

## **Pénzügyi struktúra és gazdasági növekedés 2006. évi zárójelentés T046938**

**Témavezető: Lőrincné Dr. Istvánffy Hajna**

**Kutató: Isépy Tamás**

### **Pénzügyi struktúra és gazdasági növekedés**

A kutatás során az előzetesen meghatározott kutatási kérdésekre kerestük a választ. Négy kiemelt részterületen értünk el markáns (kvalitatív és kvantitatív) eredményeket. Egyrészt a pénzügyi struktúrák jellemzésére alkalmazott indexek összehasonlító elemzésében, másrészt az eseti, távolságtartó (arm's-length) és a tartós kapcsolaton alapuló (relationship-based) finanszírozási megközelítések összevetésében, harmadrészt a háztartások megtakarításainak megoszlásában bekövetkezett változások vizsgálatában, negyedrészt pedig a pénzügyi struktúra és a prociklikusság összefüggéseinek kutatásában.

### **Pénzügyi struktúra indexeinek elemzése**

A kutatás egyik fő csapása az egyes országokra/régiókra vonatkozóan a pénzügyi struktúra mutatószámainak meghatározása, komparatív elemzése, továbbá szemléletében új mutatószámok kialakítása volt. A piaci- és banki közvetítés relatív fejlettségének meghatározása lehetővé tette az egyes régiók (régi/új EU tagok) közötti trendszerű folyamatok (konvergencia, valamelyik finanszírozási forma erősödésének) felismerését.

A pénzügyi struktúra elemzésénél az egyes országokra/régiókra vonatkozó pénzügyi szektor a bankhitelek, a tőzsdei kapitalizáció és kötvénypiaci kapitalizáció GDP-hez mért arányának meghatározásával jellemezhető. A kutatás során különböző országcsoportok (régi EU tagországok - EU 15, új tagországok - NMS, angolszász országok, kontinentális Európa - EU Nagy Britannia nélkül) pénzügyi struktúrájának összehasonlító vizsgálatát végeztük el. A pénzügyi struktúra méret-, aktivitás- és hatékonyságindexeinek komparatív elemzésénél megfigyelhető egy egyértelmű konvergencia.

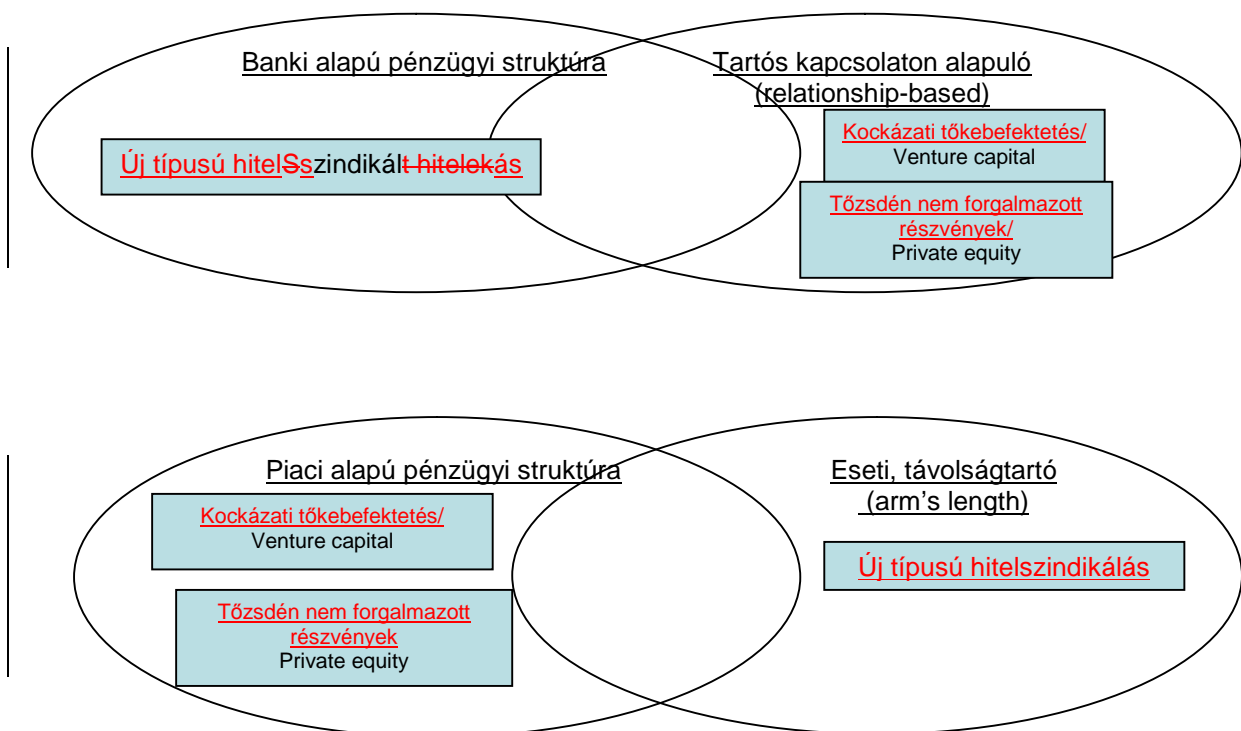
Az összehasonlító elemzésünk alapján kimutattuk, hogy az új tagállamok pénzügyi struktúrája a vizsgált periódusban 1997-2003 konvergált a régi tagállamok pénzügyi struktúrájához, azaz a piaci- és a banki közvetítés - méretének, aktivitásának, hatékonyságának aránya közelített egymáshoz.

## **Eseti, távolságtartó (arm's length) - tartós kapcsolaton (relationship-based) alapuló finanszírozás**

A tartós kapcsolaton alapuló finanszírozás (relationship-based) keretében a finanszírozó (a kizárólagos vagy fő hitelező) hozamát finanszírozott cégnél fennálló monopóliuma révén kívánja biztosítani. A szabályozás vagy a rendszer transzparenciájának hiánya miatt más potenciális finanszírozó számára a „piacra lépés” korlátokba ütközik s így jelentős többlet kockázattal, ill. költséggel jár. Az “eseti, távolságtartó” (arm's-length) finanszírozás esetén - ezzel szemben - a finanszírozót főképpen vagy kizárólag explicit szerződés védi. A tartós kapcsolaton alapuló (relationship-based) rendszerben a bank szoros viszonyban van a hitelezett céggel vagy múltbeli szoros kapcsolata miatt vagy tulajdonosi szerepéből fakadóan. Ennek következtében a bank nemcsak a hiteligénylő jelenlegi fizetőképességét vizsgálja, hanem a múltbeli tapasztalatai alapján hosszú távú fizetőképességét és számos olyan – a szerződésben nem rögzített – tényezőt, amellyel a bank bízhat a hitel visszafizetésében. Az aktuális kamatláb a mindenkor tárgyalások függvénye s nem feltétlenül igazodik a projekt valóságos kockázatának mértékéhez. Az eseti, távolságtartó (arm's-length) finanszírozásnál a hiteligénylő számára széles hitelezői kör áll rendelkezésre a releváns pénzügyi információk elérhetősége miatt. A hitelszerződést egy meghatározott időtartamra kötik, a kamatláb versenyképes, mely a hitel kockázatához és futamidejéhez igazodik. Tekintettel arra, hogy a relationship-based rendszer a verseny, a transzparencia és az információk közzétételének hiányával jellemezhető, így nem alakulnak ki reális árak a finanszírozási döntések meghozatalánál. Szemben az arm's-length finanszírozással - ahol az egymással versenyző hitelezők egymástól függetlenül, de az aktuális piaci viszonyokhoz igazodva, értékelik a projekt költségét – a relationship-based rendszerben a hitel költsége a hitelező és a kölcsönt felvevő tárgyalásainak eredménye.

Kétségtelen tény, hogy struktúrák/finanszírozások osztályozásánál a banki alapú (bank-based) és a piaci alapú (market based) ill. a tartós kapcsolaton alapuló (relationship-based) és tisztességes távolságtartó (arm's length) megközelítések között van átfedés. A banki alapú elsősorban a tartós kapcsolaton alapulóval feleltethető meg, azonban nem kizárólagosan. A kockázati tőke (venture capital) finanszírozás tipikusan tartós kapcsolaton alapuló (relationship-based), annak ellenére, hogy ez nem tipikusan banki tevékenység s leginkább a piaci alapú országokra jellemző.

Hasonlóképpen az ügyfél többirányú banki kapcsolatai az egyes bankok erejének csökkenését okozzák s egy olyan rendszer kialakulásának irányába mutatnak, amely az arm's-length rendszer számos stílusjegyét magán hordozza. A vállalatok egyre inkább több bankkal is üzleti kapcsolatban állnak s egy-egy speciális ügyletet különböző bankokkal kötnek meg, amely fokozza a piaci versenyt. A szindikált hitelek az egyedi banki nagyhitel limit betartását és a bankok közötti kockázatmegosztást teszik lehetővé s így a hitelek ára nyilvánvalóan a piaci kamatokhoz igazodik. Továbbá az új típusú hitelszindikálás esetében az euro(xeno)piacokon a finanszírozásban a kereskedelmi bankok mellett egyéb pénzügyi vállalkozások (pl. biztosítótársaságok) és intézményi befektetők (pl. nyugdíjalapok, befektetési alapok) is megjelennek. A különböző típusú finanszírozók a hitelpiaci- és kötvénypiaci vegyes típusú finanszírozásban állapodhatnak meg. A közvetlen és a közvetett elemeket is tartalmazó kombinált finanszírozás a vállalat számára olcsóbb és rugalmasabb, mivel a kötelezettségek részben likvid értékpapír formát öltenek. A bankok sok esetben ösztönzik a vállalatokat szindikált hitelek felvétele mellett e vegyes formájú kötvénykibocsátásra is, amely a banki alapú pénzügyi rendszer arm's length finanszírozás irányába történő elmozdításaként értelmezhető.



## **Megtakarítások megoszlása és a pénzügyi struktúra változása**

A banki alapú pénzügyi struktúrájú országoknál a háztartások előnyben részesítik a banki betéteket a jóval nagyobb kockázatot jelentő részvény- vagy kötvénnyvásárlásokkal szemben, míg a piaci alapú pénzügyi struktúrájú országokban a háztartások jóval kockázattűrőbbek és a tőkepiaci pénzügyi eszközöket preferálják a banki betétekkel szemben. A kutatás arra irányult, hogy miképpen változott az elmúlt húsz évben a háztartások attitűdje. A pénzügyi struktúrában egy egyértelmű elmozdulás volt megfigyelhető a banki közvetítés irányából a tőkepiaci közvetítés irányába.

Az egyes országok/országcsoportok megtakarításait elemezve megállapítottuk, hogy 1999-ig a háztartások megtakarításainak megoszlása folyamatosan eltolódott a piaci eszközök irányába a banki eszközök rovására, míg ezután a banki eszközök részaránya erősödött. A megtakarítások szerkezetében a piaci eszközök térnyerésének és visszaesésének mértéke jóval alatta maradt a piaci kapitalizáció és a banki hitelek arányában bekövetkezett változásnak/ingadozásnak.

## **Pénzügyi struktúra és prociklikusság**

A pénzügyi struktúra és a gazdasági növekedés közötti kapcsolatot vizsgáló kutatások többsége arra a kérdésre keresi a választ, hogy milyen a kapcsolat iránya, szorossága az egyes országok/régiók finanszírozási szerkezete és a gazdasági növekedése között. Az elemzések az ok-okozati viszonyt is feltárják. A legújabb tanulmányok arra hívják fel a figyelmet, hogy a kapcsolat szorossága időben, továbbá a jövedelmi szint függvényében változik.

Kutatásunk középpontjában ezen a területen a következő kérdés állt: ismerve az USA és az eurórégió gazdasági növekedésének és a bankrendszer magánszektorának nyújtott hitelállományi adatait, van-e összefüggés a hitelállományok változékonyságának és a gazdasági növekedési ráta változékonysága között. Lehetséges-e hogy az alapvetően banki alapú eurórégió jobban ellenáll a ciklusoknak, mint az alapvetően piaci alapú finanszírozási struktúrájú USA.

A bankszektor elemzése megállapította, hogy a takarékbanki és szövetkezeti üzletág hitelezési viselkedése csillapítja az üzleti ciklusokat, hiszen ez a szegmens a piaci árjelzésekre kevésbé reagál. A hitelbanki üzletág azonban erősíti azt, tekintettel arra, hogy a nagybankok

refinanszírozási költségei sokkal inkább a (tőke)piaci kamatok változásának függvényében alakulnak, így a nagybankok (hitelbankok) a kamataikat gyorsabban igazítják a kamatciklushoz, mint a kisebbek (takarékbankok, szövetkezeti bankok), akik ezzel szemben lassabban és kisebb mértékben reagálnak a konjunktúraciklusokra. Ennek egyik oka lehet az, hogy az ügyfeleik nem exportorientáltak, így kevésbé érzékenyen reagálnak a nemzetközi piacok változásaira, továbbá emiatt a hitelkeresletüket kevésbé befolyásolják a külső sokkhatások.

Az év folyamán szeptemberben a kutatás keretében sor került egy külföldi tanulmányútra. A Bécsi Közgazdasági Egyetem Európa Intézetében (Wirtschaftsuniversität Wien EuropeInstitut) a Finance-Growth Nexus csoport meghívására.