program

igazgató: **Chikán Attila**

Versenyképesség és pénzügyek; pénzügyi piacok

c. projekt

vezetője: **Ábel István**

A monetáris politika vállalati versenyképességet meghatározó elemei

c. alprojekt

vezetője: **Ábel István**

keretében készült.

A „**Versenyben a világgal**” - A magyar gazdaság versenyképességének mikrogazdasági tényezői c.
kutatási program **MŰHELYTANULMÁNY** sorozata.

Sorozatszerkesztő: Chikán Attila, programigazgató

Technikai szerkesztő: Koblász Mária

Készült 100 példányban. Budapest, 1997. június 18.

Tartalomjegyzék

1. Az alprojekt kutatási célkitűzései.....	4
2. A kutatás módszertana	5
3. A kutatási eredmények	6
3.1. <i>A finanszírozási szerkezet jellemzői.....</i>	<i>6</i>
3.1.1. <i>Áttekintés</i>	<i>6</i>
3.1.2. <i>Rövid lejáratú források, hitelszerkezet</i>	<i>6</i>
3.2. <i>Tőkeáttétel</i>	<i>11</i>
3.3. <i>A hitelhez jutást befolyásoló tényezők</i>	<i>13</i>
3.3.1. <i>Áttekintés</i>	<i>13</i>
3.4. <i>Hitelhez jutás a méret és tulajdonos függvényében</i>	<i>13</i>
3.5. <i>Hitelhez jutás és fizetési fegyelem.....</i>	<i>16</i>
4. Az alprojekt legfontosabb megállapításainak összefoglalása.....	17
5. A kutatásban közreműködők.....	18
5.1. <i>Az alprojekt keretében készült tanulmányok.....</i>	<i>18</i>
5.1.1. <i>Háttér tanulmány</i>	<i>18</i>

Ábrajegyzék

1. a. sz. ábra: <i>Középlejratú hitelek a tulajdonosi szerkezet szerint.....</i>	<i>10</i>
1. b. sz. ábra: <i>Devizahitelek a tulajdonosi szerkezet szerint.....</i>	<i>11</i>
2. sz. ábra: <i>Hitel/saját tőke arány a tulajdonosi szerkezet szerint.....</i>	<i>12</i>
3. sz. ábra: <i>Hitel/saját tőke arány a vállalatméret szerint.....</i>	<i>13</i>
4. a. sz. ábra: <i>Bankhitelhez jutás éven belül a vállalatméret szerint.....</i>	<i>14</i>
4. b. sz. ábra: <i>Bankhitelhez jutás éven túl a vállalatméret szerint.....</i>	<i>14</i>
5. sz. ábra: <i>Bankhitelhez jutás éven belül a tulajdonosi szerkezet szerint.....</i>	<i>15</i>
6. sz. ábra: <i>Bankhitelhez jutás éven belül az átütemezési kérelmek szerint.....</i>	<i>17</i>

Táblázatjegyzék

1. sz. táblázat.....	7
2. sz. táblázat.....	8
3. sz. táblázat.....	9
4. sz. táblázat.....	15

1. Az alprojekt kutatási célkitűzései

A vállalati tőkeszerkezet alakulásának vizsgálata a gazdaság 90 - 95 közötti időszakában annak feltárása, hogy az átalakítás után a vállalatok tőkeszerkezete milyen mértékben befolyásolja fejlődési - növekedési lehetőségeiket.

Cél annak a vizsgálata, hogy a gazdaságban keletkező megtakarításoknak a reálszférába történő becsatornázásának mennyiben vannak meg az intézményi, szabályozási feltételei. A hatékonyabb tőkeallokációs mechanizmusok kialakításának milyen intézményi feltételei vannak.

A vállalati szféra stratégiai, fejlesztési és finanszírozási döntéseinek megalapozása, (piaci, technológiai, módszertani) milyen mértékben alakult át, vannak-e különbségek a privatizált illetve magánvállalkozások és a még nem privatizált szféra között.

A Külföldi érdekeltségű gazdasági társaságok milyen módon hatnak a magyar vállalkozások versenyképességére, vannak-e különböző típusok ezen a területen

A hazai vállalatok nemzetközi kapcsolataik során milyen módon járják végig a racionális fejlődési utat: export - import, kooperáció; képviseleti iroda, közös vagy önálló külföldi tulajdoni érdekeltség

Legfontosabb hipotézisek

1. A gazdaság 90 - 95 közötti átalakulásában a vállalatok a pénzügyi pozíciójukban a tőkeszerkezetben bekövetkező változások alapján tipizálhatók. Nem egyértelmű az, hogy a finanszírozási forráshiány általában fokozódott. A finanszírozási struktúra átalakulásában több tényező játszott szerepet:

- termékek piacképességének, illetve egyes piacok elvesztése forrásokat szabadított fel;
- a forgóeszközök szerkezete (készlet - áru), a vállalati kapcsolatok kondíciói (vevő - szállító, import - export) alakították a nettó forgótőke állományt;
- eszközök (ingatlan, gép stb.) értékesítése forrásokat szabadított fel (veszteséget finanszírozott);
- az infláció forráskivonást - elértéktelenedést okozott;
- az input- és output eltérő ármozgása újraelosztotta a jövedelmeket - tőkét.

- A tőkeszerkezet alakításának legfőbb tényezői nagymértékben befolyásolják a vállalatok jövőbeni versenyképességét. Kiemelt jelentőségű ezért a vállalatok Cash Flow pozíciójának alakulása az átmenet időszakában.
2. A makrogazdasági visszaesés - stagnálás, a magas finanszírozási teher csökkentette a vállalkozások pénzigényét, befektetéseit: a termelői kapacitások túlélése, életbentartása volt a jellemző; ez középtávon is versenyképességi hátrányt jelent. Vizsgálni kell, melyek azok a szektorok, vállalat típusok, ahol a nettó befektetés (termék - amortizáció) pozitív.
 3. A növekedési lehetőségekkel rendelkező szektorok - nagyobb vállalatok inkább külső, külföldi (deviza) forrásokra kényszerültek. A kis - közép vállalatok növekedési lehetőségeiket kevésbé tudják kihasználni.
 4. A vállalati fejlesztési tervek - forrásigények meghatározói - nem felelnek meg a fejlett tőkepiac követelményének: sem a stratégiai tervek kidolgozása, sem a projektek tervezési, értékelési módja nem alkalmas a pénzügyi befektető finanszírozó szempontjai szerinti értékelésre. E területen lényeges különbség alakult ki a magánszféra és a nem privatizált szféra között.
 5. A megtakarítások vállalkozásokba való csatornázásának intézményi rendszere fejletlen: mind a közvetítő szervezetek, mind azok szabályozása, mind a törvényi szabályok akadályt képeznek. A gazdasági konjunktúra elindulása esetén e tényezők jelentős terhet jelentenek. Elemezni kellene a törvényi feltételeket (társasági törvény, versenytörvény, Pénzügyi törvény, számvitel, jelzálog, csőd, tőzsde, hiteljog stb.) és a szervezeteket.
 6. A külföldi érdekeltségű vállalkozásoknak két típusa alakult ki. A “szigetképző” befektetés - meghosszabbított kar - korlátozottan vagy nem integrálódik a gazdaságba, a nemzetközi versenyképesség előnyei nem jelennek meg. Az integrálódó külföldi befektetések tovagyrűző hatása a hazai vállalati szektor fejlődése.
 7. A hazai vállalatok külföldi befektetései dinamikusan növekszenek, ez jelentős forrása a vállalatok nemzetközi versenyképességének.

2. A kutatás módszertana

Jelen tanulmány a “Versenyben a világgal” kutatási program vállalati mintájának adatai alapján próbál képet adni a magyar vállalatok hitelfelvételi politikájáról, hitelhez jutási lehetőségeiről. A kép nem lesz teljes: a kutatás alapjául szolgáló kérdőív nyilvánvalóan nem érinthette a téma minden

aspektusát, így a lehetséges elemzési szempontoknak és magyarázó változóknak csak egy részével foglalkozunk. Elemzésünk során alapvetően két kérdésre összpontosítunk. Az egyik: mi jellemzi és határozza meg a hitelek arányát a vállalatok forrásszerkezetében. A másik: mitől függ a hitelhez jutás, vannak-e olyan vállalati csoportok, amelyek a többiekénél jóval nehezebben juthatnak bankkölcsönhöz. Az elemzéshez a kérdőíves adatbázison kívül a vállalatok 1994-es és 1995-ös mérlegeinek adatait használjuk fel¹.

3. A kutatási eredmények

3.1. A finanszírozási szerkezet jellemzői

3.1.1. *Áttekintés*

A fejezet első felében arra keressük a választ, hogy mi határozza meg a hitelnek mint finanszírozási eszköznek az összes forráson belül elfoglalt hányadát, illetve az egyes hiteltípusok közti választásban milyen tényezők játszanak szerepet. Az elemzés során tapasztalt összefüggéseket a magyar vállaltfinanszírozás főbb sajátosságainak ismeretében próbáljuk magyarázni. Ezt követően a második részben a vállalatok tőkeáttételének (pontosabban idegen forrás/saját tőke arányának) alakulását befolyásoló egyes tényezőket elemezzük. Ezzel a problémával, azaz hogy számít-e a vállalat finanszírozási szerkezete, (és ha igen, mitől függ), igen gazdag elméleti és empirikus irodalom foglalkozott². Adatbázisunk jellege miatt a szóba jöhető magyarázó változók közül a cég (mérlegfőösszegével jellemzett) méretét vizsgáljuk. Ezen kívül még a tulajdonosi szerkezettel is megpróbáljuk magyarázni a tőkeáttétel alakulását - a változó régióspecifikus jellege miatt erre nyugati cikkekben nincs példa.

Tanulmányunkban először a hitelállomány arányával kapcsolatos összefüggéseket tekintjük át, a második alfejezetben foglalkozunk a tőkeáttételt érintő kérdésekkel.

3.1.2. *Rövid lejáratú források, hitelszerkezet*

Vizsgálatunk tárgya elsőként a rövid lejáratú finanszírozási források szerkezete. A kérdőív alapján a vállalatoknak rövid lejáratú bankhiteleik, szállítóállományuk, a köztartozások, valamint egyéb

¹ A kérdőívet 325 vállalat töltötte ki; természetesen előfordul, hogy egyes kérdésekre ennél kevesebben adtak választ. Mérleg- és eredményadatokat 120 cég küldött be, de itt is előfordul, hogy bizonyos adatokat ennél kevesebb cég szolgáltatott.

² Elég csak Modigliani és Miller közismert, a finanszírozási szerkezet irrelevanciájára vonatkozó eredményére utalnunk mint kiindulópont. Azóta ezt már több oldalról támadták. Többek között az ügynök-megbízó elmélet és az információs aszimmetriával foglalkozó elméletek is számos olyan tényezőt találtak, ami befolyásolja a vállalati tőkeáttételt, ezek áttekintésére viszont jelen írás keretei közt nem vállalkozhatunk.

rövid lejáratú forrásaik ezen kategórián belül elfoglalt arányát kellett megadniuk. A másik kérdésre adott válaszok alapján az összes hitelállomány 4 típus (rövid forint, hosszú lejáratú forint, deviza, tulajdonosi) szerinti százalékos megoszlását kapjuk. Az eredményeket az 1. sz. táblázat tartalmazza.

1. sz. táblázat

Rövid lej. finanszírozási forrásból hány %*	Átlag	Szórás	Medián
rövid lej. bankhitel	22,1	25,5	10,5
szállítóállomány	36,0	25,2	32,5
köztartozások	15,1	18,0	10,0
egyéb fin. forrás	19,2	22,2	10,0
Hitelállomány megoszlása %**			
rövid lej. forint hitel	53,7	40,1	57,0
középlej. forint hitel	14,1	25,4	0,0
devizahitel	21,9	34,0	0,0
tulajdonosi hitel	8,2	23,8	0,0

*Válaszadók száma 290, **Válaszadók száma 219

Az adatokat illetően két “technikai” megjegyzés. Egyrészt az egyes kategóriák átlagainak összege nem 100%, ami csak akkor lehetséges, ha a megadott 4 típus nem fedi le teljes egészében az összes válaszlehetőséget. Ez az első esetben az “egyéb” kategória megléte miatt kevésbé valószínű, és a másodiknál is nehezen elképzelhető, hogy egy adott hitelszerződés nem sorolható be valahová³. Így feltehetően értelmezési problémákból és figyelmetlenségből adódik a különbség, amely azonban elemzésünket lényegesen nem befolyásolja. A problémák láttán felvethető, hogy érdekesebb a mérlegből nyerhető számokkal dolgozni. Ez azonban a minta jelentős szűkülésével járna: a kérdőívben szereplő, és az adott kérdésre válaszoló közel 300 cég helyett csak mintegy 60-nal tudnánk dolgozni (a szükséges részadatok ennyi esetben vannak meg).

Visszatérve a számokra: feltűnő, hogy a bankhitelnél jóval jelentősebb finanszírozási forrás a szállítók felé fennálló kötelezettség (utóbbi állománya átlagban 14%-kal magasabb). Szintén figyelemreméltó a köztartozások nem elhanyagolható nagysága (csak 7%-kal alacsonyabb szintjük a hitelnél). Ez a finanszírozási szerkezet magyar (kelet-európai) sajátosság, ami a fizetési fegyelem egyelőre még alacsonyabb nivóját tükrözi. A hiteleken belül a legnagyobb részt a rövid lejáratú forinthitelek képviselik; érdekes módon a devizahitelek állománya meghaladja a középlej. forinthitelekét. A tulajdonostól kapott források marginális részt jelentenek, igaz, van olyan cég, ahol a hitelállomány 100%-a az “anyától” származik.

Mielőtt továbbsmennénk, érdemes megnézni azt a kérdést is, amelyik azt firtatta, milyen gyakran vesznek igénybe gazdálkodásukhoz bankhitelt a vállalatok (ezt ötfokozatú, "soha"-tól "igen gyakran"-ig terjedő skálán mérte). Az elemzés során kiderült, hogy a bankhitelt soha nem használó 78 cég közül 39-en vannak, akik szolgáltattak adatot hitelállományukról. Ebből 2 esetben mutatkozott némi

³ Igaz, a tulajdonosi hitel némileg kivétel ez alól, mivel átfedésekre adhat okot, pl. devizában nyújtott tul. hitel (hova soroljuk be - mindkét helyre? egyikre sem?).

inkonzisztencia, mivel ezen cégek hitelállománya nullától különböző volt. Tekintve azonban a problémás esetek elhanyagolható számát, nem látszott szükségesnek ezen ismérv alapján előzetesen megszüntetni az adatokat.

Az elemzés során először az egyes rövid lejáratú finanszírozási típusok egymással való összefüggését vizsgáltuk korrelációs együtthatók segítségével⁴. A rövid lejáratú források közül a bankhitelek szignifikáns⁵ negatív korrelációt mutatnak mindhárom másik kategóriával (-0,3 és -0,2 közötti értékek) - azaz nincs olyan forrástétel, ami együtt nőne a hitelállománnyal. A többi kategória lehetséges kapcsolatait tekintve csak a "szállítóállomány" - "egyéb rövid forrás" mutat szignifikáns kapcsolatot (-0,21), a köztartozások szintje egyáltalán nem függ össze a szállítói kötelezettségekkel ($p \gg 0,05$), tehát az egyik esetben a fizetési fegyelmezetlenség nem vonja maga után a másik esetben is a késést.

A hitelállomány szerkezetét tekintve, a rövid lejáratú forint hitelek aránya ellentétesen változik a többivel (korrel. együttható -0,33 és -0,52 között - utóbbi a devizahitelekkel), mintegy kizárólagos hiteltípusként viselkedik, nem jár együtt pl. a középlejáratú finanszírozás bővülésével. Szignifikáns összefüggést ezen kívül a középlejáratú forint hitelek és a tulajdonosi finanszírozás aránya mutat, mely azonban nem utal szorosabb oksági kapcsolatra (-0,16-os korreláció).

A finanszírozási szerkezetet magyarázó változónak először a cég méretét vesszük. A méret mutatószámának a mérlegfőösszeg abszolút nagyságát tekintjük. Erre az 1994-es és 95-ös vállalati mérlegekből vannak adataink. A főbb leíró statisztikák:

2. sz. táblázat

	Váll. szám	Átlag	Szórás	Min.	Max.	Medián	Kvartilisek		
1994	141	7,286,606	31,388,598	7,105	303,957,383	992,927	298,313	992,927	3,258,736
1995	128	7,804,566	35,621,252	14,868	342,547,523	1,219,742	328,540	1,219,742	3,414,748

Talán ebből is látszik, hogy a minta némileg a nagyobb vállalatok felé torzít (a legkisebb vállalat is majdnem 15 milliós. Igaz azonban, hogy az átlagos mérlegfőösszeg csak néhány óriáscég miatt magas (ezt nemcsak a 300 milliárd feletti maximumérték mutatja, hanem az is, hogy a vállalatok 75%-a 3,5

⁴ Az elemzés során háromféle korrelációs együtthatót használhattunk: Pearson, Kendall és Spearman-féle mutatót. Az első a "hagyományos" korrelációs szám, szignifikanciájának ellenőrzéséhez a vizsgált változók eloszlásának közelítőleg normálisnak kell lennie. Ha ez a feltétel nem teljesül, akkor alkalmazhatjuk a Spearman-féle rangkorrelációs mutatót és annak szignifikancia-tesztjét. Ugyanez a mutató vagy Kendall-féle változata alkalmazandó akkor is, ha a változók mérési szintje nem intervallum (azaz nem értelmezhető az egyes értékek különbsége), hanem csak ordinális szintűek (azaz csak az egyes értékek sorrendje vizsgálható). Az esetünkben elemzett két kérdés négy-négy változója egyikének eloszlása sem közelíti a normálist (Kolmogorov-Smirnov-féle normalitásvizsgálat), így rendszerint a Spearman-féle együtthatókra hivatkozunk. A mutató 0-tól való szignifikáns különbözőségének vizsgálatánál minden esetben kétoldali próbát alkalmaztunk.

⁵ Hacsak külön nem jelezzük, a próbák során használt szignifikanciaszint 5%. Ezenkívül ahol szükséges, jelezzük a p értéket is (azt a legkisebb szignifikanciaszintet, amely mellett még épp elvetjük a nullhipotézist, azaz pl. $p < 0,05$ esetén 5%-on szignifikáns az adott együttható/próba).

milliárd, az átlag fele alatti nagyságú (3. kvartilis). Az elemzés céljaira az 1995-ös adatokat használtuk fel. Egyrészt ugyanis a két méretváltozó közti korrelációs együttható (nem meglepő módon) igen szoros kapcsolatot jelzett (0,98), így felesleges lett volna mindkét mérlegadatot szerepeltetni. Másrészt az 1995-ös évre vonatkozó mérlegek közelebb álltak a kérdőív lekérdezésének időpontjához (1996 közepe).

A rövid lejáratú finanszírozási forrásokkal való összefüggést vizsgálva, a méret csak a rövid bankhitel esetében bizonyult magyarázó erejűnek (korr. együttható 0,29), azaz nagyobb cégek inkább bankhitelből látszanak éven belül forrást szerezni. A hitelállományon belül viszont a rövid forinthitelek aránya ellentétesen mozog a mérettel (korr.: -0,49). Ez látszólag ellentmondás, amire azonban lehet magyarázat. A helyzet valószínűleg az, hogy míg a nagyobb cégek *rövid távon* inkább finanszírozzák magukat hitelből, mint pl. szállítótartozásból, addig *általában* hitelszerkezetükben a rövidebb lejáratú kötelezettségek (Ft hitel) kisebb súlyt képviselnek. Ezt támasztja alá a mérlegfőösszeg és a közép forint illetve devizahitelek közti 0,25 ill. 0,54-es korreláció - azaz az éven belüli forint hitelek helyét a nagyobb cégeknél a hosszabb lejáratú és még inkább a nem forintban felvett hitelek foglalják el (amellett hogy a rövid források között még így is a bankhitel dominál).

Másik magyarázó változónk a vállalat tulajdonosi szerkezete. E változó alapján a cégek négy kategóriába sorolhatók: 1. ahol az állami tulajdon részaránya több mint 50% és nincs külföldi tulajdonos (állami többségi) 2. ahol az állam szintén többségi részvényes, de van külföldi tulajdonos is 3. az állam 50%-nál kisebb, a külföldiek viszont 50%-nál nagyobb résszel bírnak (külföldi többségi) és végül 4. minden egyéb, az előző kategóriába nem tartozó tulajdoni forma (pl. szövetkezeti, belföldi magántulajdonos, stb. és ezeknek az állami és külföldi tulajdonosokkal elképzelhető kombinációi) (vegyes és egyéb). A vállalatok kategóriák közti megoszlása: 77, 6 55 illetve 187 darab. A 2. kategória igen kis létszáma miatt problémát okozott volna a statisztikai elemzésnél, így ezt nem vettük figyelembe.

Mivel a tulajdonos mint változó nominális mérési szintű, így a forrásösszetételre gyakorolt hatásának vizsgálatához (egytenyezős) variancia-analízist alkalmazunk. A rövid lejáratú finanszírozási források esetében nem kapunk szignifikáns eredményt.

3. sz. táblázat

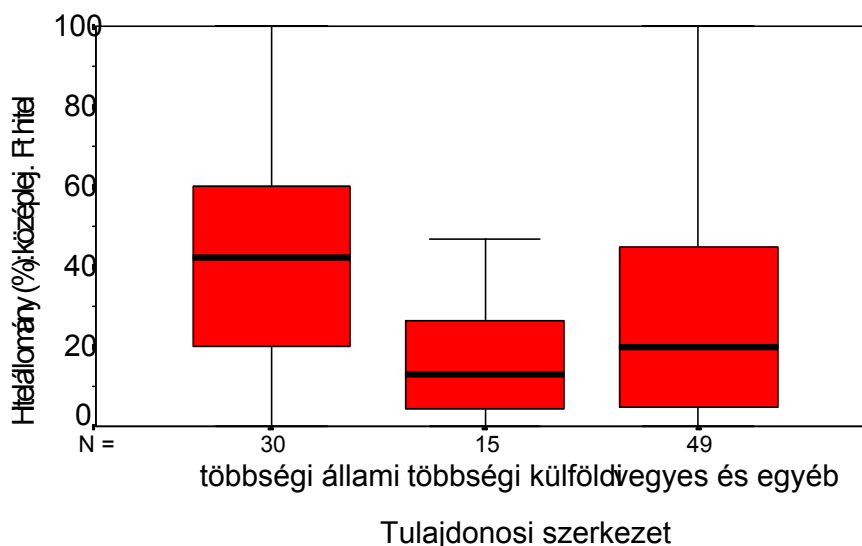
	p-érték	Átlagok tulajdonosi kategória szerint		
Rövid lej. finanszírozási forrásból hány %*		Állami többs.	Vegyes	Külföldi többs.
rövid lej. bankhitel	0,12	20,83	20,16	28,52
szállítóállomány	0,83	37,51	35,39	36,68
köztartozások	0,42	17,03	15,26	12,6
egyéb fin. forrás	0,45	17,69	20,75	16,96
Hitelállomány megoszlása %**				
rövid lej. forint hitel	0,00	55,67	59,29	39,59
középlej. forint hitel	0,00	25,60	12,44	5,83
devizahitel	0,00	17,25	18,03	35,29
tulajdonosi hitel	0,00	0,65	7,58	18,7

Azaz a vállalat tulajdonosi szerkezetétől nem függ átlagosan a rövid források megoszlása, így pl. nem mondható el, hogy a köztartozások és a szállítóállomány magas aránya csak az állami múlt rossz öröksége lenne, és a privatizált, többségi külföldi tulajdonú cégeknél kevésbé fordul elő.

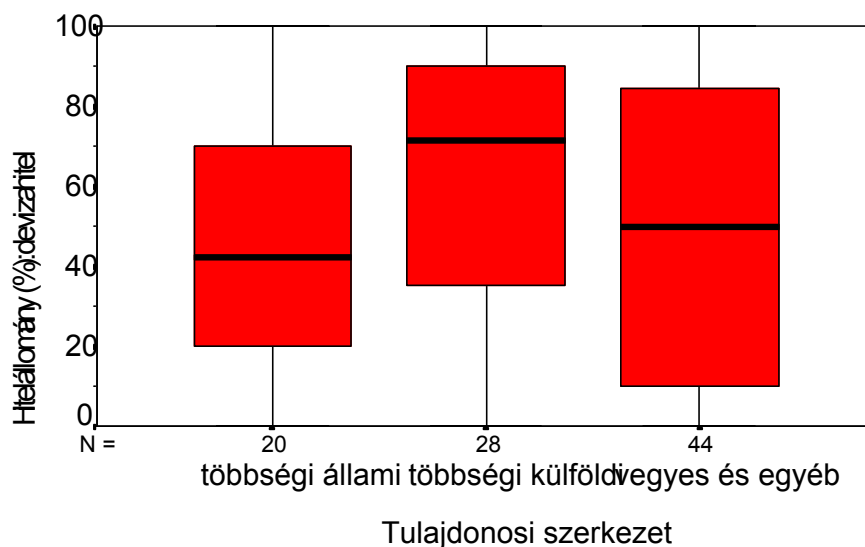
A hitelszerkezet esetében azonban más a helyzet, mind a négy elem esetén szignifikáns kapcsolatot jelez a variancia-analízis. Az átlagok alapján kitűnik, hogy a külföldi többségi tulajdonú cégek sokkal intenzívebben támaszkodnak devizahitelekre, mint belföldi tulajdonú társaik, és nem meglepő módon magas az anyacégtől kapott források aránya is. Kérdéses ugyanakkor, hogy a tulajdonosi hitelekből mennyi érkezik devizában, mennyi az átfedés a két kategória között - határozott választ erre a kérdőívből expliciten és áttételesen sem kapunk mivel, mint említettük, nincs szignifikáns korrelációs kapcsolat a két hitelkategória között. További érdekes összefüggés, hogy a vegyes tulajdoni formájú (belföldi magán, szövetkezet stb.) cégek az államiaknál átlagban mintegy 12%-kal kevesebb középtávú finanszírozást vesznek igénybe - ennek lehetséges okairól (méret, hitelhezjutás nehézségei) a későbbiekben esik még szó.

Ugyanezeket az eredményeket kapjuk, ha a tulajdon változót ordinális mérési szintűnek tekintve korrelációs együtthatókat is számolunk: az első kérdésnél mindegyik mutató inszignifikáns, míg a hitelszerkezetnél az első két esetben negatív (-0,13 és -0,26), a másik kettőnél pozitív (0,17 és 0,25) korreláció mutatható ki a tulajdonosi formával (az adatbázisban a többségi állami tulajdonú cégek szerepeltek 1-es, a külföldiek 3-as számmal).

1. a. sz. ábra: Középlejratú hitelek a tulajdonosi szerkezet szerint



1. b. sz. ábra: Devizahitelek a tulajdonosi szerkezet szerint



3.2. Tőkeáttétel

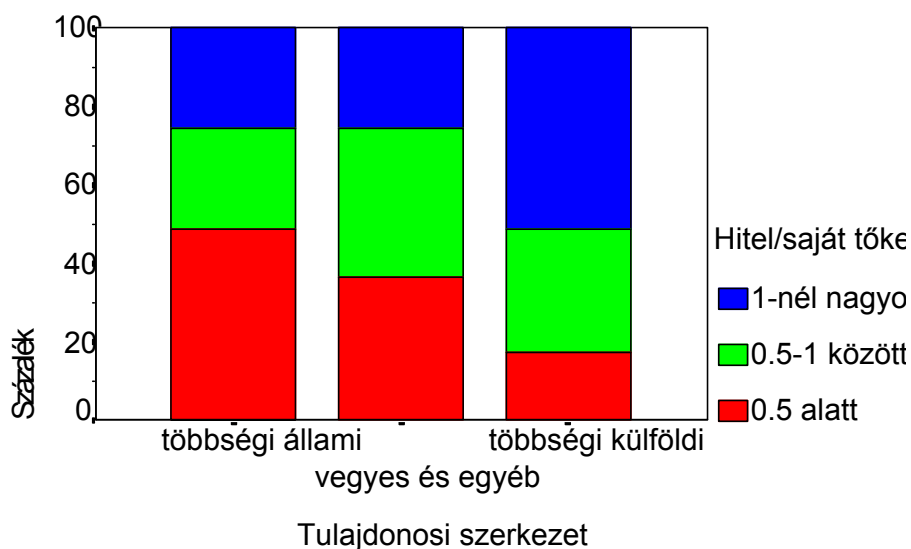
A vállalatok idegen forrás-saját forrás szerkezetét a kérdőív nyomán a hitel-saját tőke állomány arányával jellemezzük. Ez szerencsés választás annyiban, hogy a korábban említett elméleti modelleknél az idegen forrás mint „adósságszerződéssel (debt contract) meghatározott kötelezettség” kerül meghatározásra, ennek a kritériumnak pedig a vállalati kötvények és hasonló értékpapírok, illetve a bankhitelek felelnek meg. Az előbbieket eddig csak igen szűk körben kerültek alkalmazásra (nagy nyugati cégek commercial paper (CP) kibocsátásai), így nem baj, hogy kimaradnak a kérdéskörből. Az egyéb finanszírozási forrásokat tekintve pedig, mint azt az előző részben láttuk, Magyarországra jellemző a szállítóállomány és köztartozások magasabb aránya, mely nem adósság a szó klasszikus értelmében, inkább halasztott fizetés. Ezen tételek alakulását pedig az elmélet nem magyarázza, így a vizsgált mutatóból való kimaradásuk üdvözlendő. Az arányszám hátránya viszont, hogy ordinális szintű változóként szerepel, három kategóriára bontva: 0,5-nél kisebb, 0,5-1 között, 1-nél nagyobb tőkeáttétel (az egyes kategóriákon belüli gyakoriságok: 151, 47, 27).

Magyarázó változóként az eddigiekben is használt méret és tulajdoni struktúra ismérveket használjuk. Mivel előbbi intervallum mérési szintű, célszerű megfelelő méretcsoportok kialakításával ordinális szintre „csökkenteni”, mely könnyebben áttekinthetővé teszi tesztjeinket. A mérlegfőösszeg alapján több csoportosítást is kipróbáltunk, a vállalatokat négy, három illetve két kategóriába osztva (az egyes kategóriák határpontjait a megfelelő kvantilisok alkották, így első esetben a három kvartilis, a harmadikban a medián).

Két módszer is kínálkozik a kapcsolatszorosság jellemzésére. Az első a kontingencia-táblák (crosstabs) segítségével történő függetlenségvizsgálat (χ^2 -próba). Ez alapján csak a tulajdonosi szerkezet

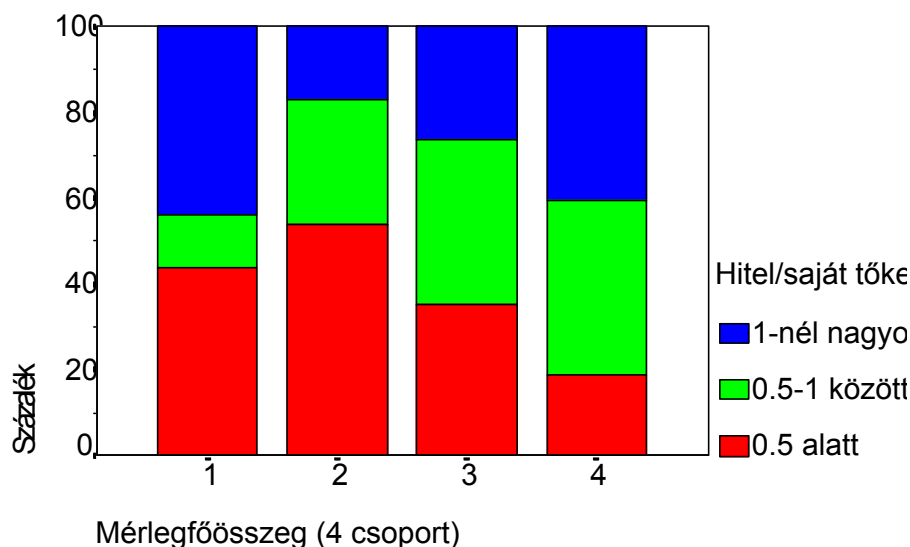
mutat összefüggést a tőkeáttétellel, a méret esetében (mindhárom csoportosításnál) nem vethető el az ismérvek függetlenségének nullhipotézise. Előbbi összefüggést tekintve úgy tűnik, hogy az eggyel feljebbi tulajdonosi osztályba kerülés nagyobb tőkeáttétellel jár együtt - a külföldi tulajdonban levő vállalatoknál tapasztalható a legmagasabb hitel/saját tőke-arány, amely az állami cégeknél a legkisebb (2. sz. ábra).

2. sz. ábra: Hitel/saját tőke arány a tulajdonosi szerkezet szerint



A korrelációs együtthatók vizsgálata annyiban hoz más eredményt, hogy a tulajdoni szerkezeten kívül a négy csoportba osztott mérlegfőösszeg is szignifikáns kapcsolatban van a tőkeáttétellel (korr. együtthatók: 0,24 ill. 0.23). A méretkategóriák szerint csoportosítva vizsgált változónkat (3. sz. ábra) azt tapasztaljuk, hogy a nagyobb cégek hitelállományának tőkére vetített aránya átlagban meghaladja a kisebbekét.

3. sz. ábra: Hitel/saját tőke arány a vállalatméret szerint



3.3. A hitelhez jutást befolyásoló tényezők

3.3.1. Áttekintés

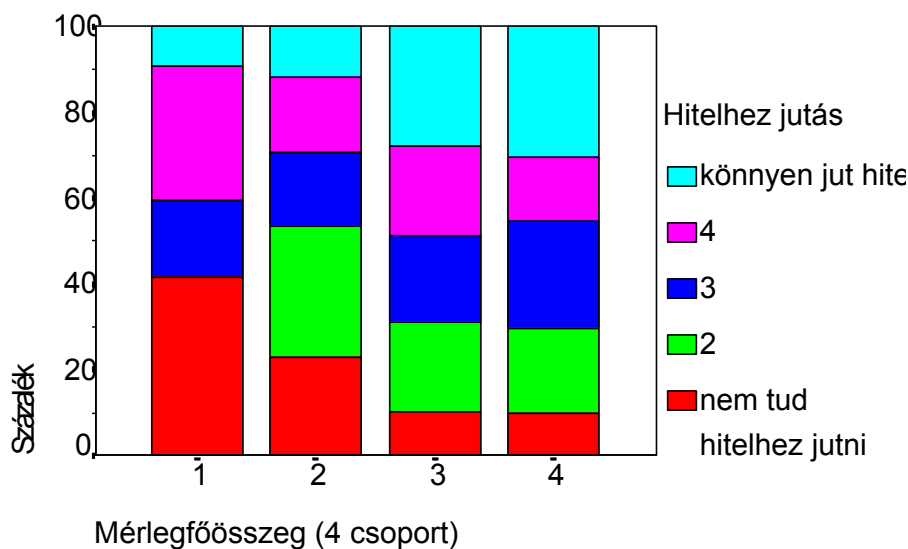
A vállalati hitelpolitika nem csak belső döntés: a hitelintézetek nem minden esetben folyósítják a kért kölcsönt, vagy ha mégis, előfordulhat hogy azt hosszadalmas eljárás előzi meg. Ennek megfelelően érezhetik többé-kevésbé "nehéznek" a hitelhez jutást az egyes cégek. Ennek számszerűsítésére szolgál az a kérdés, melyben a vállalatoknak hitelhez jutási nehézségeiket kell értékelniük ötfokozatú skálán (1-képtelen hitelt szerezni 5-nagyon könnyen jut hozzá). Az értékelést külön-külön kellett elvégezniük az egy évnél rövidebb és hosszabb lejáratú hitelekre. A következő két alfejezetben ezen változók összefüggéseit elemezzük.

3.4. Hitelhez jutás a méret és tulajdonos függvényében

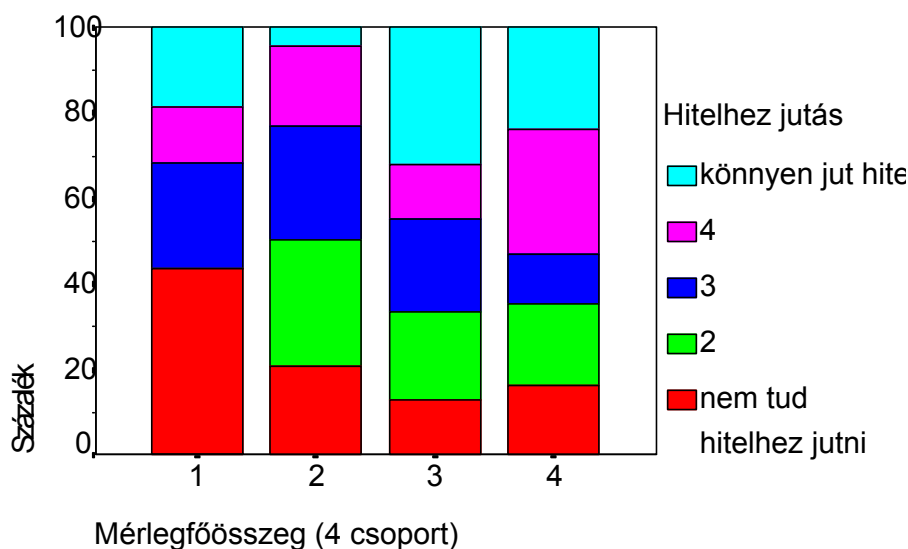
A kapcsolat jellemzésére ismét keresztábrákat használunk. Mindhárom fajta méret szerinti csoportosítás esetén vizsgáltuk az ismérvek közti függetlenséget, szignifikáns kapcsolatot azonban csak a két csoportra bontás és a rövid hitelek esetén találunk (az eredmény így is gyenge, mivel p közel 0,05)⁶. Magukat a nominális adatokat és megoszlásokat figyelve azonban úgy tűnik, hogy a nagyobb vállalat könnyebben jut hitelhez mind egy éven belül, mind azon túl.

⁶ Az eredmény valószínűleg nemcsak a függetlenség miatt ilyen „gyenge”, hanem amiatt is, hogy a nagyszámú kategória-kombináció és relatíve kicsi esetszám miatt sok a táblázatban az olyan cella, amelyben a gyakoriság várható értéke kisebb, mint öt, ez pedig nagyon lerontja a próba erejét.

4. a. sz. ábra: Bankhitelhez jutás éven belül a vállalatméret szerint



4. b. sz. ábra: Bankhitelhez jutás éven túl a vállalatméret szerint

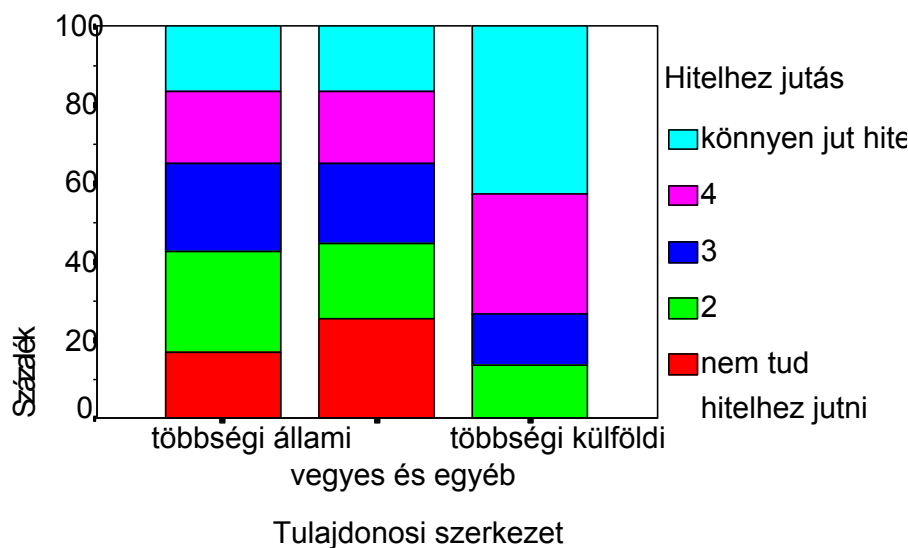


Ez az eredmény magyarázhatja azt a tényt is, hogy (mint az előbb láttuk) a mérettel együtt nő a hitelforrások aránya (a röviden forrásokon belül) - ezt ugyanis valószínűleg elősegíti a kölcsönök könnyebb megszerzhetősége. A korrelációs vizsgálat által mutatott eredmény egybevág az előzőekkel: az együtttható a két csoportra történő bontás esetén szignifikáns (0,21 ill. 0,23 a rövid és középlejárat esetén).

A tulajdoni szerkezet változónál más a helyzet, itt a χ^2 statisztika szignifikáns mindkét esetben. Úgy tűnik, hogy a külföldi tulajdonban levő cégek hitelhez jutási esélyei egyértelműen jobbak rövid- és középtávon is. Előbbi esetben a vegyes tulajdoni kategóriába tartozó cégek nagyjából hasonlóan nehéznek érezték a forrásszerzést, mint állami társaik, az egy évnél hosszabb futamidejű hitelek esetén viszont úgy tűnik, hogy a vegyesek jutnak egyértelműen a legnehezebben bankkölcsönhöz. Ez lehet az

egyik faktor, ami magyarázhatja a vegyes szektor középtávú forinthitel-állományának kisebb részarányát (ld. előző rész).

5. sz. ábra: Bankhitelhez jutás éven belül a tulajdonosi szerkezet szerint



További összefüggésekre mutat rá az alábbi táblázat, mely a méret és a tulajdoni szerkezet összehasonlítását tartalmazza:

4. sz. táblázat

Gyakoriság (sor összes %)	Mérlegfőösszeg (4 csoportra bontva)				
	1. csop. (legkisebb)	2. csop.	3. csop.	4. csop.	Összesen (Összes %)
Tulajdonforma					
Állami többségi	4 (11,4)	10 (28,6)	14 (40,0)	7 (20,0)	35 (27,8)
Külföldi többségi	5 (20,0)	0 (0)	11 (44,0)	9 (36,0)	25 (19,8)
Vegyes és egyéb	23 (34,8)	22 (33,3)	7 (10,6)	14 (21,2)	66 (52,4)
Összesen (Összesen %)	32 (25,4)	32 (25,4)	32 (25,4)	30 (23,8)	126 (100)

Ez igen jól mutatja, hogy a mintába került külföldi cégek túlnyomórészt a nagyobbak közül kerültek ki, míg a vegyes tulajdonúaknak mintegy kétharmada koncentrálódik a kisebb mérlegfőösszegű csoportokban. Azt pedig épp az imént láttuk, hogy a nagyobb cégek (valamivel) könnyebben jutnak hitelhez. Ez még egy lehetséges magyarázatot szolgáltat a vegyes (belföldi magán stb.) tulajdonosi csoporthoz tartozó (és relatíve kisebb) vállalatok hitelforrásainak arányaira.

Érdeemes felfigyelni azonban a másik „végletre” is. A külföldi (nagy) vegyesvállalatok igen jó hitelszerzési lehetőségei egybevágznak a bankszektor kihelyezési tapasztalataival, ti. hogy a „vegyesek”

mintegy versenyeztetik a bankokat, mindenki őket akarja ügyfélként megszerezni. Ennek fényében érdekes, hogy ezek a vállalatok mintha nem igazán használnák ki lehetőségeiket - mint azt korábban kimutattuk, átlagosan nem nagyobb rövid finanszírozási eszközeik közt a bankhitelek állománya a másik két csoporthoz képest. A hitelállományon belül ráadásul jelentősen kisebb a (forint) bankhitelek aránya, a devizahiteleknél pedig kétséges, mennyi származik hitelintézetből és mennyi az anyavállalattól. Nem szabad figyelmen kívül hagyni viszont azt a tényt, hogy a külföldieknél tapasztalható a legmagasabb hitel/saját tőke arány.

Mindezek alapján állításainkat úgy pontosíthatjuk, hogy ezek a cégek részben kihasználják hitelhez jutási lehetőségeiket, de gyakran vesznek igénybe nem „klasszikus” bankhitelt (tulajdonosi hitel ill. részben a deviza). A belföldi „mindenféle” tulajdonú vállalatok viszont erősebb hitelkorlátokkal találják magukat szemben, bár nem lehetetlen számukra a hitelhezjutás.

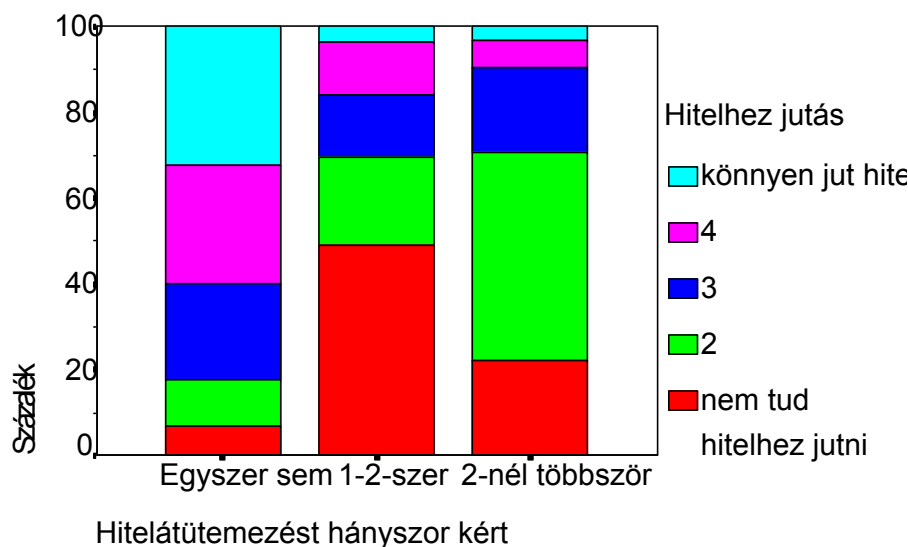
3.5. Hitelhez jutás és fizetési fegyelem

Az, hogy a bankok mely csoportoknak adnak hitelt nagymértékben függ a visszafizetés valószínűségétől, mely információra más jelekből is lehet következtetni. Közvetettebb információ volt a vállalat mérete vagy tulajdonosi struktúrája, ennél direktebb az, hogy eddig fizetési, hiteltörlesztési kötelezettségeinek mennyire tett eleget a vállalat. Az adatbázis erre vonatkozóan is tartalmaz két kérdést: az egyik a hitel-átütemezésre, fizetési haladéokra vonatkozó kérelmek számára, a másik a késedelmes fizetések számára vonatkozik (mindegyik az 1991-95-ös időszakra értelmezve).

A hitelhez jutás könnyűségével való összefüggést először korrelációs együtthatókon keresztül vizsgáljuk. Mindkét ismérvünk szignifikánsan magyarázza a hitelhez jutást mind rövid-, mind középtávon. Az együtthatókat tekintve (-0,42 ill. -0,34) azok előjele a várt (nemfizető cégek nehezen jutnak hitelhez), abszolút értékük pedig magasabb mint a méret és tulajdonos magyarázó változók esetében - valóban erősebb „jelzés” a bankok számára a nemfizetés, mint az előző két ismérv.

Az összefüggés még jobban látszik, hogyha a nemfizető cégeket csoportokba sorolva függetlenségvizsgálatot végzünk az ismérvek között. A gyakorisági eloszlás jellegzetességeinél fogva mindkét változón belül három vagy kettő kategória kialakítása látszott célszerűnek (a próbákat mind a két féle csoportosítással elvégeztük): 0, 1-3 valamint annál többszöri átütemezés ill. késedelmes fizetés; illetve 0 és nem 0. A próba elvégzése is megerősíti előbbi megállapításainkat, amit az alábbi grafikonról is leolvashatunk.

6. sz. ábra: Bankhitelhez jutás éven belül az átütemezési kérelmek szerint



Mind a rövid, mind a középtávú hitelezésben hátrány, ha valaki már kért átütemezést, és ez már 1 esetről így van. A kapcsolat mellelleg nem sokkal erősebb hiteltörlesztési problémák esetében: a késedelmes fizetés is kellő jelzés a pénzintézetek számára a további hitelkérelmek elbírálását tekintve.

Érdekes viszont, hogy a fizetési problémák nem befolyásolják sem a cégek finanszírozási politikáját, hitelfelvételi kedvét (a "bankhitel igénybevétele" változót tekintve); de ami még furcsább, a hitel/saját tőke arányt sem (a függetlenségvizsgálat mindkét esetben igen inszignifikáns). Ugyanez mondható el a bankhitelek rövid finanszírozási forrásokon belüli részarányára elvégzett variancia-analízisről ($p \gg 0,05$). A rossz fizetési fegyelem tehát meglepő módon nem látszik tükröződni a hitelarányokban - azaz még ha nehezen is, de a rossz adós is úgy tűnik, kap hitel.

4. Az alprojekt legfontosabb megállapításainak összefoglalása

A hitelszerkezetet a méret szerint vizsgálva megállapíthattuk, hogy a nagyobb cégek éven belüli forrásként gyakrabban alkalmaznak bankhitelt, az összes hitelállományon belül viszont ezek aránya kisebb: a „nagyok” inkább középtávú és devizahitelekkel finanszíroznak. Hiteleiknek tőkéjükhöz mért aránya nem sokkal haladja meg a kisebb cégeket - nem úgy mint a külföldi többségi tulajdonban levő vállalatoknál, akik állami társaiknál jóval nagyobb tőkeáttétellel rendelkeznek. Hitelszerkezetük részben hasonlít a nagy cégekéhez azzal a különbséggel, hogy ők, más tulajdonformájú vállalatokhoz képest, még középtávon sem nagyon finanszíroznak forintban, hanem a deviza mellett az anyacégtől kapnak hitelt.

A másik oldalon úgy tűnik, hogy a legnehezebben nem a még nem privatizált állami, hanem a belföldi „vegyes” (magán, szövetkezeti, esetleg állami-külföldi hibrid) kisvállalatok jutnak hitelhez. Ez a

nehézség azonban csak a kisebb hitelarányokban tükröződik, nem jelent a bankok részéről teljes „moratóriumot”. A tulajdonosnál azonban „elrettetőbb” jelnek bizonyult a múltbeli törlesztési probléma: átütemezési kérelem illetve fizetési késedelem esetén jelentősen nehezebb volt hitelhez jutni.

Nyilvánvalóan a rendelkezésünkre álló adatok további összefüggéseinek elemzésével még árnyaltabban jellemezhetjük a vállalati hitelpolitikát. Vizsgálható így pl. a jövedelmezőségi adatoknak (tőkearányos nyereség) vagy az adott vállalat iparági hovatartozásának és a tőkeáttételnek a kapcsolata vagy a hitelhezjutás-jövedelmezőség-fizetési fegyelem összefüggés is. Ez a vizsgálat azonban már túlmegy jelen tanulmány keretén, mely inkább kiindulópontja, mintsem befejezése a vállalati hitelfinanszírozás szerteágazó problémakörének elemzésének.

5. A kutatásban közreműködők

Öcsi Béla, BKE, Nemzetközi Bankárképző, asszisztens

Szakadát László, BKE, adjunktus

5.1. Az alprojekt keretében készült tanulmányok

5.1.1. Háttér tanulmány

Szakadát László: Foreign Direct Investment and Competitiveness in Central Europe

A program kiemelt támogatói:

Center for International Private Enterprise,
Washington, US
Állami Privatizációs és Vagyonkezelő Rt.
Országos Műszaki Fejlesztési Bizottság
Országos Tudományos Kutatási Alap

További támogatók:

Magyar Menedzsment Intézet és tagvállalatai:
MOL Rt., Dunaferri Rt., Antenna Hungária Rt.,
MATÁV Rt., MALÉV Rt.
Ipari és Kereskedelmi Minisztérium
Földművelésügyi Minisztérium
Friedrich Naumann Alapítvány