



A piaci hitelezés helyreállításának minőségi ismérvei



A PIACI HITELEZÉS HELYREÁLLÁSÁNAK MINŐSÉGI ISMÉRVEI

Az elkövetkező időszak egyik legfontosabb kihívása a piaci alapú vállalati, különösen a kkv hitelezés helyreállása, amely nemcsak mennyiségi szempontból, hanem minőségi szempontok alapján is fontos. Más szavakkal nem elég, hogy a kkv hitelezés elérje az elvárt 5-10 százalékos éves növekedési ütemet, fontos annak a minőségi összetétele is. A kkv-k legdinamikusabb, válság alatt is növekedni képes 10 százaléka a jelenlegi hitelállomány több mint kétharmadával bír, vagyis a hitelhez jutás és annak minőségi ismérvei nem jelenthettek szűk keresztmetszetet fejlődésükben. Ezáltal a dinamikus vállalatok hitelezési jellemzői megfelelő kiindulópontot nyújthatnak a piaci hitelezés helyreállításának minőségi ismérvei meghatározásához:

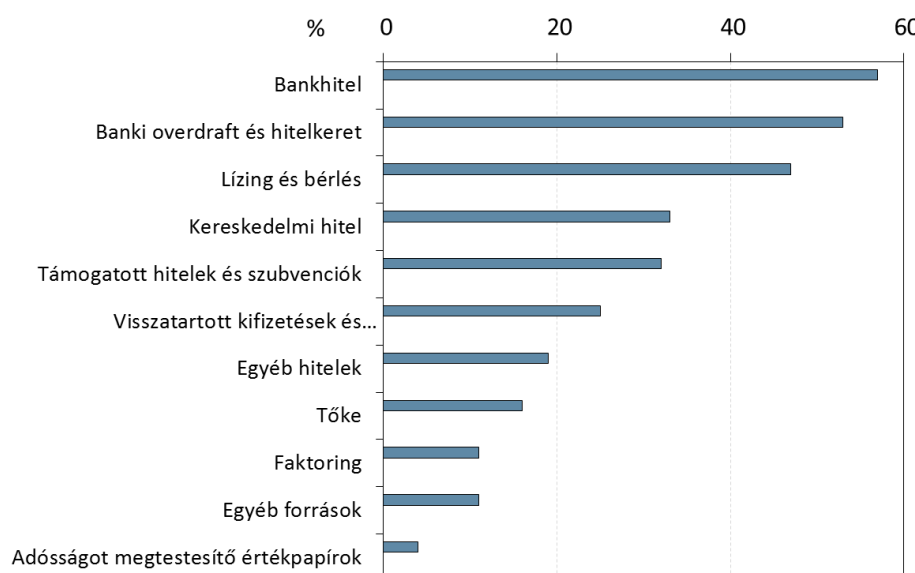
1. A hitelezés segítse a mikro, kis és középvállalatok forráshoz jutását.
2. Széles körben legyenek hozzáférhetőek a beruházási hitelek, mivel ezek adják a fenntartható növekedés gerincét, és tovább dinamizálják a vállalatokat.
3. A beruházási hitelekben belül az 5 évnél hosszabb lejáratúak is legyenek hozzáférhetőek a vállalatok széles köre számára.
4. A hosszú lejáratú, beruházási célú hitelekben belül fix kamatozású hitelek is legyenek elérhetőek a vállalkozások számára.
5. A természetes devizafedezettel rendelkező vállalatok számára legyen elérhető a devizafinanszírozás is a forint hitelezés mellett.
6. A 7 évnél fiatalabb vállalatok nagyobb valószínűséggel válnak dinamikusabbá, amely hitelezéssel tovább ösztönözhető, ezért fontos a forráshoz jutásuk.
7. Jellemzően a feldolgozóipar, mezőgazdaság, kereskedelem és szállítás szektorokból kerülnek ki a legdinamikusabb vállalatok, ezért a hitelezésben is kiemelt figyelmet érdemelnek.
8. A kkv szegmens számára is alapvető, hogy mérsékelt profit felár mellett (legfeljebb a tőkéből elvárt hozamot árazva) juthassanak hitelhez.
9. A banki hitelezés mellett érdemi szerepük lehet az alternatív forrásoknak is. A verseny és diverzifikáció jegyében történő tőkepiaci fejlesztés erősíti a hitelezés növekedést támogató szerepét, amelyben a Budapesti Értéktőzsdének a jövőben érdemi szerepe lehet.

A Magyar Nemzeti Bank elkötelezett a felzárkózóban lévő magyar gazdaság hosszútávon is fenntartható növekedési ütemét szolgáló lépések mellett.

1. BEVEZETÉS

A vállalatok pénzügyi forráshoz jutása elengedhetetlen feltétele a kapacitásaik és termelékenységük bővítésének egyaránt. Ahogy azt Beck és szerzőtársai (2001)¹ megállapították, **támogató jogi környezet mellett minden típusú finanszírozási struktúra pozitív hatással bír a növekedésre nézve**. Míg azonban a nagyvállalatok számára elérhető többnyire minden típusú finanszírozási forma akár külföldi hitelekéről, akár kötvény vagy tőkepiacról, akár tulajdonosi forrásról legyen szó, addig **a kkv-k forráshoz jutása erősen korlátozott**, és ez a pénzügyi válság óta fokozottan igaz. Tehát, bár nagyságrendjükben a **tőke és azokon belül az FDI** nagy jelentőséggel bírnak a nem-pénzügyi vállalatok forrásszerkezetében, ezek **koncentrációja igen magas**, és **csupán egy szűk kör számára** jelentenek ténylegesen elérhető forrást. Megemlítendőek még a **kereskedelmi hitelek**, amivel átmeneti finanszírozást nyújtanak egymásnak a kereskedelmi láncban álló vállalatok szállítói tartozások révén, és amelyek a likviditáskezelésük szempontjából sokszor elengedhetetlenek, főként a szigorodó hitelezési standardok mellett, azonban **hosszú távú kapacitásbővítő vagy termelékenyséjavító hatásuk alacsony**. Figyelmünk ezért elsősorban a hitelezésre, másodsorban pedig a tőkepiacra irányul a tanulmányban, **amelyek ösztönzése hozzájárul a fenntartható, egyensúlyi növekedéshez és jellemzően a növekedni képes vállalatok szélesebb köre számára elérhetőek**.

1. ábra: EU-28 tagállamokban működő kkv-k jellemző finanszírozási keresleti iránya, 2014



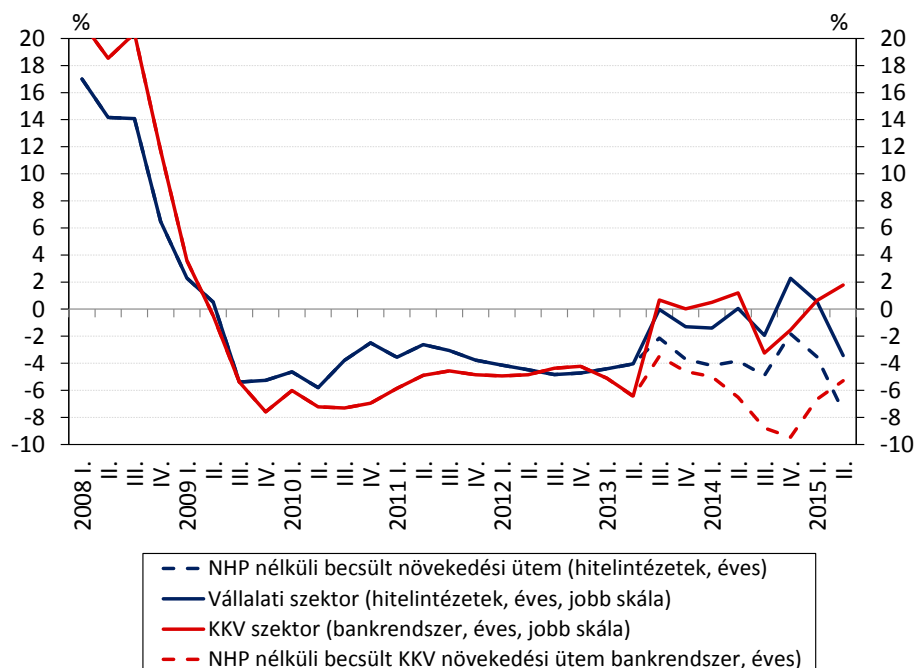
Forrás: ECB/EC felmérés, 2014

Egy 2014-es Európai Központi Bank és Európai Bizottság által vezetett felmérés igazolja (1. ábra), hogy **a kkv-k számára az elsődleges finanszírozási kereslet a bankrendszer felé irányul**. A banki hitelezési csatorna hagyományosan a legelterjedtebb forráshoz jutási lehetőség egy gazdaságban, azonban a válságot követően, főként a kis és középvállalkozások számára ez a csatorna korlátozottan érhető el. Így számos ágazat válhat alulfinanszírozotttá, és eközben veszít a termelékenységéből. A Növekedési Hitelprogram segítségével ugyan a kkv-k hitelállományának leépülése megállt, jelenleg a vállalati hitelállomány éves összevetésben továbbra is 3-5 százalékkal csökken (2. ábra), és előretekintve a bővülő hitelpályát jelentős kockázatok övezik. Ezért **egyrésről ösztönözni szükséges a vállalatok hitelhez jutását, másrésről érdemes megvizsgálni az alternatív finanszírozási csatornákon keresztül történő forráshoz jutás előtt álló akadályokat**. A bevezetni kívánt pozitív jegybanki hitelösztönző eszközök mennyiségi oldalról támogatják a vállalati hitelállomány bővülését, mivel számszaki vállalásokat jelentenek a bankrendszer számára. Jellemzően 1 százalékpontnyi hitelállomány növekedés 0,1 és 0,2 százalékpont közötti GDP növekedéssel jár együtt (Tamási-Világi,

¹ Beck, Thorsten - Demircuc-Kunt, Asli - Levine, Ross - Maksimovic, Vojislav (2001): „Financial structure and economic development: firm, industry, and country evidence”, Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Development. MIT Press

2011)². Mindazonáltal fontos megvizsgálni, hogy a hitelbővülés milyen minőségi ismérvek mellett kerülhet leghatékonyabban folyósításra a gazdaságba úgy, hogy a hitelezés gazdasági növekedést támogató szerepe maximális legyen.

2. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának növekedési üteme



Megjegyzés: A vállalati szektor idősora tranzakciók alapján, míg a kkv-idősor 2013 negyedik negyedévtől becsült tranzakciók alapján számítva. Forrás: MNB.

A tanulmány fókuszában ezért a hatékony belföldi banki hitelezés minőségi szempontjai állnak. A múltbéli tendenciák mind mennyiségi, mind minőségi szempontból kiindulópontját képezik arra a kérdésre adható válasznak, hogy milyen területeken és módokon érdemes erősíteni és ösztönözni a magyar vállalatok forrásellátottságát. Módszertani megközelítésünk egyaránt a következő: **először kiválasztottuk a múltban kiemelt növekedést realizáló, dinamikus vállalatokat, majd megvizsgáltuk milyen hitelezési jellemzők állnak a sikeres teljesítmény mellett a hitelek hosszát, jellegét, devizanemét és a vállalatok méretét, ágazatát, életkorát tekintve. Ezáltal lehetővé válik, hogy a korábban is kevésbé hitelkorlátozott vállalatok piaci hiteleinek minőségi aspektusait megfigyeljük.**

A tanulmányban tárgyaljuk a **kkv-k azon niche szegmensének** lehetőségeit is, amelyek a konzervatívabb, prudensen működtetett bankszektor számára nem kerülhetnek fókuszba, **mint a start-upok vagy dinamikusan fejlődő ágazatok vállalkozásai.** Főként az **innovatív, magasabb kockázati profilú kkv-k** azok, amelyek életciklusa korai szakaszának finanszírozási igénye nem illeszthető a hagyományos és prudens banki hitelezés kereteibe. Ez olyan **finanszírozási rést** eredményezhet, amely a **potenciális növekedésre** is negatív hatással van (OECD, 2006)³. Ezen a területeken szükséges a diverzifikáció, és **alternatív forráshoz jutásról** érdemes gondoskodni: **akár állami vagy EU támogatások, garanciaprogramok révén, akár alulról jövő finanszírozási eszközök szabályozott körülmények között történő ösztönzésével, vagy akár kockázati tőke és tőke jellegű instrumentumokon keresztül. Kiemelt fontosságú a rendelkezésre álló Budapesti Értéktőzsde minél hatékonyabban történő kihasználása a forrásbevonásban.**

² Tamási Bálint – Világi Balázs (2011): Identification of credit supply shocks in a Bayesian SVAR model of the Hungarian Economy. MNB-füzetek.

³ OECD (2006): The SME Financing Gap: Theory and Evidence. OECD Publications.

2. MEGKÖZELÍTÉSÜNK: A DINAMIKUS VÁLLALATOK HITELEZÉSÉNEK VIZSGÁLATA

2.1. Gyors növekedésű vállalatok meghatározásának módszertana

A kettős könyvelésű vállalatok társasági adóbevallásából származó mérleg és eredményadatok összefűzésén keresztül hosszabb időtávon vizsgálható a magyar vállalatok növekedési potenciálja. Ebből a mikroszintű adatbázisból kiindulva meghatározhatóak a gyorsan növekvő vállalatok (Békés-Muraközy, 2011)⁴. Jelen tanulmányban a gyors növekedésű, dinamikus vállalatok meghatározására két definíciót alkalmazunk. Mindkettő a legnagyobb árbevétel növekedési indexszel rendelkező vállalatokat ragadja meg, az egyik a vállalatok teljes sokaságán, a másik pedig ugyanezt a 2 számjegyig nézett TEÁOR kódok alapján megragadható szektorokon belül egyenként. Az árbevétel növekedési indexet Schreyer (2000)⁵ nyomán a következőképpen számoljuk.

$$G_{it} = (X_{(i,t+3)} - X_{(it)}) / X_{(it)} * X_{(i,t+3)}$$

Ahol X_{it} i vállalat t évre vonatkozó árbevétele.

Azokat a vállalatokat tekintjük dinamikusnak, akik a G_{it} index eloszlásának felső decilisébe tartoznak. A G_{it} index egyik fontos tulajdonsága, hogy a százalékos növekedés mellett figyelembe veszi azt is, hogy egy kisméretű vállalatnak relatíve könnyebb nagyobb növekedést produkálnia, így a nagyobb árbevétel szint is növeli az index értékét.⁶

1. táblázat: Dinamikus vállalatok átlagos száma 2005-2011 között

	Dinamikus	Dinamikus a saját szektorán belül	Különbség a két módszertan között
Mezőgazdaság	1072	804	268
Bányászat, kőfejtés	45	29	17
Feldolgozóipar	3107	2522	584
Villamosenergia-, gáz-, gőz	102	34	67
Vízellátás; szennyvíz	229	116	113
Építőipar	2130	2263	-133
Kereskedelem, gépjárműjavítás	6391	6006	385
Szállítás, raktározás	1204	823	381
Szálláshely, vendéglátás	604	1048	-444
Információ, kommunikáció	1022	1173	-151
Pénzügyi, biztosítási tevékenység	1532	1662	-130
Ingatlanügyletek	2144	3066	-922
Szakmai, tudományos, műszaki	1135	1139	-4
Összesen	20715	20685	N/A

A gyors növekedésű vállalatok a t és $t+3$ évek között létező vállalatok 10 százaléka, amely évente átlagosan 21 000 vállalatot jelent 2005 és 2011 között. Az 1. táblázat foglalja össze a vállalatok számának megoszlását nemzetgazdasági szinten.

⁴ Békés Gábor – Muraközy Balázs (2011): Magyar dinamikus vállalatok: gyors növekedésű vállalatok jellemzői és kialakulásuk elemzése Magyarországon, 2011. szeptember. Lásd: <http://www.econ.core.hu/file/download/bwp/bwp1109.pdf>

⁵ Schreyer, P. (2000): The Contribution of Information and Communication Technology to Output Growth: A Study of the G7 Countries, OECD Science, Technology and Industry WP, 2000/2.

⁶ A gyors növekedésű vállalatok azonosításához használt növekedési index kiszámításához szükséges, hogy a vállalat $t+3$ időszakban rendelkezzen árbevétellel. Ez egyrésztől meghatározza a legutolsó vizsgált évet, amely a legfrissebb elérhető mérlegadatok felhasználásával 2011. (Mivel a KHR adatok csak 2005-től elérhetőek, ez meghatározza az vizsgált időszak kezdetét, de lehetőség nyílik a válság előtt és a válságot követően is dinamikusként viselkedő vállalatok vizsgálatára.) Másrészt kizárja az elemzésből azokat a vállalatokat, akikre nincs $t+3$ időszakban árbevétel adat, azaz t és $t+3$ között üzletileg inaktívvá válnak, esetleg teljesen meg is szűnnek. Ez átlagosan a teljes vállalati populáció mintegy 30 százaléka.

gi ágazatok szerint. A két dinamikus definíció között mindössze apróbb különbséget találunk. Mivel a szektoron belüli dinamikus definíció az egyes szektorokon belüli eloszlásra épül, a teljes sokaságon alkalmazott definíció szerint azonosított vállalatok magasabb száma azt jelenti, hogy ott sokkal gyakoribb a dinamikus vállalatok megjelenése a teljes sokaságban. A markáns nagyságrendi különbségek hiánya arra utal, hogy szektorális besorolás alapján nem lehet egyértelműen következtetni a gyors növekedésre, mindazonáltal **az ágazatok közül kiemelhetjük azokat, ahol arányaiban több dinamikus bukkant fel a teljes sokaságon belül: ezek a feldolgozóipar, a kereskedelem, a szállítás és a mezőgazdaság.** A továbbiakban főként a teljes sokaságon értelmezett dinamikus definíciót fogjuk használni, míg szektorok közötti összehasonlításoknál a szektoron belüli dinamikus definíciót alkalmazzuk.

2.2. A gyors növekedésű vállalatok adják a hozzáadott érték és export felét

A 2. táblázat összefoglalja a dinamikus vállalatok súlyát egyes mutatók szerint a dinamikus és nem dinamikus vállalatok teljes sokaságának teljesítményével összehasonlítva. **Látható, hogy szinte minden mutató szerint magasabb arányt képviselnek, mint a vállalatszám szerinti 10 százalékos arányuk.** Ez a koncentráció **elsősorban az árbevétel-nél és az export árbevételénél** jelenik meg. Míg a felső blokk csak azokat a vállalatokat tartalmazza, akire definiálható a Schreyer-index, az alsó blokk a t+3 időszak előtt kilépő vállalatokat is tartalmazza.

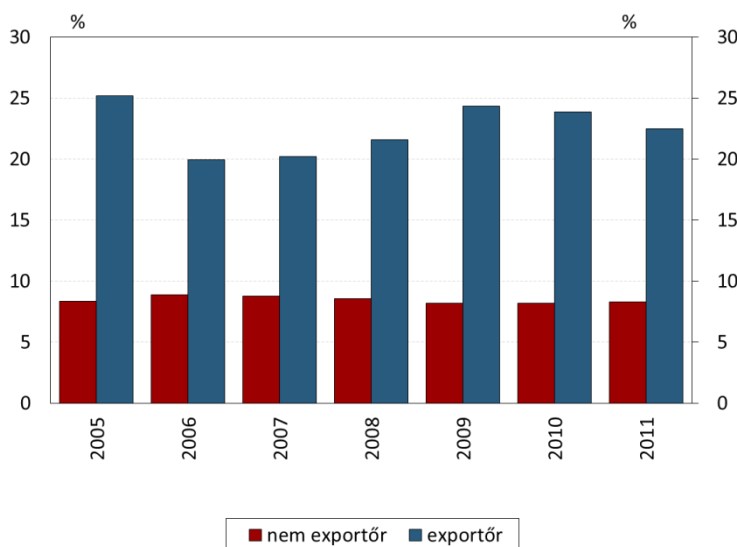
2. táblázat: Dinamikus vállalatok teljesítményének átlagos aránya 2005-2011

	létszám	hozzáadott érték	árbevétel	export
Ha a teljes sokaság csak a legalább 3 évig élő vállalatokat tartalmazza:				
dinamikus / összes vállalat	36%	48%	45%	55%
szektoron belül dinamikus / összes vállalat	33%	42%	41%	51%
Ha a teljes sokaság a t+3 évig exitáló vállalatokat is tartalmazza:				
dinamikus / összes vállalat	30%	45%	41%	51%
szektoron belül dinamikus / összes vállalat	28%	39%	37%	48%

Forrás: MNB.

Az exportáló vállalatok között jóval több a gyors növekedésű vállalatok aránya, mint a gazdaság többi vállalata között. A 3. ábra alapján a nem exportőr vállalatok között 10 százalék alatti a dinamikus vállalatok aránya, ami a sokasági átlagot közelíti, míg az exportőr vállalatok esetében 20 százalék körüli ez az arány. Ez az eredmény szorosan összefügg a stilizált ténnyel, hogy az exportőr vállalatok általában is magasabb termelékenységet mutatnak.

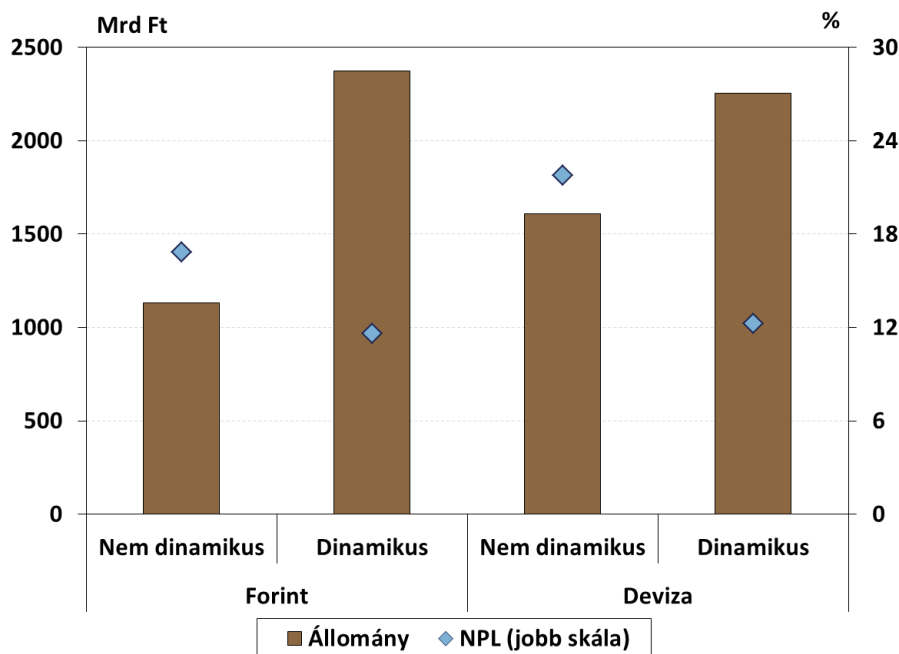
3. ábra: Dinamikus vállalatok aránya exportáló státusz szerint



Megjegyzés: Az ábra az adott évtől számítva 3 éven belül dinamikussá váló vállalatokat mutatja. Forrás: MNB.

A 2015. június végén a hazai pénzügyi közvetítőrendszer fennálló vállalati hitelállományának közel kétharmada volt köthető a gyorsan növekvő, ún. dinamikus típusú vállalatokhoz (4. ábra). A devizahiteleket tekintve 40 százalékkal több tartozott dinamikus vállalatokhoz, míg forinthitelből kétszer annyival rendelkeztek, mint a lassabb dinamikával bővülő vállalatállományuk. A nemteljesítési arányokat illetően épp fordított a helyzet: míg a nem dinamikus csoportba tartozó vállalatok hitelállományát átlagosan magasabb, 18-22 százalékos NPL-ráta jellemzi, addig a dinamikus hitelportfólióban szignifikánsan alacsonyabb, 11-12 százalékos a nemteljesítő hitelek aránya.

4. ábra: A dinamikus vállalatok fennálló hitelei devizanem szerint, illetve a hitelek NPL aránya (2015. június)



Megjegyzés: Az ábra az elmúlt évtizedben valamikor dinamikussá váló vállalatok jelenlegi hitelállományát mutatja. Forrás: MNB, KHR.

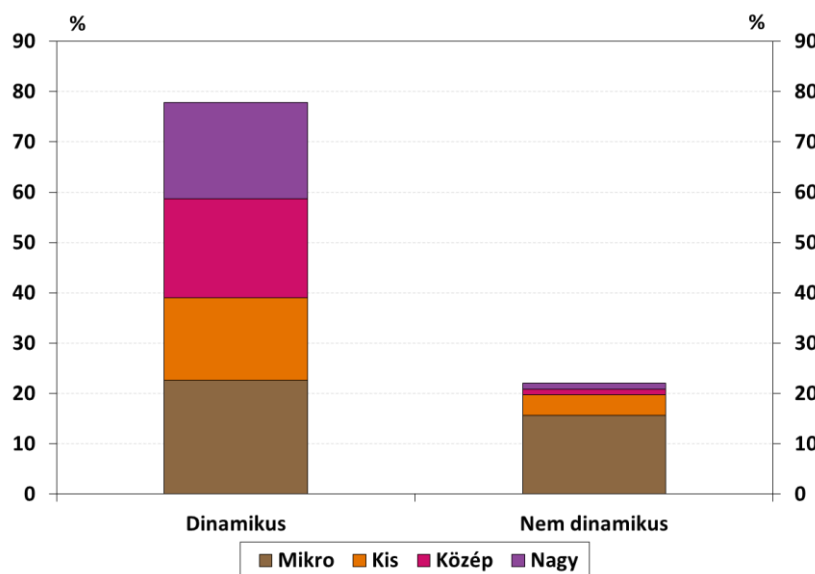
A vállalatok legdinamikusabb, válság alatt is növekedni képes 10 százaléka a jelenlegi hitelállomány kétharmadával bír, vagyis a hitelhez jutás és annak minőségi ismérvei nem jelenthettek szűk keresztmetszetet fejlődésükben. Ezáltal a dinamikus vállalatok hitelezési jellemzői megfelelő kiindulópontot nyújthatnak a piaci hitelezés helyreállításának minőségi ismérvei meghatározásához.

3. DINAMIKUS VÁLLALATOK HITELEZÉSÉNEK MINŐSÉGI ISMÉRVEI

3.1. A hitelezés segítse a mikro, kis és középvállalatok forráshoz jutását

A fennálló vállalati hitelek vállalatméret szerinti megoszlásában markáns eltérések tapasztalhatóak a dinamikus és nem dinamikus besorolások szerint. Bár a teljes vállalati hitelállomány legnagyobb szelete a mikrovállalkozásokhoz köthető, ennek oka elsősorban a nem dinamikus típusú vállalatok hiteleinek eloszlásában tapasztalható aránytalanság (5. ábra). A fennálló vállalati hitelállomány kétharmada köthető a dinamikus típusú vállalatokhoz, a többi vállalat hitelállománya alacsony volument képvisel. A fentiek tükrében összességében elmondható, hogy a vállalati hitelállomány azon része, amelyet nem dinamikus típusú vállalatok vettek fel, az átlagnál fiatalabb és kisebb méretű vállalat finanszírozásaként funkcionál, de részarányuk így is csupán ötöde a teljes vállalati hitelállománynak.

5. ábra: A vállalati hitelek vállalatméret és vállalat típus szerinti megoszlása (2015. június)

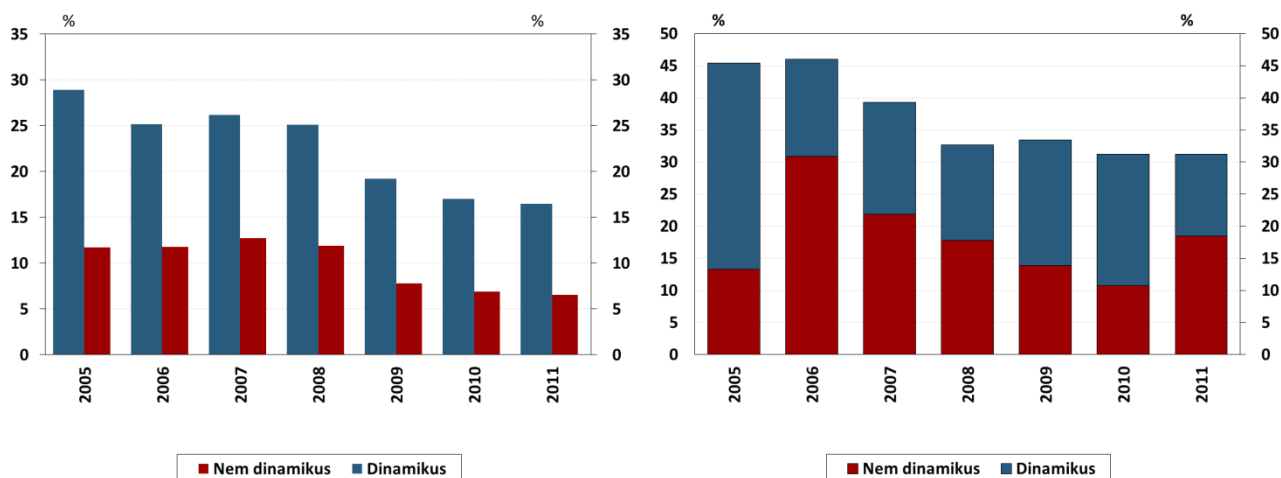


Megjegyzés: Vállalatméret kategória nem elérhető minden esetben, így az összesített részarány eltérhet a teljes populációban mérttől. Forrás: MNB, KHR.

3.2. Széles körben legyenek hozzáférhetőek a beruházási hitelek, mivel ezek adják a fenntartó növekedés gerincét, és tovább dinamizálják a vállalatokat

A beruházási hitelek nyomán bővülnek egy gazdaság kapacitásai, valamint a későbbi dinamikus működés valószínűsége is megnő. A gyors növekedésű vállalatok átlagosan az adott évben felvett beruházási hitelek 45 százalékát veszik fel, miközben a teljes vállalati populáción belül mindössze 10 százalékos a részesedésük. Azonban nemcsak a hitelösszegben nagyobb a részarányuk, hanem a hitelt felvevő vállalatok arányszáma szerint is. 2005-2011 között ugyan egyre kevesebb a beruházási hitelt felvevő vállalatok aránya mind a dinamikus és nem dinamikus csoportokban, azonban a hitelfelvevők aránya a dinamikus vállalatok között így is közel háromszoros (6. ábra). Az ábra jobb oldalán a beruházási hitelt felvevő vállalatok csoporton belüli (dinamikus vagy nem) hozzáadott érték súlyát láthatjuk a teljes sokaságon belül. A beruházási hitelt felvevők, akiknek aránya a teljes vállalati sokaságon belül 13 százalékról 8-9 százalékra csökkent, jelenleg is 30-35 százalékát adják a vállalati hozzáadott értéknek. A legutolsó vizsgált évben azonos súllyal szerepelnek közöttük a dinamikus vállalatok és a nem dinamikus vállalatok.

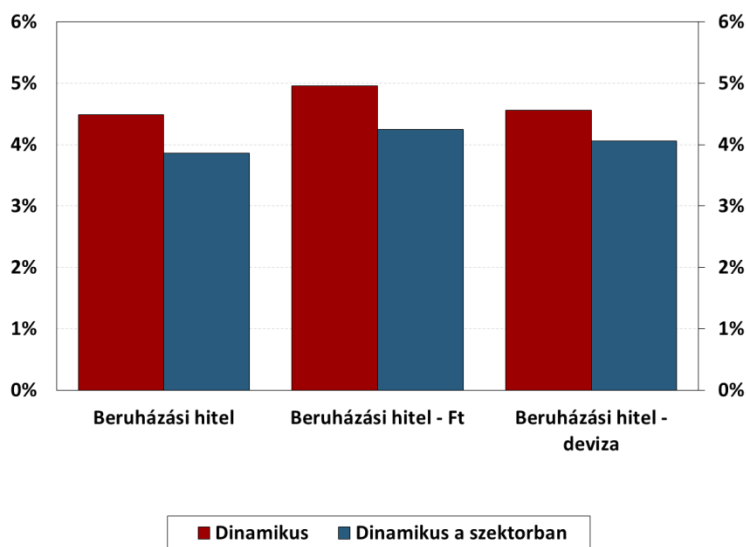
6. ábra: Beruházási hitelt felvevők aránya dinamikus státusz szerint (balra) és arányuk a hozzáadott értékben (jobbra)



Megjegyzés: Az ábra az adott évtől számítva 3 éven belül dinamikussá váló vállalatokat mutatja. Forrás: MNB.

A beruházási hitelt felvevő vállalatok között nagyobb valószínűséggel találunk olyan vállalatokat, amelyek a következő három évben magas növekedést mutatnak. Fontos megjegyezni, hogy itt nem feltételezünk oksági viszonyt, csak együttmozgást, hiszen a beruházási hitelt igénybevevő vállalatok nagy valószínűséggel jobban működtek a múltban is. **Míg definíciónk szerint a dinamikus státusz valószínűsége 10 százalék, addig a beruházási hitelt felvevők között megnő ez a valószínűség.** Ezt a többlet valószínűséget szemlélteti a 7. ábra, ahol az oszlopok magassága a beruházási hitel felvételt jelző bináris változó együttthatója egy olyan regresszióból, amelyik a dinamikus státuszt magyarázza. Fontos megjegyezni, hogy kontrollváltozók széles köre (méret, régió, kor) mellett arra is kontrollálunk, hogy a vállalat korábbi időszakban dinamikus volt-e.

7. ábra: Dinamikus növekedés többlet valószínűsége a beruházási hitel felvétele esetén

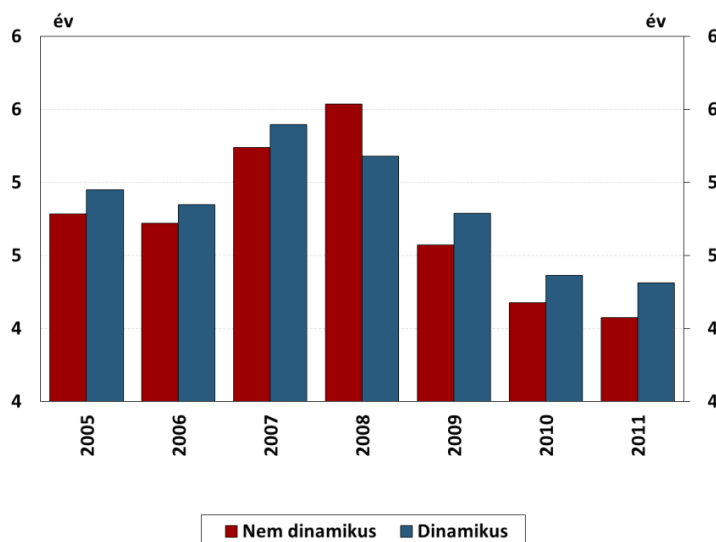


Megjegyzés: Pooled OLS regresszió - Kontrollok: múltbeli dinamikus státusz, kor, szektor, méret, régió, év. A beruházási dummy csak akkor vesz fel értéket, hogyha a vállalat az elmúlt két évben előtte nem vett fel beruházási hitelt. Forrás: MNB.

3.3. A beruházási hitelekben belül az 5 évnél hosszabb lejáratúak is legyenek hozzáférhetőek a vállalatok széles köre számára

A dinamikus vállalatok beruházási finanszírozásának lejárat szerkezete nem tér el szignifikánsan a gazdaság többi részének finanszírozásától, de válságot követő években erősen rövidülő átlagidő a dinamikus vállalatok esetében kisebb mértékű. A 8. ábra a dinamikus vállalatok és nem dinamikus vállalatok beruházási hiteleinek szerződésösszeggel súlyozott átlagos lejáratát mutatja az egyes években. Jól látható, hogy a válság hatására az átlagos beruházási hitelszerződési futamidő kb. másfél évvel lerövidült, ugyanakkor a gyors növekedésű, dinamikus vállalatok enyhén magasabb lejáratúak rendelkeznek a közelmúlt adatai alapján.

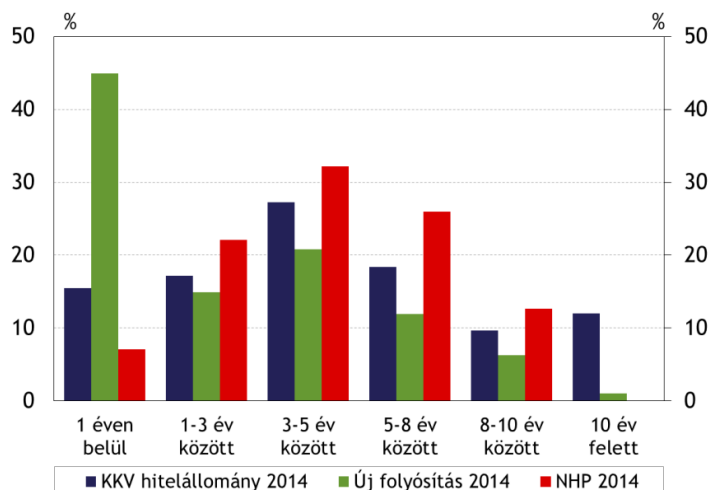
8. ábra: Felvett beruházási hitelek állománnyal súlyozott átlagos hossza (év)



Megjegyzés: Az ábra az adott évtől számítva 3 éven belül dinamikussá váló vállalatokat mutatja. Forrás: MNB.

Az Növekedési Hitelprogram egyik nagy érdeme szintén a hosszabb futamidőhöz való hozzáférés biztosítása (9. ábra). A tavalyi évben folyósított hitelek lejárat szerkezetéhez képest az NHP folyósításai jellemzően 3 és 10 év között történtek, ami jóval kiegyensúlyozottabbá tette a kkv hitelállomány átlagidejét is.

9. ábra: Kkv hitelek futamidő szerinti eloszlása (darabszám szerint), a kkv hitelállományon és az NHP-n belül⁷



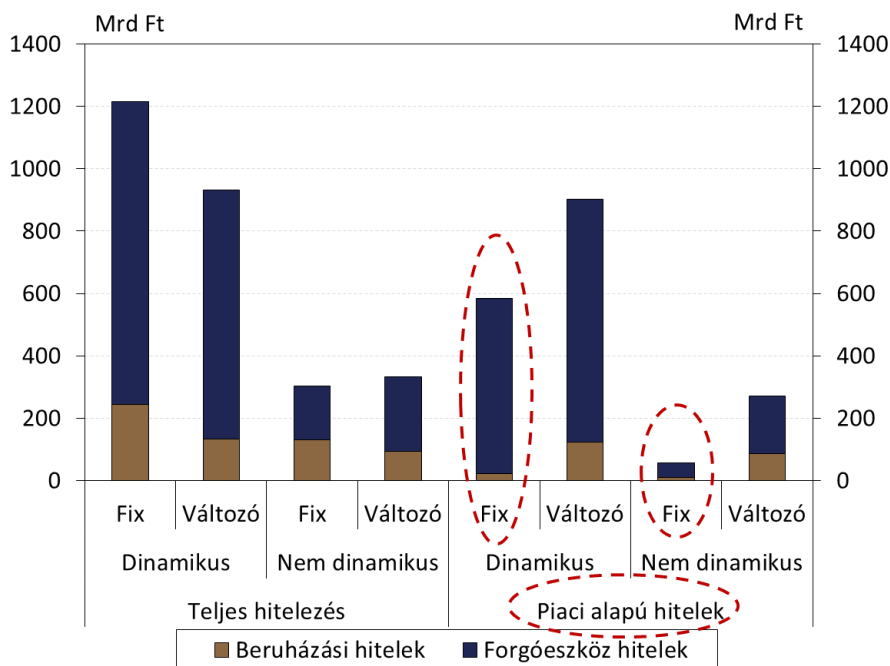
Forrás: MNB, KHR.

⁷ A fennálló állomány és az új folyósítások tartalmazzák a folyószámlahiteleket is, amelyek egyfajta rulírozó hitelként működnek. Ennek kizárásával az éven belüli hitelek aránya kisebb lenne, ezzel együtt az éven túli hiteleké magasabb. Ugyanakkor még ennek figyelembevétele mellett igaz az, hogy az NHP-n kívül kisebb mértékben nyújtanak a bankok piaci alapon hosszú futamidejű hiteleket.

3.4. A hosszú lejáratú, beruházási célú hitelekben belül fix kamatozású hitelek is legyenek elérhetőek a vállalkozások számára

A beruházási hitelekben belül a hosszabb lejáratú hitelek kamatkockázatát megszünteti, ha fix kamatozású hitelhez fér hozzá a beruházni kívánó vállalat. Ha a teljes hitelezési volument tekintjük, illetve azon belül a forint denominációjú hiteleket, akkor látható a Növekedési Hitelprogram másik nagy érdeme, a fix kamatozású konstrukciók volumenében, összevetve a piaci alapú hitelekével (10. ábra). Azonban a piaci hitelfelvételeken belül is látszik, hogy a dinamikus vállalatok erősebb igényt támasztanak a fix kamatozású konstrukciókra.

10. ábra: A vállalati forint hitel felvételek megoszlása a kamatozás módja, a dinamikus státusz és a hitelcél szerint (2014-2015)

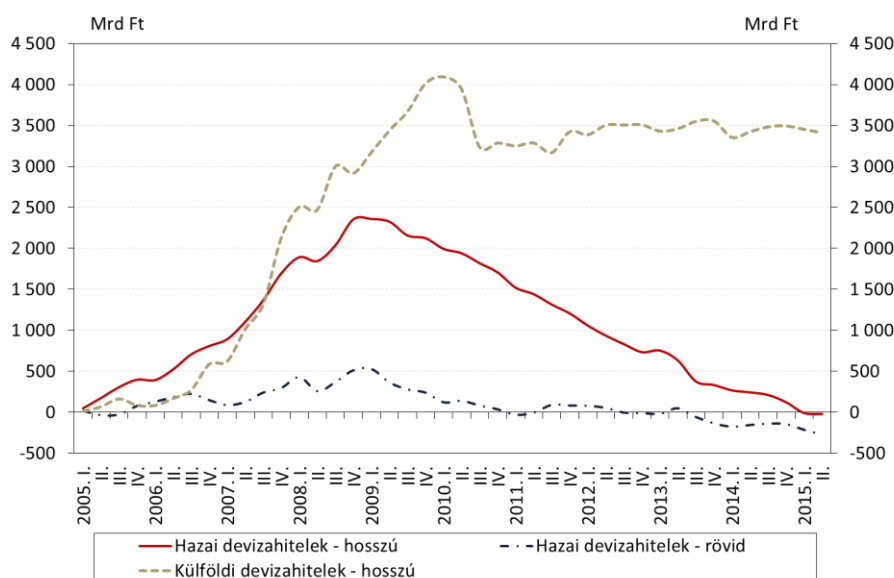


Forrás: MNB.

3.5. A természetes devizafedezettel rendelkező vállalatok számára legyen elérhető a devizafinanszírozás is a forinthitelezés mellett

A természetes devizafedezettel rendelkező, exportáló vállalatok számára legyen elérhető a devizafinanszírozás is, mivel a hazai vállalati devizahitelek jelentősen visszaestek a válságot követően (11. ábra). A válságot követően a megszigorodott hitelezési feltételek miatt a devizahitelhez jutás jelentősen beszűkült: a cégek vagy kikerültek a bankok által hitelképesnek tekintett vállalatok közül, vagy forinthitelhez juthattak hozzá, ami azonban kamatsokkot jelentett nekik, a magasabb kamatszint pedig visszafogta a hitelkeresletüket. Szemben a banki devizahitelekkel, a külföldi hiteleknel nem tapasztalható visszaesés, ami miután makrogazdasági és portfólióminőségbeli különbséggel korlátozottan magyarázható, kínálati problémákra utalhat és feltételezhetően azon vállalatokat sújthatja elsősorban, amelyeknek nincsenek külföldi hitelkapcsolatai. A kínálati problémák fennállására utalhat az is, hogy a bankok egyre nagyobb mértékben támaszkodnak más refinanszírozási forrásra.

11. ábra: A nem pénzügyi vállalatok devizahiteleinek alakulása

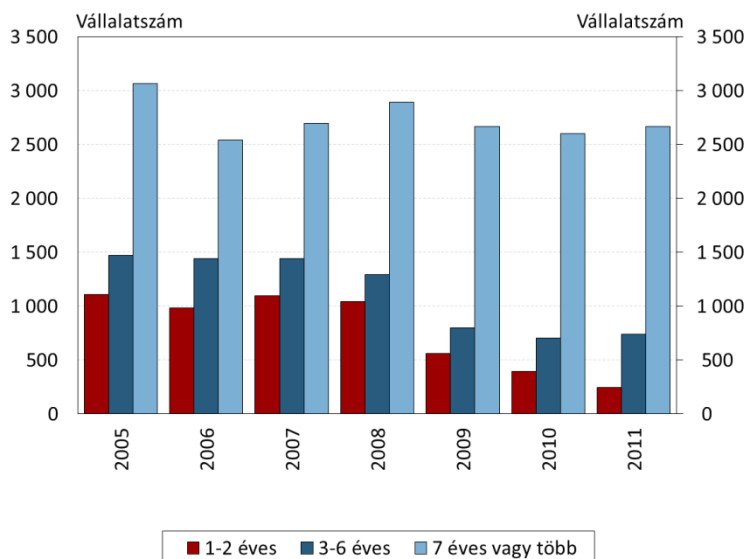


Megjegyzés: Kumulált tranzakciók szerint. Forrás: MNB.

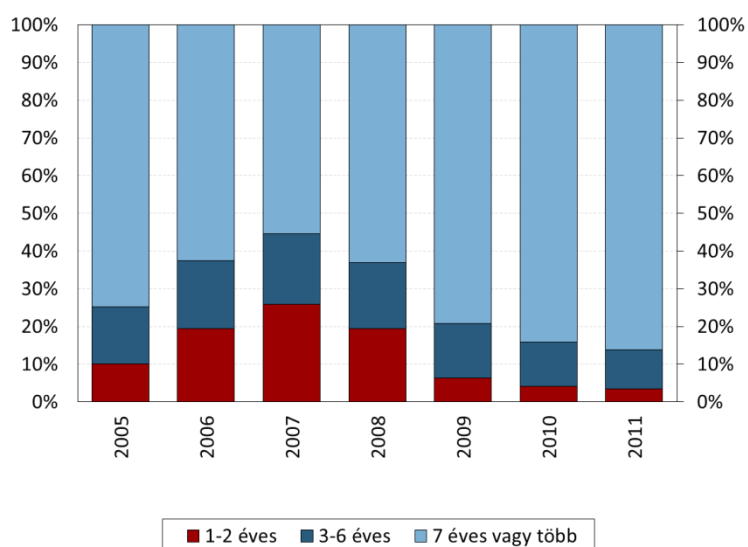
3.6. A 7 évnél fiatalabb vállalatok nagyobb valószínűséggel válnak dinamikusá, amely hitelezéssel tovább ösztönözhető, ezért fontos a forráshoz jutásuk

Fiatal vállalatok nagyobb valószínűséggel lesznek dinamikusak, az egy-két éves vállalatok körében ugyanis közel 20 százalék a dinamikus vállalatok aránya. Ugyanakkor a koreloszlásra jelentős hatással van a gazdaságban tapasztalt vállalati belépések és kilépések (alapítások és megszűnések) dinamikájának alakulása. Az egy-két éves vállalatok aránya egy évben átlagosan 22 százalék körül mozog,⁸ míg a legnagyobb változás a 3-6 éves, illetve az annál idősebb vállalatok eloszlásának megváltozásából fakad. Az előbbi aránya az időszak eleji 50 százalékról 2011-re 30 százalékra esik vissza, a válság óta ugyanis megemelkedett a 3-6 éves vállalatok kilépési aránya. Mindennek az a következménye, hogy 2010-2011-től a mintában a 7 éves és annál idősebb vállalatok kerülnek többségbe. **Ha a beruházási hitelt felvevő dinamikusakra koncentrálnunk, láthatjuk, hogy a gyorsabban növekedő vállalatok között is csökken a fiatal és közepesen idős vállalatok száma.** Ez látható a 12. ábra mentén, míg a 13. ábra szerint a felvett hitelösszegek arányában láthatjuk a dinamikus vállalatok koreloszlását. 2010-2011-re több mint 80 százalékra nő a 7 éves vagy idősebb vállalatok által felvett beruházási hitel, ami utalhat az alacsonyabb banki kockázati étvágyra és konzervatívabb hitelezési gyakorlatra. Emellett a fiatalabb, nagy hitelösszeggel rendelkező projektcégeket nagy arányban seprhette el a válság, aminek köszönhetően az arányuk hitelösszegben nagyot zuhant 2008-ról 2009-re.

⁸ 2011-től a dinamikus vállalatok definíciója miatt nem vizsgáljuk a kor eloszlást. Akkor 24 százalék az egy-két éves vállalatok aránya, súlyuk azonban folyamatosan csökken, és 2014-re 15 százalék lesz.

12. ábra: Dinamikus vállalatok kormegoszlása vállalatszám szerint

Megjegyzés: Az ábra az adott évtől számítva 3 éven belül dinamikussá váló vállalatokat mutatja. Forrás: MNB.

13. ábra: Dinamikus vállalatok kormegoszlása hitelösszeg szerint

Megjegyzés: Az ábra az adott évtől számítva 3 éven belül dinamikussá váló vállalatokat mutatja. Forrás: MNB.

A hitellel rendelkező vállalatok átlagos eladósodottsága jellemzően a vállalatok kora és mérete alapján mutat heterogenitást: míg az átlagos eladósodottság 40 százalék körüli, addig a vállalatok korosztályától, méretétől, dinamikus státuszától függően ez szélesebb skálán mozog (3. táblázat). **Minél öregebb egy vállalat, átlagosan annál kevésbé eladósodott, illetve minél kisebb, jellemzően annál inkább el van adósodva**, aminek egy lehetséges magyarázata az lehet, hogy a kisebb és fiatalabb vállalkozások jellemzően tőkehiányosak. A dinamikus státusz azonban bizonyos szegmensekben hozzátesz a vállalati szintű eladósodottsághoz, de a kauzalitás irányát ebben a tanulmányban nem vizsgáltuk.

3. táblázat: A vállalati hitelek a felvevő vállalatok méret és kor szerint megoszlásban

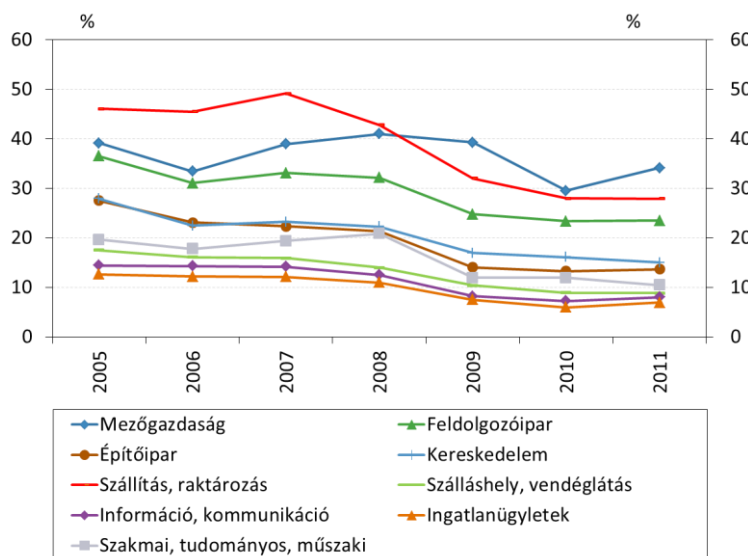
	Nem dinamikus			Dinamikus		
	Mikro	Kis	Közép	Mikro	Kis	Közép
Max. 3 éves	46,0%	33,7%	38,9%			
3-5 év	50,3%	67,3%	39,6%	46,4%	38,7%	43,6%
5-7 év	57,5%	39,2%	49,9%	58,9%	36,0%	39,3%
7-10 év	74,4%	38,0%	19,7%	65,2%	41,4%	35,2%
10-15 év	46,1%	21,7%	20,8%	50,5%	38,3%	33,4%
15 éven felül	34,6%	22,7%	37,3%	39,8%	30,3%	27,4%

Megjegyzés: A mérlegfőösszeg arányában vett hitelállomány nagysága Forrás: MNB, KHR.

3.7. Jellemzően a feldolgozóipar, mezőgazdaság, kereskedelem és szállítás szektorokból kerülnek ki a legdinamikusabb vállalatok, ezért a hitelezésben is kiemelt figyelmet érdemelnek

A gazdaság húzóágazataiban nagy felzárkózási potenciál rejlik, amit a termelékenységi rések záródásával lehet kiaknázni, ezért fontos, hogy a kiemelt ágazatokon belül a vállalatok maradéktalanul forráshoz jussanak. A dinamikus státuszú vállalatok körében minden szektorban magasabb a beruházási hitel felvételének gyakorisága a teljes sokasághoz képest, de az arány a vizsgált időszakban közel a felére esett vissza. Részben a szigorodó hitelfelvételi standardoknak is köszönhetően a magas növekedési kilátásokkal bíró vállalatok is kevesebb beruházási hitelhez fértek hozzá, mint korábban. A beruházási hitelfelvételi gyakoriság továbbra is a szállítás-raktározás, mezőgazdaság, illetve a feldolgozóipar ágazatokban a legmagasabb, a 2005-2011-es időszakban az első két ágazatban átlagosan 35 százalék feletti a beruházási hitelt felvevő dinamikus vállalatok aránya, míg a feldolgozóiparban közel 30%-os. **A beruházási hitelösszegek szektorok közötti megoszlásában visszatükröződik az egyes szektorok gazdasági teljesítménye.** A dinamikus vállalatoknak nyújtott beruházási hitelek jelentős részét teszik ki a feldolgozóipari és kereskedelmi vállalatok hitelei. A szektorok súlya időben alig változik, kivételt ez alól leginkább a mezőgazdaság és az építőipar jelent. Az utóbbi esetében a beruházási hitelek összegének aránya jelentősen csökkent 2005 óta, ami összhangban van a szektor általánosan tapasztalható gyengébb makrogazdasági teljesítményével. Egyedül a mezőgazdaság esetében látunk némi javulást a dinamikus vállalatok beruházási hitelfelvétel arányában, ami mögött az egyre kiszámíthatóbb cash flow-t jelentő földalapú és vidékfejlesztő támogatások rendszere állhat.

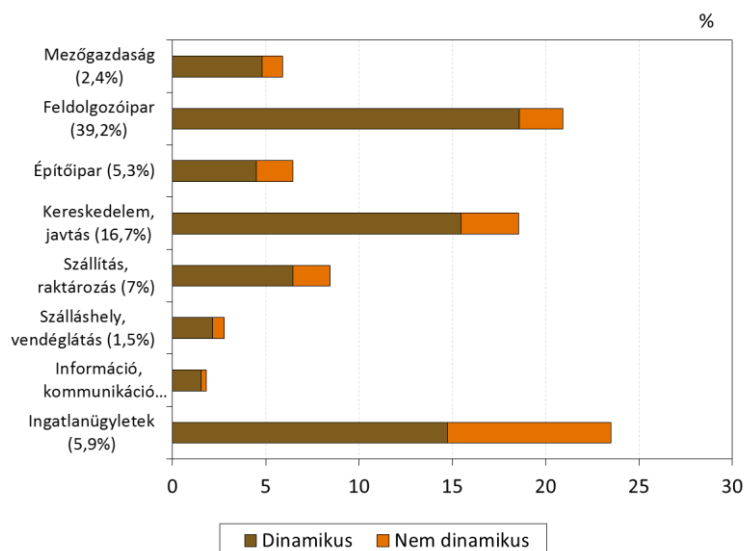
14. ábra: Beruházási hitelt felvevő vállalatok aránya a dinamikusak között ágazati bontásban



Megjegyzés: Kihagyott szektorok a Pénzügy, Bányászat, Víz és Villamos-energia ellátás. A dinamikus vállalatokat szektoron belül definiáltuk. Forrás: MNB.

A fennálló hitelállomány a felvevő vállalatok ágazati besorolásának eloszlása szerint legnagyobb részben (24 százalék) az ingatlanügyletek ágazathoz köthető (15. ábra). Ennek elsődleges oka azonban az alapvetően nagy volumenű és magas kockázatú projekthitelezés, bár figyelemre méltó, hogy mind a dinamikusak, mind pedig a többi vállalat esetében is a hitelállomány markáns része idesorolható. **Mindegyik szektorban a dinamikus típusú vállalatok tekinthetők meghatározónak a fennálló hitelállomány vonatkozásában, míg az egyéb vállalatok hasonló arányok mellett, de lényegesen alacsonyabb összesített hányaddal szerepelnek.**

15. ábra: A vállalati hitelállomány a felvevő vállalatok ágazata szerinti megoszlásban (2015. június)



Megjegyzés: Az itt alkalmazott definíció szerint nem beszélhetünk 3 évnél fiatalabb dinamikus vállalatokról. Zárójelben szerepel a szektorok hozzáadott értékének aránya a teljes vállalati hozzáadott értékből. Forrás: MNB, KHR.

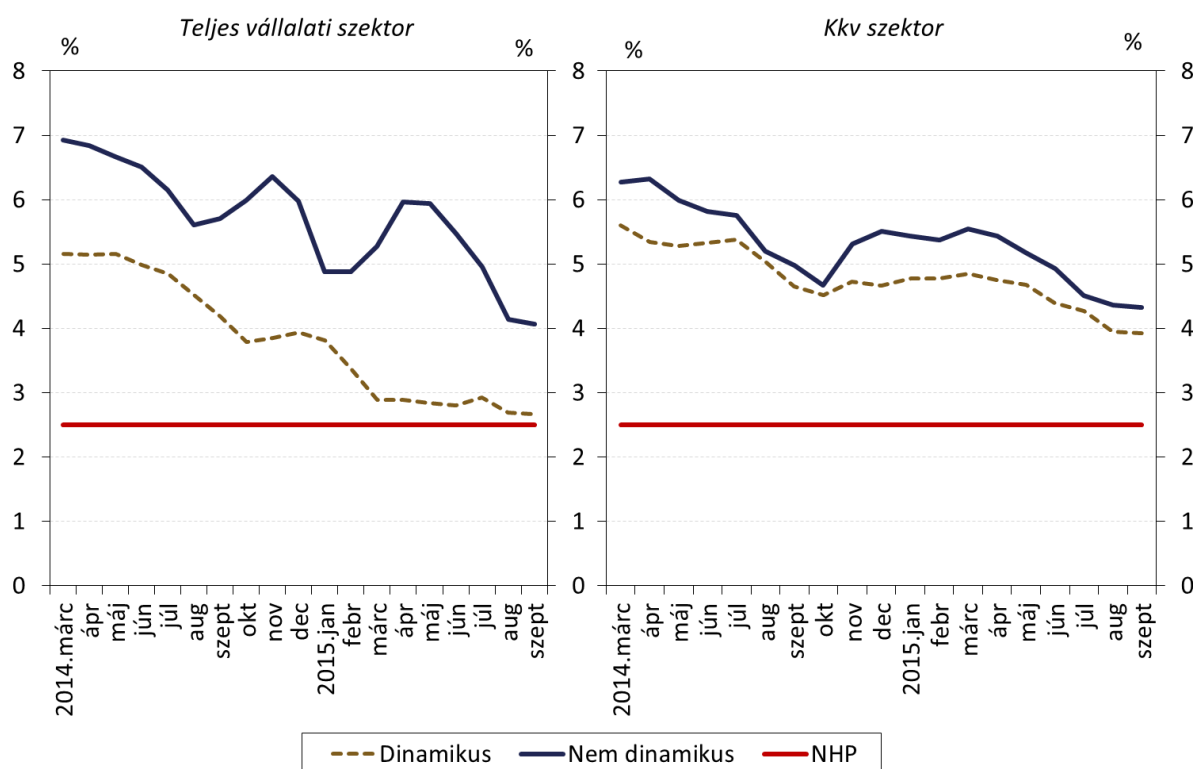
3.8. A kkv szegmens számára is alapvető, hogy mérsékelt profit felár mellett (legfeljebb a tőké-től elvárt hozamot árazva) juthassanak hitelhez

Az újonnan felvett forinthitelek kamatozását tekintve is megerősítést nyernek a dinamikus és nem dinamikus típusú vállalatok közötti különbségek (16. ábra, bal oldal). A rendelkezésre álló adatok tanúsága szerint 2014-ben mindkét vállalatípus átlagosan az NHP-hoz képest jelentős felárral tudott piaci alapon finanszírozáshoz jutni. 2015 második felére már azonban a dinamikus vállalatok gyakorlatilag az NHP-val közel azonos kamatkondíciókkal vettek fel hitelt, míg a nem dinamikusak átlagosan 4-4,5 százalékon. A kétfajta vállalatípus között 2014-2015-ben átlagosan 1,8-2 százalékpontos különbség volt megfigyelhető.

A dinamikus és nem dinamikus közti különbség legnagyobb részét azonban a nagyvállalatok hitelei magyarázzák. Ha a kkv szektor vállalataira szűkítjük a kamatok vizsgálatát, akkor azt találjuk, hogy a nem dinamikus vállalatok „kockázati felára” mindössze 50 bázispontra szűkül (16. ábra, jobb oldal). A kkv szektor szereplői így piaci feltételek mellett átlagosan 4-4,5 százalékos kamaton jutottak finanszírozáshoz a bankrendszerből, jellemzően (80 százalékban) változó kamatozáson.

A nagyvállalati szegmensben az intenzív verseny miatt a bankoknak jellemzően kisebb mozgástér áll rendelkezésre a marzsok alakítása során, így előfordulhat, hogy a bankok az e szegmens számára kínált kedvező kondíciók negatív profithatását a kisebb piaci erővel jellemezhető szegmensek – mikro és kisvállalkozások – relatíve kedvezőtel-nebb kondícióival ellensúlyozzák.

16. ábra: A piaci alapú vállalati forint hitel kamatok alakulása dinamikus és vállalatméret szerint (2014-2015)



Forrás: MNB.

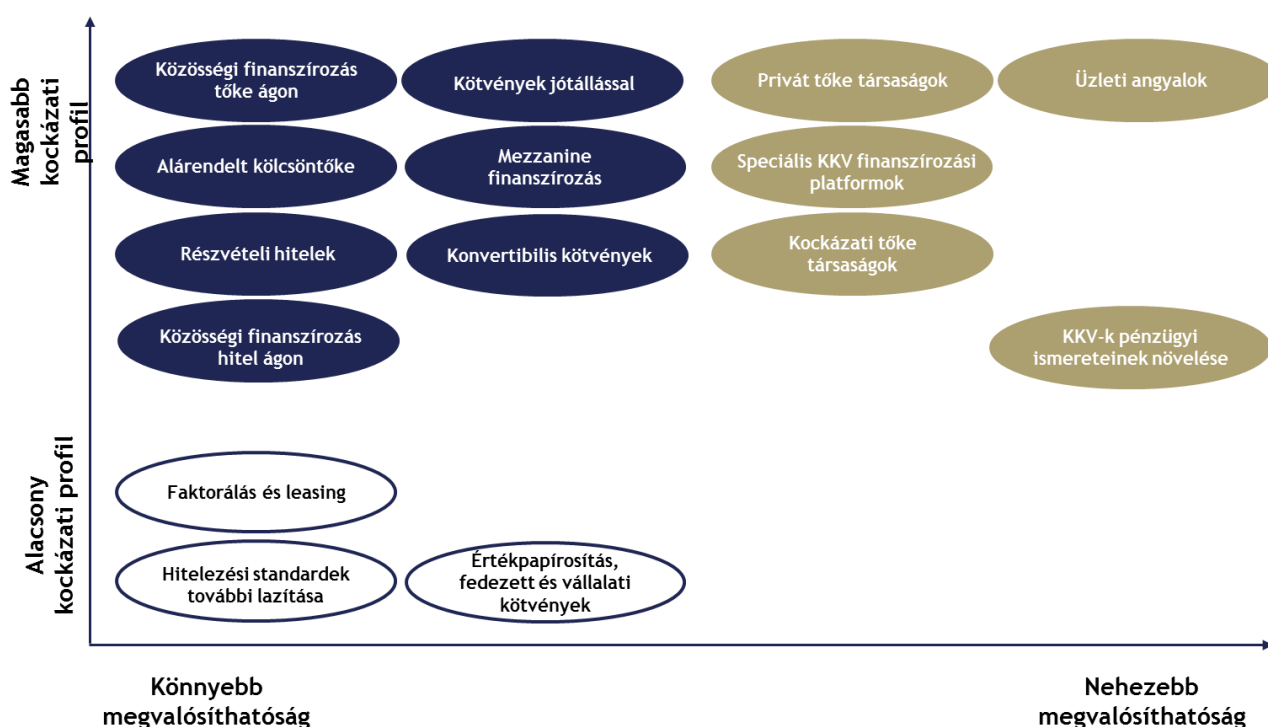
3.9. Függelék: A tőkepiac fejlesztésén keresztül tovább növelhető a finanszírozás növekedést támogató szerepe

A kontinentális Európában a banki finanszírozás a jellemző forráshoz jutási forma, a tőkepiac kevésbé kap szerepet. Az EU teljes részvénytőzsi kapitalizációja nagyságrendileg a GDP 65 százalékát tette ki 2013 végén, szemben az adósság típusú finanszírozás 170 százalékával. A nyilvános részvénytőzsi piacok amerikai GDP arányos mérete nagyságrendileg duplája az EU-énak, míg Magyarországon a BÉT kapitalizációja 20% alatti. A viszonylag alacsony tőkepiaci fejlettségnek nemcsak kínálati, de keresleti okai is vannak, mivel a kkv vezetők is jellemzően vonakodóak a tőkepiaci finanszírozással kapcsolatban. A problémára a válság kirobbanása ismét rávilágított, és egyre inkább előtérbe került a banki finanszírozást kiegészítő, diverszifikáltabb finanszírozási források szükségessége, így többek között a tőkepiaci unió kiépítésére irányuló szándék. Az Európai Bizottság Zöld Könyve a **tőkepiaci unió** kiépítéséről 2015. februárban jelent meg, melynek hosszú távú célja, hogy 2019-ig lefektetésre kerüljenek az összes tagállamot átfogó, megfelelően szabályozott és integrált tőkepiaci unió alapkövei. **Ezen kívül, a kkv-k befektetői körének bővítése céljából fontos a hitelinformációk javítása**, mely a kkv-k hitelképességéről nyújtana információkat, ezáltal lehetővé téve, hogy a kkv-k nem banki befektetők szélesebb körével kerüljenek kapcsolatba.

3.9.1. Alternatív finanszírozási formák

Két kiemelt kihívás az alternatív források biztosítása a kkv-k számára, és ezek elérhetőségének tudatosítása a kkv-kban, kockázati profiluktól függően, amit alapvetően az életkoruk, üzleti tervük és tevékenységük átláthatósága határoz meg. Hosszú távú képzési folyamat szükséges ahhoz, hogy a megfelelő pénzügyi ismeretekkel rendelkezzen az a dinamikus növekedési potenciállal rendelkező vállalkozói réteg, akik öt év múlva az ország növekedési motorját jelentik. A 17. ábra foglalja össze, hogy milyen eszközök ösztönzését tartjuk elképzelhetőnek a megvalósíthatóság és kockázati profil mátrixában. A jegybank ösztönző szerepe részben a szabályozáson keresztül, részben piacteremtésen keresztül tudna érvényesülni.

17. ábra: Ösztönözhető finanszírozási eszközök



Forrás: OECD, MNB.

Keretes írás: Alternatív finanszírozási utak – a kérdés továbbra is a megvalósíthatóság és hozzáférhetőség

A hitelhez jutás hiánya az **alternatív finanszírozási utakat** nyitotta meg a pénzügyi világban, ugyanakkor ezek sokszor nem alternatívát, hanem inkább **kiegészítő finanszírozást** nyújthatnak a **diverzifikált forrásszerkezet elérése érdekében**. A kiegyensúlyozott egészséges egyensúly a tőke és hitel közötti finanszírozásban a vállalatok elemi érdeke. Emellett a tőketípusú finanszírozási formák egymásra épülése is fontos szempont a vállalatok finanszírozásában (pl: kockázati tőkés exit tőzsdéi bevezetés, vagy szakmai befektetőnek való eladás keretében).

A bankhitel mellett, további hitel (debt) típusú és tőke (equity) típusú finanszírozás lehetséges a kkv-k forrásszükségleteinek kielégítésére. Az OECD⁹ egyik friss tanulmányában összefoglalta, hogy az **értékpapírosítás, a fedezett kötvénykibocsátás mellett a vállalati kötvények és privát hitelkihelyezések jelentik a hitel jellegű finanszírozási lehetőségeket**. A tőkepiaci instrumentumok közül a **közösségi finanszírozás (crowdfunding), kockázati tőke, magántőke befektetések mellett a tőzsdére bevezetés jelenthet finanszírozási opciót**.

Hitelviszonyt megtestesítő finanszírozási formák

Az **értékpapírosítás** esetében jellemzően a hitelező bank értékpapírosítja a kkv hiteleket (eszköz fedezet mellett), melynek kockázatát így a piacra tudja áthárítani és tőkét szabadíthat fel, amit újabb hitelezésre tud fordítani. A megfelelő hitelminősítés elérése érdekében belső (túlfedezés), és külső (garancia) hitelkockázat csökkentő eszközöket alkalmazhat a bank. A pozitívum, hogy az egyes befektetők megtalálják a számukra megfelelő hozam/kockázatú kkv papírokat és a hitelezési korlátok enyhülhetnek az értékpapírosítással. Európában a krízis előtti csúcs mindössze egynegyede a mostani volumen 2014-es adatok alapján. A fedezett kötvénykibocsátás nagyban hasonlít (indirekt kkv finanszírozási forma) az értékpapírosítási folyamathoz, a bank eszközfedezetű papírt bocsát ki amit a saját mérlegében tart. Ez a típus sokkal népszerűbb az értékpapírosításnál.

A **vállalati kötvényeket** maga a cég bocsátja ki, ugyanakkor ennek komoly korlátja, hogy a hitelminősítói költségek

⁹ OECD, 2015: Opportunities and constraints of market-based financing for SMEs

nagyon magasak a bevont forrás mértékéhez viszonyítva, ezért a kkv-k szűk felső szegmense tud élni ezzel az opcióval. Számos piaci platformot létrehoztak az ilyen instrumentumoknak, emellett pedig bizonyos közvetítők „pool”-ba szedik össze ezeket a kötvényeket és speciális platformokon kereskednek velük (pl.: ExtraMOT – Olaszország). A magas csődráták ugyanakkor kérdéssé teszik az ilyen kibocsátások minőségét.

Formális hitelminősítés nem szükséges a privát tőkekihelyezésekhez, ugyanakkor az adott országban jogi keret megléte szükségeltetik (**private placement** finanszírozási forma). Általában néhány intézményi befektető birtokolja az ilyen keretek között kibocsátott papírokat. Mivel nincs minimális méret, ezért már kisösszegű forrás bevonására is alkalmas, ugyanakkor Európában a gyakorlat azt mutatja, hogy inkább nagyobb cégek veszik igénybe ezt a forrásbevonási lehetőséget is (az USA-ban jellemző a kisebb cégek részvétele).

A **peer-to-peer lending** szintén hitelviszonyt megtestesítő finanszírozási forma, ugyanakkor kiiktatja a pénzügyi közvetítőt. Ez a hitelezési forma az USA-ban Kínában, Németországban, az Egyesült Királyságban ismert leginkább, mivel nincs komplex intézményi struktúra mögötte, ezért alacsony a költségvonzata és a szabályozói teher is, így alacsony tud maradni a kamatszint. Ugyanakkor ellenőrzése nehézkes, a csalási lehetőség jelentős és fogyasztóvédelmi aggályokat is felvet, ezért több fejlett ország már az árnyék bankrendszer ellenőrzési lehetőségeit kutatja.

Vegyes finanszírozási formák, átmenet a hitel és a tulajdonviszony között

A tisztán hitel típusú termékek mellett alkalmazhatók egyéb olyan instrumentumok, amely átmenetet képeznek a hitelviszonyt megtestesítő jogviszony és a tulajdonosi jogviszony között, vagy éppen keverik e kettőt. A **konvertibilis kötvények** (részvénné konvertálható bizonyos feltételek mellett), az **alárendelt kölcsöntőke**, a **mezzanine** finanszírozás is erre jelent példát.

A konvertibilis kötvény, bizonyos feltétel vagy feltételek teljesülése esetén részvénné alakítható, ezért jelent köztes finanszírozási formát a hitelviszonyt és tulajdonviszonyt biztosító finanszírozási formák között. Az alárendelt kölcsöntőke a bankok esetében kvázi tőkeként funkcionál, egy hátrasorolt kötelezettség, csőd esetén utolsó a kifizetési sorrendben a részvényesek előtt. A mezzanine finanszírozás szintén átmenet a hitel és a tőke között, alapvetően a vállalkozások növekedési szakaszához szokták igénybe venni, inkább kiegészítő finanszírozási formaként, a piac a professzionális nagyrészt intézményi befektetőkre korlátozódik, akik akár több tíz éve a piacon vannak és hosszú távú befektetésekből gondolkodnak.

Tőke típusú, tulajdonosi jogviszonyt létrehozó finanszírozási formák

A **közösségi finanszírozás (crowdfunding)** az egyik dinamikus fejlődő alternatív finanszírozási forma, jellemzően a magas innovációs potenciállal rendelkező fiatal vállalkozásokat érinti. Kis cégeknek a finanszírozási rést be tudja tölteni ez a forrásszerzési lehetőség, ugyanakkor a fogyasztóvédelmi aggályok itt is megjelennek, a magas csalási potenciállal együtt. Alapvetően nem fő forrásszerzési formaként működhet és főként a banki infrastruktúrára épül (bankszámla, hitelkártya, online fizetési rendszer). Szabályozásának megítélése nehézkes, mivel relatíve új, az látszik, hogy a csődvalószínűség viszonylag magas, az exit opciók száma és a likviditás pedig korlátozott. Mindazonáltal az egyik legígéretesebbnek tűnő FinTech platform, mely során egymástól független személyek anyagi hozzájárulása teheti lehetővé egy online felületen meghirdetett projekt sikeres elindítását.

A közösségi finanszírozás mellett, a kockázati- és magántőke kihelyezések, valamint a valamilyen tőzsdére (nem feltétlen nyilvános) való bevezetés is ilyen finanszírozási alternatívákat kínál. A Jeremie alapok a magvető, korai, illetve akár érett fázisban lévő cégek tőkepiaci finanszírozását hivatott elősegíteni az EU-ban, ennek segítségével számos mikro-, kis- és középvállalat jutott finanszírozáshoz és valósította meg befektetési, üzleti ötletét, amire a bankhitelek keretein belül nem lett volna lehetőség, a magasabb kockázatoság miatt.

Egyes speciális tőzsdei platformok rugalmasabb bevezetést (főként kkv-knak), alacsonyabb költséget és kisebb riportálási kötelezettséget tudnak felmutatni a hagyományos tőzsdei bevezetéshez képest. A kkv tőzsdére vonulásának üteme mérséklődött a válság következtében. A hagyományos tőzsdei bevezetéssel leginkább a 3 éves vagy hosszabb múlttal rendelkező, gyorsan növekvő cégek élnek.

3.9.2. Korlátozó tényezők a kkv-k nyilvános piaci forrásbevonásával kapcsolatban

A kkv-k kiemelkedő foglalkoztatási és gazdasági szerepükkel együtt sem jutnak sokszor bankhitelhez. A kis méret, a heterogén sokaság, a standardizált menedzsment ismeretek, a transzparencia és a kommunikáció hiánya vagy elégtelensége mind problémát jelentenek a kkv-k piaci finanszírozását tekintve. Az információ, az adatok, az időszerű és magas minőségű hitelképességi információ hiánya korlátot okoz a kkv-k piaci alapú finanszírozásában. Emellett a kkv vezetők információ megosztási hajlandósága is alacsony lehet. A pénzügyi eredmények és historikus adatok hiányosságai hozzájárulnak az információs aszimmetriához, ami a tőkepiaci forrásbevonást nehezíti.

A start-up vállalatok esetében sokszor nincs fedezet és pozitív cash flow, aminek következtében nem vagy csak nehezen jutnak finanszírozáshoz ezek a vállalatok, még akkor is, ha magas az innovációs potenciáljuk. A nagyobb, tőzsdére vonuló vállalatok esetében az adminisztrációs, forgalmazási költségek, a riportálási kötelezettségek, a bizalom hiánya jelenthet korlátot többek közt. A tőzsdére lépés ugyanakkor a későbbi forrásbevonást megkönnyítheti mind a tőkeágon (másodlagos kibocsátás), mind a hitelágon (transzparens működés, jobb hitelminősítés, olcsóbb hitel). A kkv-k finanszírozási korlátait általánosságban véve négy fő csoportra oszthatjuk azok természete szerint, akár adósságtípusú, akár tőketípusú finanszírozásról van szó:

- infrastrukturális korlátok,
- kínálati oldali korlátok,
- kereslet oldali korlátok,
- szabályozói korlátok

18. ábra: Kkv finanszírozási formák jellemző korlátai

	Piaci alapú KKV finanszírozás		
	Adósság típusú finanszírozás		Tőke típusú finanszírozás
	KKV értékpapírosítás, Fedezett kötvények, Vállalati kötvények, Privát kihelyezések, Crowdfunding		Kockázati és magántőke, üzleti angyalok, tőzsdére vezetés
Piac/Infrastruktúra	Információ és adatkezeléshez szükséges infrastruktúra hiánya		
	KKV-k létezéséhez szükséges környezet hiányosságai (részvényelemzés, árjegyzők, brókerek, dealerek...)		
	Sztenderdizált KKV-k-ra szabott termékek hiánya		Likviditás "ínség"
	Benchmarkok, múltbeli teljesítménnyel kapcsolatos adatok hiánya		KKV-k piacához szükséges gazdasági ösztönzők hiánya (ügyletméret)
Kínálati oldal	KKV tranzakciók strukturális hátrányai (pl.: információs asszimetria)		
	Intézményi és hosszútávú befektetők limitált számossága		
	Koordinált és koherens KKV finanszírozással kapcsolatos hozzáállás hiánya		
	Sztenderdizált KKV-k-ra szabott termékek hiánya		Tőkepiaci finanszírozási kultúra hiánya
	Limitált belső folyamatokhoz szükséges infrastruktúra (átvilágítás, monitoring, modellezés...)		
Keresleti oldal	Pénzügyi tudatosság és ismeretek hiányossága, pénzügyi analfabetizmus		
	Információ hiányosság (gyenge adatmegosztás, fejletlen információkezelés és riportálás)		
	Elégtelen vagy torzított információ áramlás a keresleti és a kínálati olda között		Kibocsátáshoz szükséges képességek alacsony volta
			Aránytalan listázási feltételek és költségek
Szabályozás	Rendszerszintű és koordinált szabályozói tevékenység hiányosságai		
	Hitel és tőke közötti játéktér hiánya (egyensúlytalan adószabályok)		
	Privát kihelyezések és fedezett kötvények szabályozói hiányosságai		Homogén szabályozói hozzáállás a tőkepiaci kibocsátásokhoz
			A célzott KKV-k leírására nem alkalmas sztenderd KKV fogalmak használata

Az infrastruktúra esetében az információ hiány, a kkv-k környezetének fejletlensége (brókerek, dealerek, árjegyzők, részvényelemzők...stb. hiánya), az alacsony likviditás, a heterogenitás, valamint a nyomonkövethetőség hiánya jelent leginkább korlátot. A kkv-k finanszírozási infrastruktúrájának hiánya is gátja a finanszírozásnak: pl. tőzsdei bevezetés kapcsán (befektetési bankok jelenléte, kkv specialista bankok, elemzők, sales munkatársak, market makerek, könyvvizsgálók, tanácsadók...). Kínálati értelemben a termékek heterogenitása, a belső folyamatok szabályozatlansága, a tőkepiaci kultúra hiánya, az intézményi befektetők alacsony aránya jelent többek között finanszírozási akadályt. Alapvetően a standardizálás hiánya is problémát jelent: folyamatok, dokumentáció, riportálás, termék, ugyanakkor a teljes standardizálás sem kívánt, mivel a kkv-k nagyon heterogén sokaságot alkotnak. A kereslet esetében a pénzügyi ismeretek hiányossága, a torz információáramlás jelenthet korlátokat, míg a szabályozás terén egyes finanszírozási formák szabályozatlansága, a szabályozói inkonzisztencia termékek között, illetve a nem sztenderd fogalomhasználat is problémát okozhat. Az adósság típusú forrásbevonás adókedvezménye a finanszírozási struktúrát a tőke típusú (equity) forrásbevonás kárára tolhatja el. Európában az egyes országok különböző értékpapír törvényei, csődszabályozása töredezetté teszi az amúgy is heterogén piacot. **Az EU Tőkepiaci Unió kezdeményezése egy lépés ennek felszámolására, a határokon átvélt befektetések kezdeményezésére.**

3.9.3. Magyar kkv finanszírozási körkép

Általános finanszírozási körkép hazánkban

A hazai terminológia és törvényi szabályozás alapján a 250 fő alatti foglalkoztatottal és maximum 50 millió euró éves árbevétellel rendelkező cégek a kkv-k. 2013-as adatok alapján az összes vállalat 99,9 százalékát, a foglalkoztatottak 71,2 százalékát, míg a hozzáadott érték 53,2 százalékát teszik ki. Az EU-ban a foglalkoztatottság valamivel alacsonyabb 66,5%, a hozzáadott érték pedig valamivel magasabb 57,6% vagyis a hazai kkv-k átlagos hatékonysága alacsonyabb az EU átlagánál. A kkv-k tehát a nemzetközi példákhoz hasonlóan fontos szerepet töltenek be Magyarország gazdasági életében, ezért finanszírozásuk is kiemelten fontos, a válság ráadásul a kkv szektor jobban érintette mint a nagyokat. Korábban a Széchenyi Kártya kamattámogatása javította a kkv-k hitelfelvételi ütemét. **Az NHP bevezetése és az MNB kamatcsökkentési ciklusa segített a kkv kilábalásában és hitelnövekedésében, ugyanakkor a hitelág mellett számos alternatíva szükséges a kkv finanszírozási rés záródásához.**

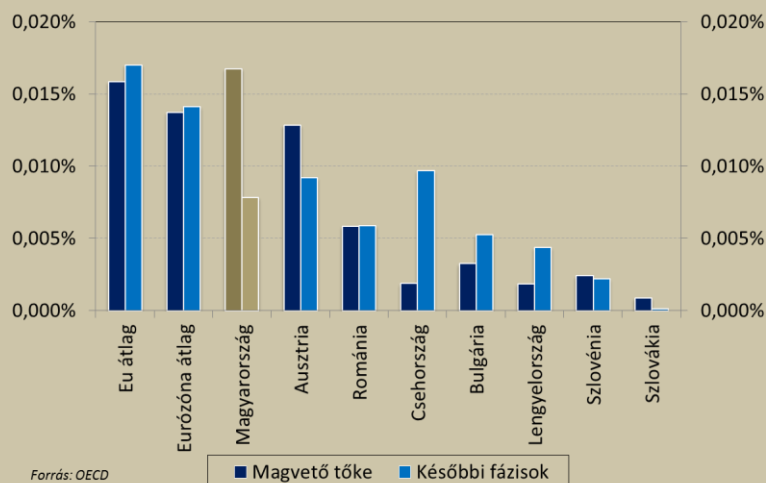
A nemzetközi szinten megfigyelt bankhitelen túli finanszírozási formák közül Magyarországon néhány nyert igazán teret, a piac méretéből fakadóan számos terméktípusnál csak elvétve vagy egyáltalán nem találunk példákat. Magyarországon a bankhitelen túli finanszírozási formák esetében a kedvezményes hitelprogramok (Széchenyi mikrohitel, Eximbank hitelek), a garanciavállalások (Hitelgarancia Zrt, Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt, AVGHA.), valamint a tőkepiaci finanszírozás is elérhető alternatívát nyújt (Jeremie alapok, MFB Invest Zrt, Corvinus kockázati tőkealap, Széchenyi Tőkealapkezelő Zrt.). Az MV Zrt. a tőketípusú finanszírozásért felel, a Jeremie alapok elosztásán keresztül (2007-2013 között a kockázati tőkepiacon 70-75 milliárd forintnyi forrás került kihelyezésre), ami arányaiban megüti az európai szintet, de volumenben elenyésző nagyságrendű. A vállalati kötvények piacához a hazai kkv-k nemzetközi értelemben kicsik, a vállalati kötvények piaca alulfejlett, jellemzően csak néhány nagyobb vállalat tud élni a forrásbevonás ezen lehetőségével. Az értékpapírosítás szabályozói oldalról nem lehatárolt, így ennek hiányzó keretrendszere miatt nem elterjedt ez az áttételesen hitelösztönző eszköz.

Keretes írás: Az első Jeremie program eredményei hazánkban

Az EU támogatásával a kockázati tőkefinanszírozás régiós szinten is arányaiban kiemelkedő volument mutat, míg az érettebb fázisban lévő vállalatok magántőke finanszírozása kevésbé elterjedt. Az első Jeremie program keretében kihelyezett források allokálására 8 alap jött létre, főként korai fázisban lévő cégek finanszírozására. GDP arányosan az EU-n belül hatodik legnagyobb kockázati tőke piac alakult ki a Jeremie alapoknak köszönhetően, melyek mintegy felét high-tech cégek kapták. A korai stádiumú befektetések jelentősége a hazai piacon a 2000-es években elenyésző volt és döntő részben a JEREMIE alapoktól érkező források teremtették meg annak a lehetőségét, hogy a korai életciklusú, innovatív, kisméretű vállalkozások tőkéhez jussanak. Az érettebb fázisú buyout szegmens – amely jellemzően a regionális alapok terepének számít – jelenleg nem tekinthető működő iparágnak Magyarországon, amelynek fő oka a megfelelő mérettel rendelkező hazai cégek hiánya, az intézményi befektetők alacsony hányada, valamint a hazai vállalati kultúra éretlensége. Az élettudományokkal (pl.: biotechnológia, orvostudomány, gyógyszerkutatás) kapcsolatos, az IT-jellegű és más elektronikai fogyasztási cikket előállító valamint az egyéb

fogyasztói szolgáltatásokat nyújtó szakágazatokban került sor kockázati tőkebefektetésre.

Kockázati tőke befektetések a GDP arányában egyes európai országokban
(2007-2012 átlaga, European Venture Capital Association)



Hazánkban jellemzően a magvető (seed) illetve start-up vállalkozások finanszírozása a legjellemzőbb (főként utóbbi dominanciájával), ugyanakkor a későbbi fázisban (later stage) lévő cégek részaránya alacsonyabb az EU-s átlagnál. Regionális összehasonlításban ugyanakkor jelentős a kockázati tőke szerepe a magyar kkv-k finanszírozásának tekintetében. A leginkább magas GDP arányos mutatót a skandináv térség mutatja, míg Szlovákiában és Szlovéniában ez a tőkefinanszírozás csekély szerepet kap.

A tőzsdére vezetés kevésbé népszerű, ez a platform csak részlegesen tölti be szerepét, habár a technikai listázás (T kategória) egy olyan megoldás, ami lényegében felkészíti a vállalatokat a későbbi nyilvános kibocsátásra, és ez főként a kkv-k számára jó lehetőség. Ennél szigorúbb listázást jelent a BÉT-en a standard és a legmagasabb fokozatot a prémium kategória. **A Budapesti Értéktőzsde többségi tulajdonszerzésével átalakulhat a jelenlegi szabályozás, több állami és gyorsan növekedő vállalat előtt is megnyitva a lehetőséget a nyilvános piaci forrásbevonásra.**

3.9.4. Lehetséges fejlesztési irányok a tőkepiaccal kapcsolatban

Infrastruktúrafejlesztés

- Piaci infrastruktúra fejlesztése a kkv piaci alapú finanszírozásában: központi, jó minőségű és könnyen hozzáférhető adatbank kialakítása a kkv-k fizetőképességéről, valamint a kkv hitelscoring metodológia egységesítése és hozzáférhetővé tétele, hitel- és fedezet regiszter kialakítása
- Kkv kereskedési platformok kialakítása: a meglévő forrásokra az MNB összegyűjtheti a finanszírozási lehetőségeket, a cég fejlődési fázisai szerint és egy honlapon hozzáférhetővé teheti a vállalatok számára (forrástérkép). Ez információforrás a vállalatoknak, de az államnak is azzal kapcsolatosan, hogy egy vállalat finanszírozási életpálya modell piaci kialakulását mi akadályozza (ötlettől a jövedelemtermelő középállatig, mikrohitelezés, kockázati tőke, IPO);
- Inkubátorházak és kiszállási pontot jelentő piacok fejlesztése.

Kínálatösztönzés

- A jelenlegi gyenge befektetői bázis erősítése, fejlesztése: a hosszútávra befektetők szabályozói korlátainak leépítése, transzparencia növelése a befektetések vonzóvá tételének érdekében;
- Standardizálás, homogenizálás;
- A pénzügyi eszközökhöz kapcsolódóan a konstrukciókban részt vevő vállalatok, illetve a közvetítő intézmények számára nyújtott kiemelt támogatás, tanácsadás, oktatás támogatása javasolt.

Keresletösztönzés

- A kkv-k oktatása a finanszírozási formákról, tudatos piaci forrás igénybevételről, tudás átadás a nyilvános forrásbevonásról (tőzsdei kibocsátásról);
- A menedzsment képzés és oktatás elősegítése, országszerte működő regionális programokkal;
- A kkv-k direkt forrásbevonási technikái az alacsony ügyletméretből fakadóan nagy fix költséggel járnak. Emiatt a szindikálás, csomagolás, pool képzés technikák csökkenthetik a kkv-k ilyen jellegű költségét, amelyre például az értékpapírosítás megfelelő módszert jelent;
- A pénzügyi eszközökhöz kapcsolódóan a konstrukciókban részt vevő vállalatok, illetve a közvetítő intézmények számára nyújtott kiemelt támogatás, tanácsadás, oktatás támogatása javasolt.

Szabályozói korlátok lebontása

- Szabályozásnál befektetők, kibocsátók, pénzügyi közvetítők bevonása a jogszabályalkotásba;
- A tőkepiaci unió kiépítésének a hazai piac méretéből következően várhatóan nem lesz rövidtávon számottevő hatása. A folyamatok figyelemmel kísérése azonban számunkra is fontos (potenciális területek felmérése és a tagállami tapasztalatok megismerése);
- Az értékpapírosításról szóló, európai szintű jogszabály például hazánkban is bátoríthatná az érintett intézményeket, hogy igény esetén jogszerűen lebonyolíthassák az értékpapírosítási ügyleteket;
- Csődszabályozás áttekintése az EBRD ajánlások és jelenlegi tapasztalatok kapcsán.

A hazai tapasztalatokat összegezve elmondható, hogy a tőkepiaci finanszírozás, illetve hitelek elérhetősége nem tekinthető rossznak nemzetközi szinten, inkább a forrásbevonási lehetőségek közötti eligazodás, a pénzügyi kultúra és a menedzsment képességek hiánya lehet gátja egyes beruházásoknak, illetve a vállalkozások bővítésének. A már meglévő forráslehetőségek információinak és kondícióinak szintetizálása is jelentős hozzáadott értékkel bírna, mind hitel- mind pedig tőkepiaci finanszírozás esetében.