



Juhász Péter, PhD, CFA

**A versenyképesség aktuális kérdései a pénzügyekben
Összefoglaló a pénzügyi kutatócsoport munkájáról***

TM 77. sz. műhelytanulmány



BCE VÁLLALATGAZDASÁGTAN INTÉZET
VERSENYKÉPESSÉG KUTATÓ KÖZPONT

* A műhelytanulmány a TÁMOP-4.2.1.B-09/1/KMR-2010-0005 azonosítójú projektje, *A nemzetközi gazdasági folyamatok és a hazai üzleti szféra versenyképessége* címet viselő alprojektjének kutatási tevékenysége eredményeként készült.

Tartalomjegyzék

ÖSSZEGZÉS	3
ABSTRACT	4
Bevezető.....	6
Tőkeáttétel és versenyképesség.....	6
Optimális tőkeallokáció nem likvid portfólióknál	7
A magánnyugdíj-pénztárak befektetései	9
Speciális pénzügyi termékekben rejlő kockázatok: a profitmax forward ügylet esete	10
A magyar vállalatok pénzügyi teljesítményének alakulása 1994 és 2009 között.....	11
Osztalékfizetés és adóoptimalizálás	15
A kamatláb-ingadozás hatása a vállalati működésre	18
A vállalati likviditáskezelés szerepe eszközfedezettel rendelkező hitelszerződésekben.....	19
Hitelezés vevői nemfizetés mellett	20
A szellemi tőke jelentősége a hazai vállalatoknál 2004-2009	21
Összegzés	26
Tanulmányok jegyzéke	28

Összegzés

A pénzügy kutatócsoport a TÁMOP-4.2.1.B-09/1/KMR-2010-0005 azonosítójú projektjében igen szerteágazó elemzési munkát végzett. Ráműtattunk, hogy a különböző szintű gazdasági szereplők megnövekedett tőkeáttétele egyértelműen a rendszerkockázat növekedéséhez vezet, hiszen nő az egyes szereplők csődjének valószínűsége. Ha a tőkeáttételt eltérő mértékben és ütemben korlátozzák az egyes szektorokban, országokban akkor a korlátozást később bevezető szereplők egyértelműen versenyelőnyhöz jutnak.

Az egyes pénzügyi intézmények tőkeallokációját vizsgálva kiműtattuk, hogy a különféle divíziók közt mindig lehetséges a működés fedezetésül szolgáló tőkét (kockázatot) úgy felosztani, hogy a megállapodás felmondás egyik érintettnek se álljon érdekében. Ezt azonban nem lehet minden szempontból igazságosan megtenni, így egyes üzletágak versenyhátrányba kerülhetnek, ha a konkurens piaci szereplők az adott tevékenységet kevésbé igazságtalanul terhelték meg.

Kiműtattunk, hogy az egyes nyugdíjpénztárak befektetési tevékenységének eredményességére nagy hatással van a magánnyugdíjpénztárak tevékenységének szabályozása. Ezek a jogszabályok a társadalom hosszú távú versenyképességére vannak hatással. Ráműtattunk arra is, hogy a gazdasági válság előtt a hazai bankok sem voltak képesek ügyfeleik kockázatviselő képességét helyesen megítélni, ráadásul jutalékrendszerük nem is tette ebben érdekelté azokat.

Számos vizsgálatunk foglalkozott a magyar vállalatok versenyképességének alakulásával is. Megvizsgáltuk a különféle adónemek, árfolyamkockázatok és finanszírozási politikák versenyképességet befolyásoló hatását. Külön kutatás vizsgálta a kamatlábak ingadozásának és az hitelekhez kapcsolódó eszközfedezet meglétének vállalati értékre gyakorolt hatásait. Ráműtattunk a nemfizetés növekvő kockázatára, és áttekintettük a lehetséges és a ténylegesen alkalmazott kezelési stratégiákat is.

Megvizsgáltuk azt is, hogy a tőzsdéi cégek tulajdonosai miként használják ki az osztalékfizetéshez kapcsolódó adóoptimalizálási lehetőségeket. Gyakorlati piaci tapasztalataik alapján az adóelkerülő kereskedést a befektetők a részvények egy jelentős részénél végrehajtják.

Külön kutatás foglalkozott a szellemi tőke hazai vállalatoknál játszott szerepéről. Ez alapján a cégek a problémát 2009-ben lényegesen magasabb szakértelemmel kezelték, mint öt esztendővel korábban. Ráműtattunk arra is, hogy a tulajdonosi háttér lényeges hatást gyakorolhat arra, ahogyan a cégek célrendszerüket felépítik, illetve ahogyan az intellektuális javakra tekintenek.

Kulcsszavak: pénzügyi teljesítmény, versenyképesség, tőkeáttétel, rendszerkockázat, tőkeallokáció, szabályozás, osztalék, szellemi tőke

Current issues of competitiveness

Summary on the work of the Finance research team

Abstract

The Finance research team has covered a wide range of research fields while taking part at project TÁMOP-4.2.1.B-09/1/KMR-2010-0005. It has been shown that the increasing financial gearing at the different economic actors clearly leads to growth in systematic risk as the probability of bankruptcy climbs upwards. Once the leverage is limited at different levels and at different points in time for the different sectors, countries introducing the limitations later gain clearly a competitive advantage.

When investigating the leverage at financial institutions we found that the capital requirement of the operation can always be divided among divisions so that none of them would be better off with cancelling the cooperation. But this cannot be always done fairly from all point of view meaning some of the divisions may face a competitive disadvantage if competitors charge their similar division less unfairly.

Research has also shown that the regulation of private pension funds has vital effect on the profitability of the investment activity of the funds. These laws and regulations do not only affect the funds themselves but also the competitiveness of the whole society.

We have also found that Hungarian banks were unable to estimate correctly the risk taking ability of their clients before the economic crisis. On the top of that the bank were not even interested in that due to their commission based income model.

We also carried out several research on the competitiveness of the Hungarian firms. The effect of taxes, currency rate risks, and financing policies on competitiveness has been analysed in detail. A separate research project was dedicated to the effect of the interest rate volatility and asset collaterals

linked to debts on the value of the firm. The increasing risk of non-payment has been underlined and we also reviewed the adequate management strategies potentially available and used in real life.

We also investigated how the shareholders of listed companies use the tax optimising possibilities linked to dividend payments. Based on our findings on the Hungarian markets the owners perform the tax evading trades in case of the most shares.

A separate research has been carried out on the role played by intellectual capital. After that the Hungarian companies dealt with the problem in 2009 with far higher proficiency than five years earlier. We also pointed out that the ownership structure has a considerable influence on how firms structure their aims and view their intangible assets.

Keywords: financial performance, competitiveness, financial leverage, systematic risk, capital allocation, regulation, dividend, intellectual capital

Bevezető

A pénzügyi kutatócsoport a kutatási szakterület versenyképességgel kapcsolatos aktuális kérdéseit tekintette át a TÁMOP-4.2.1.B-09/1/KMR-2010-0005 kutatási program keretében. Ennek megfelelően a résztvevők igen szerteágazó kutatási tevékenységet végeztek a makro, a mezo és a mikro szintek kapcsolódási pontjaira is kitérve. Így a kutatási program eredményei egyaránt szolgálnak érdekességgel a gazdaságpolitika, a pénzügyi szféra a vállalati szektor és a magánbefektetők számára.

Tőkeáttétel és versenyképesség

Berlinger Edina és szerzőtársai a tőkeáttétel felépítés és leépítés folyamatával foglalkozott a háztartás, a vállalatok és az állam szintjén egyaránt. A tőkeáttétel/eladósodottság alapvetően meghatározza a növekedési kilátásokat és a kockázatokat. A nagyobb tőkeáttétellel kedvezőbb növekedési pálya, ám ez egyben magasabb kockázat jár együtt. A különböző szintű szereplők megnövekedett tőkeáttétele egyértelműen a rendszerkockázat növekedéséhez vezet, hiszen nő az egyes szereplők csődjének/nemfizetésének valószínűsége, ami az összekapcsoltságuk révén könnyen az egyes sokkok továbbterjedéséhez, vagyis rendszerszintű fertőzést okozhat.

Konjunktúrában a vállalati tőkeáttétel növekszik (különösen a pénzügyi szektorban), ami az exogén sokkok felnagyításán keresztül a válság egyik kiváltó oka lehet. Recesszióban a tőkeáttétel csökken. A Minsky hipotézis szerint a kockázati éhség ciklikus változása viselkedési alapon magyarázható, ami az üzleti ciklusok egyik lehetséges magyarázata. Ezt vizsgálták empirikusan mikro- és makroszinten több országban is.

Válság hatására általában megkezdődik a tőkeáttételes pozíciók gyors leépítése, ami rendszerint fájdalmas folyamat, mivel a vagyonok újraelosztásához, vállalati szinten pedig a tulajdonosi szerkezet megváltozásához vezet. Ez aztán kihatással van a különböző koordinációs mechanizmusok (bürokratikus, piaci) érvényesülésére és ezáltal a versenyképességre is (például ha az állam szanálja az autógyárakat/bankokat és cserébe tulajdonrészt szerez, majd letiltja a bónuszokat, akkor megváltozik az ösztönzőrendszer, csökkenhet az innováció)

Megvizsgálták azt is, hogy melyek azok az állami/makro szintű tőkeáttétel-mutatók (bruttó/nettó államadósság, külső/belső államadósság, az állam devizatartozása, az egész ország devizatartozása) amelyek leginkább összefüggésbe hozhatók a gazdaság sérülékenységével.

A válság hatására a szabályozók szükségesnek tartják korlátozni a tőkeáttételt, egyébként jogosan (például a Basel III szabályok a pénzügyi szektorban, vagy a csődbe/csődközeli állapotba jutott államoknál a hitelezők előírják a deficit és az adósság csökkentését). Ezzel viszont az a probléma, hogy ha a tőkeáttételt eltérő mértékben és ütemben korlátozzák az egyes szektorokban, országokban akkor a korlátozást később bevezető szereplők egyértelműen versenyelőnyhöz jutnak. A versenyképesség tehát nagymértékben függ a relatív (versenytársakhoz viszonyított) tőkeáttételtől.

A legfontosabb következtetések a következők. A válság elkerülése/tompítása érdekében ésszerű tőkeáttétel-korlátozásra van szükség. Nemcsak a pénzügyi közvetítőrendszer tőkeáttételét kell korlátozni, de minden szereplőét (háztartás, állam) is. Különös jelentősége van annak, hogy hazai vagy idegen valutában van eladósodva az adott szereplő. Utóbbi jóval kockázatosabb, ezért ez különös figyelmet igényel. Fontos lenne az egyes országokban azonos mértékű és jellegű korlátozásokat bevezetni, méghozzá egyidőben. Mivel erre gyakorlatilag nincs esély, a lazább szabályozás egyértelmű versenyelőnyhöz vezet.

Optimális tőkeallokáció nem likvid portfólióknál

A kockázat helyes mérése és elosztása elengedhetetlen a bankok, biztosítók, befektetési alapok és egyéb pénzügyi vállalkozások belső tőkeallokációjához vagy teljesítmény értékeléséhez. Balog Dóra, Bátyi Tamás László, Csóka Péter és Pintér Miklós közös kutatásában bemutatja, hogy a koherens kockázati mértékek axiómáit nem likvid portfóliók esetén is el lehet várni.

Így mérve a kockázatot a kockázatelosztásra vonatkozó két kooperatív játékelméleti cikket is publikáltak. Az első optimista: e szerint mindig létezik stabil, az aleggységek minden koalíciója által elfogadható általános módszer a kockázat (tőke) elosztására. A második cikk pesszimista, mert azt mondja ki, hogy ha a stabilitás mellett igazságosak is szeretnénk lenni, akkor egy lehetetlenségi tételbe ütközünk.

A pénzügyekben mind elméletileg, mind az alkalmazások szempontjából fontos kérdés a tőkeallokáció. Hogyan osszuk szét egy adott portfólió kockázatát annak alportfóliói között? Miként tartalékoljunk tőkét a fennálló kockázatok fedezetére, és a tartalékokat hogyan rendeljük az üzleti

egységekhez? A tőkeallokáció vizsgálatára axiomatikus megközelítést alkalmaztak, tehát alapvető tulajdonságok megkövetelésével dolgozunk. Cikkük kiindulópontja a koherens kockázati mértékek axiómái, valamint a tőkeallokációra vonatkozó méltányossági, ösztönzési és stabilitási követelmények nincsenek összhangban egymással. A kutatásban analitikus és szimulációs eszközökkel vizsgálták ezeket a követelményeket, majd a gyakorlati alkalmazások során használt, illetve az elméleti szempontból érdekes tőkeallokációs módszereket is elemezték.

A bankok üzletágakra osztják fel a tartandó tőkét. Mivel a tőke tartása a bank számára költség (hiszen vagy készpénz, vagy kockázatmentes, alacsony hozamú eszköz tartását jelenti), fontos tudni, hogy a bank egyes üzletágai közül melyik mennyiben járul hozzá a teljes tőkeigényhez. A tőkeallokációba bevont üzletágak tipikusan az alábbiak a kereskedelmi bankok esetén: retail üzletág, ezen belül lakossági, kis- és középvállalati, valamint privát banki szolgáltatások; kereskedelmi banki tevékenységek; vállalati üzletág; treasury; de szintén jellemző a lízing és a biztosítási üzletágak jelenléte is.

A tőkeallokáció a stratégiai döntéshozatalban is megjelenhet. Amikor egy pénzügyintézet új üzletággal kívánja bővíteni a tevékenységét, esetleg egy működő üzletágot tervez újabb tevékenységekkel, termékekkel bővíteni, akkor természetesen az alapján dönt, hogy ennek hatására hogyan változik a teljes banki jövedelmezőség. Ilyenkor nem elég az új üzletág várható hozamát figyelembe venni, jelentősen befolyásolja a döntést az is, hogy az új divízió hatására mennyivel növekszik a bank és a már működő üzletágak tőkeszükséglete – ez szintén az allokációs módszerek segítségével határozható meg.

Amennyiben nem üzletágakat, hanem termékeket tekintünk, akkor a tőkeallokációs módszerek termékárzásra is használhatóak. Ilyenkor az előzőekben ismertetetthez hasonlóan azt vizsgálják, hogy az új termék milyen plusz terhet jelent majd a bank számára, mennyivel növeli meg a vállalkozás tőkeszükségletét, majd az árat ennek megfelelően határozzák meg.

Népszerű alkalmazási terület a teljesítményértékelés is, vagyis annak meghatározása, hogy egy-egy üzletág mennyire jövedelmező. A tőkeallokáció ebben azért játszik fontos szerepet, mert nem elég pusztán azt vizsgálni, hogy mennyi a divízió által abszolút értékben elért jövedelem, hanem ezt a tőkeszükséglethez kell viszonyítani. Ennek mérését szolgálja például a kockázattal korrigált hozam, a RORAC (Return On Risk Adjusted Capital).

Az egyéni teljesítményértékelésben portfóliókezelőknél is jelentős szerepe van a tőkeallokációnak. Ez az előző bekezdésben tárgyalt, az egyes üzletágak teljesítményértékeléséhez hasonlóan zajlik, csak éppen egyénekre lebontva. Néhány fejlett pénzügyintézetben a tőkeallokációs módszerek segítségével történő teljesítményértékelés szolgál a vezetők, menedzserek

javadalmazásának (bónuszainak) alapjául, de egyes pénzügyi vállalkozásokban még az alsóbb (beosztotti) szinteken is megfigyelhető ez a gyakorlat

Végül a banki tőkeallokáció alkalmazási területeinek áttekintésekor a kockázati limitek kialakításáról sem szabad megfeledkeznünk. Ez esetben nem a bank egyes üzletágai között kell a kockázatot megosztani, hanem egy konkrét divízió, a treasury-n belül. Az üzletág elsősorban piaci, de hitelkockázat szempontjából is kiemelt figyelmet igényel, hiszen itt bonyolódik a bank minden tőzsdei ügylete (pl. deviza és értékpapír kereskedés). Kockázati limiteket mind portfóliókra, mind az egyes kereskedőkre fel lehet állítani a treasury-n belül. Ilyenkor tehát azt a tőkemennyiséget osztják tovább a kereskedőkre vagy portfóliókra, amelyet a bank üzletágai közötti tőkeallokáció során a treasuryre osztottak. Amennyiben a kereskedőkről beszélünk, ugyanez a „rá osztott” kockázat, amely ekkor limitként funkcionál, szolgálhat az egyéni teljesítményértékelés alapjául is.

A legfontosabb eredmény tehát az, hogy a különféle divíziók közt mindig lehetséges a működés fedezetésül szolgáló tőkét (kockázatot) úgy felosztani, hogy a megállapodás felmondás egyik érintettnek se álljon érdekében, ám ezt nem lehet minden szempontból igazságosan megtenni, ami a versenyhátrányt okozhat. Szintén fontos hozzájárulás a különféle felosztási a mérési lehetőségek áttekintése és értékelése.

A magánnyugdíj-pénztárak befektetései

Naffa Helena kutatásában a magánnyugdíjpénztárak által elért hozamokat vizsgálta. Az 1998-as nyugdíjreformot követően Magyarországon kialakult a hárompilléres nyugdíjrendszer, amelyben a korábbi felosztó-kirovó pillér mellé bekerült a tőkésített rendszer 2. pilléréként, melynek működését a magánnyugdíjpénztárak biztosították egészen 2011-es változásokig.

A magánnyugdíjpénztárak által elért hozamok és hozambeli különbségek a pénzügyi teljesítményük egy igen fontos mértéke, amely versenykörnyezetben hatással van többek közt a magánnyugdíjpénztárak egymás közt értelmezett versenyképességére is. A magánnyugdíjpénztárak között kialakult verseny azonban nem csak az egyedi versenyképességük szempontjából fontos, hanem a társadalom hosszú távú versenyképessége szempontjából is, amelyet nagymértékben befolyásol a szociális intézményrendszereinek hatékony működése. Ennek az intézményrendszernek egy kiemelten fontos eleme a nyugdíjrendszer. A nyugdíjrendszer tőkésített pillérét adó magánnyugdíjpénztárak

hosszú távú befektetőként jelennek meg a tőkepiacokon, melyek befektetési teljesítményét az egyéni jellemzőiken túl a rájuk vonatkozó szabályozási környezet is befolyásol.

Az elemzésben két eltérő befektetési stratégia alapján számított hozamokat vetettek össze a magánnyugdíjpénztárak által elért hozamokkal. Így megállapítható az egyes nyugdíjpénztárak befektetési tevékenységének eredményessége, amelyre nagy hatással van a magánnyugdíjpénztárak tevékenységének szabályozása is.

A vizsgálathoz használt két befektetési stratégiát a short-selling (rövidre eladás) és a nemzetközi diverzifikáció megengedése mellett alakítottuk ki. Az eredmények azt mutatják, hogy a két feltétel megengedése valóban javítja a hozam-kockázat relációt a magánnyugdíjpénztári befektetéseknél, azonban válságkörnyezetben a nemzetközi diverzifikáció hatása limitált, mivel ekkor a hozamok korrelációi egyhez tartanak, amely tényre a nemzetközi szakirodalomban számos vizsgálat rámutat. Eredményeikkel rávilágítottak bizonyos szabályok versenyképességet rontó voltára is. Ezek nem az egyes magánnyugdíjpénztárak egyedi versenyképességére, hanem a társadalom hosszú távú versenyképességére vannak hatással.

Speciális pénzügyi termékekben rejlő kockázatok: a profitmax forward ügylet esete

A vállalati kockázatkezelés hatékonysága a vállalat versenyképességének meghatározó eleme. Dömötör Barbara egy speciális derivatív termékkel, a profitmax forward ügylettel foglalkozott, amelyet a válság előtt kínáltak árfolyamkockázat fedezésére a bankok exportőr ügyfeleknek. Mivel a struktúra nem tartalmaz semmilyen garantált minimum átváltási árat, nem tekinthető fedezeti ügyletnek, azonban a legnagyobb veszteséget azok az ügyfelek szenvedték el, akik alapköttség nélkül, pusztán spekulatív céllal kötöttek ilyen jellegű ügyleteket. A termékből származó kockázat modellezésével azonban előre felmérhető a várható bevétel, illetve meghatározható a vállalt kockázat, ezáltal a vállalati versenyképességre gyakorolt hatás is.

Ez a konstrukció számos magyar vállalatnak okozott óriási veszteséget, mivel a válság bekövetkezte olyan esemény volt, amelyet a korábban általános használt kockázatkezelési és értékelési rendszerek rendkívül kis valószínűségűnek ítélték. Éppen azért a termék vizsgálata rámutat a különféle mércék korlátaira és segít a legjobbak kiválasztásában is.

A magyar vállalatok pénzügyi teljesítményének alakulása 1994 és 2009 között

Juhász Péter és Kazainé Ónodi Annamária kutatásukban Budapesti Corvinus Egyetem Vállalatgazdaságtan Tanszéke által az 1995 és 2010 között lebonyolított „Versenyben a világgal” kutatási program kérdőívei alapján a hazai vállalatok versenyképességét befolyásoló tényezőket, illetve a gazdasági válság hatásait vizsgálták. Bár a különböző időpontokban nem ugyanazon cégeket kérdezték meg, a mintaszerkezet közel reprezentatív volt. A felmérésben a magyar gazdaság szerkezetéhez képest a közepes (50-250 fő) és nagy (250 fő felett) cégek, illetve a feldolgozóipari és mezőgazdasági cégek felülreprezentáltak, míg a szolgáltató ágazat lényegesen alulreprezentált. A tanulmány legfőbb megállapításai a következők.

A vizsgált 15 esztendőben a különféle adónemek versenyképésre gyakorolt hatása eltérően változott. A versenyképesség szempontjából legfontosabb adónem mindvégig a társadalombiztosítási járulék volt, míg a második legfontosabb helyre az uniós csatlakozásunkkal szerepet veszítő vámok helyébe a helyi adók kerültek. A harmadik helyről 2009-ben a személyi jövedelemadó – a társasági adó előrelépése miatt – a negyedikre szorult vissza. A válsággal minden adónem versenyképességben betöltött jelentősége megnőtt.

A bel- és külpiacon való boldogulást vizsgálva a különféle közterhek fontossági sorrendje lényegében azonos, ám az egyes adónemek szerepe a hazai piacon sokkal jelentősebb, amit részben az itthoni szürkegazdaság és az alacsony adójú országokból érkező import szerepe magyarázhat. A válság időszakára a korábbinál jóval nagyobb lett a különféle adókedvezményeket igénybe vevő cégek aránya: a cégek közel 38 százaléka élvez valamilyen mérséklést, a legtöbben fejlesztéshez kapcsolódó kedvezményeket kapnak.

A kapott válaszokból úgy tűnik: a cégeknél inkább árfolyam spekuláció, semmint a kockázatok fedezése zajlik. A cégek 43 százaléka teljesen védtelen az ingadozások ellen, 45 százalék azonban rendszeresen használ valamilyen védekezési módszert. Ez a hazai gazdaság – szakértelmi és szemléletbeli – kettészakadására is utalhat. Noha a cégek általában sokat panaszkodnak a kiszámíthatatlan gazdaságpolitikára, mindössze 20 százalékuk vesz igénybe rendszeresen valamilyen eszközt az infláció hektikusságának tompítására, közel 69 százalék azonban a tettek szintjén egyáltalán nem foglalkozik a kérdéssel.

A vizsgált 15 esztendőben a vállalkozások finanszírozási szerkezete is fokozatosan megváltozott. A rövid lejáratú hitelek jelentősége a kezdeti visszaesés után folyamatosan növekedett (24-ről 29 százalékra); azaz a hosszú lejáratú hitelek használata helyett mindinkább így finanszírozzák magukat. Ez sem tekinthető egészségesnek, s alighanem azzal magyarázható, hogy sok cég nem vagy

egyre kevésbé jut hosszú lejáratú hitelhez. A szállítók aránya stabilan, jónak mondhatóan 30-40 százalék között alakult. A 2009-es adatok alapján az idegen források aránya a forrásokból 27,8 százalék volt, a rövid lejáratú források ezen belül 51,6 százalékot tettek ki. Ezek alapján a hosszú lejáratú idegen források az összes forrás alig 13,5 százalékát adta, ami rendkívül alacsonynak mondható.

A szállítók 2004-ig egyre ritkábban és egyre kevesebb engedményt adtak az azonnal fizetőknek, ám 2009-re ez a trend látványosan megfordult a válság okozta likviditási nehézségek hatására. A lépés hatékonyan tűnik, hiszen e kedvezmények igénybevételének gyakorisága is megugrott.

Az utóbbi 10-15 esztendőben a késve fizetés egyre gyakoribb lett, e trendre a válság azonban még jobban ráerősített. A mintában szereplő cégek saját bevallásuk szerint ritkában fizették késedelmesen számláikat, mint azt vevőik tették, ami a mind inkább exportorientált magyar cégek erősebb fizetési moráljára (lásd a minta torzítottságát a nagyobb cégek irányába), vagy pusztán saját viselkedésük elnézőbb megítélésére utalhat. A válság bekövetkeztével a szállítói szankciók gyakorisága is megnőtt, arányaiban különösen annak a gyakorisága emelkedett, hogy a szállító teljes fizetésig nem szállít újból.

A kilencvenes évek elejéhez képest javuló készletgazdálkodással sikerült hatékonyabbá tenni a gazdálkodást. Az utóbbi években látványosan megnőtt a készletforgási idő, ám a folyamat még a válság előtt megkezdődött.

Általában megállapítható, hogy 2004-ig mindenféle hitelhez jutás könnyebb lett: rövid lejáratút szinte minden vállalat kapott és a hosszú lejáratúhoz jutás esetében is javult a helyzet. 2009-re azonban a trend megfordult: hitelhez jutni közel ugyanolyan nehéz lett hosszú és rövid távra egyaránt, amire korábban nem volt példa. A cégek a hiteleket visszafizetni is képesek voltak 2004-ig, ám ezt követően az átütemezések és a késedelmes fizetések már nem jelentenek ritka kivételt.

A rövid- és középlejáratú forint hitel aránya a teljes hitelállományon belül csökken, a devizahitel szerepe ugyanakkor drasztikusan megnőtt, ami a gyenge árfolyamkockázat fedezést látva a kockázat erős növekedést jelentheti. A devizahitelek állománya 2009-re másfélszerese lett a tartós forint hitelkének.

A banki hiteleket egyre növekvő fontossággal főleg gépvásárlásra veszik fel. Az egykori legjelentősebb cél, az anyagvásárlás mára nem annyira jellemző, de még így is a második helyen áll a gyakorisági sorban, jelentősége 2004-től ismét növekedik. A gazdaság helyzetét szempontjából aggasztó, hogy megnőtt a szállítói tartozások kiegyenlítésére, bérfizetésre és banki tartozások átütemezésére felvett hitelek gyakoriság: ez az a harmadik leggyakoribb cél. A 2004-ben még negyedik legfontosabb ingatlanvásárlás az utolsó, hetedik helyre szorult vissza, a bérfizetés, banki tartozás átütemezés és az adótartozás kiegyenlítése pedig előrébb lépett.

A vevőknek azonnali fizetésért nyújtott kedvezmények 2004-ig egyre ritkultak, ám 2009-re ezek jelentősége ismét megnőtt. A kedvezmény átlagos mértéke 3,5-ről 4,7 százalékra emelkedett. A vevői késedelmes fizetés továbbra is nagyjából ugyanolyan gyakori, mint korábban, ám mind gyakoribbá vált a felszámolási eljárás kezdeményezése, amelynek az aránya 37 százalékról előbb 41 százalékra emelkedett, majd 30 százalékra zuhant a vizsgált időszak alatt.

A 2009-es felmérés tanúsága szerint az átlagos 38 napos vevőforgással szemben a cégek saját bevallásuk szerint átlagosan csupán 27 napos haladékot adnak partnereiknek, vagyis nagyjából 10 napos késve fizetés jellemzi a gazdaságot. A szállítói oldalon a 33 napos fizetéssel szemben 28 napos kapott haladék szerepel, vagyis itt a csúszás csak 5 napos. A magyar cégek tehát szállítóiknak gyorsabban fizetnek, mint ahogy vevőiktől követeléseiket megkapnák, ami jól mutatja a gazdaság kiszolgáltatott helyzetét, gyenge alkupozícióit. Ez a rés a kilencvenes évek vége óta nő.

A mintában szereplő vállalatok átlagosan 2,39 bankkal álltak kapcsolatban, amelyek közül 1,35 számlavezetőjük is volt. A legfontosabb bankkal fenntartott kapcsolat megítélése ambivalens volt: bár kérésre a szükséges információkat meg lehet kapni az átlagos banktól, önként a legtöbb nem alkalmazkodik az ügyfél igényeihez. A cégek magukat sem ítélték készségesebbnek, de a felek hajlandóak a szerződésben kikötötnél több információt is megosztani egymással. A cégek úgy vélik, hogy a baki konstrukciók inkább a hitelintézet profitabilitásának javítását szolgálják, semmit a vállalatok sajátos igényeinek kielégítését. A válság ugyanakkor jellemzően nem rontotta a banki kapcsolatokat. Összességében az elégedettség jó szintű, s a bankváltási hajlandóság pedig igen alacsony.

Az Új Magyarország Fejlesztési Tervhez kapcsolódó valamilyen pályázaton a cégek mindössze egyharmada vett részt 2006 óta, ugyanakkor a megkérdezettek 63 százaléka tervezi, hogy pályázik valamilyen uniós támogatásra. A válaszadók 8 százaléka háromszor vagy többször is indult. A pályázatokhoz a válaszadók 74 százaléka pályázatíró is igénybe vett.

A Gazdasági Operatív programnál sem sokkal jobb a helyzet: a válaszadók 14,8 százaléka még nem is hallott a programról, s csupán 20,2 százalék vett is rajtuk valóban. A válaszadók közül 13 százalék nyert is, vagyis csupán 7,2 százalék távozhatott rossz szájizzal.

A megkérdezett cégek 43 százaléka azt állította, hogy előre látta a válság bekövetkeztét és időben felkészült arra. 30,5 százalék a hírekből értesült, és megtette a szükséges előkészületeket, 6,6 százalék pedig egyenesen azt állította, hogy a mintavételig (2009 tavasz), nem is érte még el őket a válság. Mindezek alapján nem kellene megrázó hatásokra számítanunk, a valóságban viszont komoly visszaesést szenvedett el a gazdaság: a cégek egyharmada saját bevallása alapján piaci pozíciója lényeges romlásával szembesült.

A válság hatására a termelés szintje jóval kevésbé esett vissza 2009 tavaszáig, mint a bevétel, vagy az eredmények. Az alkalmazottak száma még a termelésnél is kevésbé csökkent, amit a

négynapos munkahétre való áttérés és a bérek csökkentése magyarázhat. A cégek úgy látták, a hazai értékesítési lehetőségek jobban szűkültek, mint az exportpiacok. A válságnak ugyancsak fontos hátrányos következménye volt az importköltségek növekedése.

A válság kapcsán a különösen az alacsony árak, a pontos és gyors teljesítés, illetve a magasabb tervezési minőség lett fontosabb a marketing eszköztáron belül. Az abszolút sorrendben a pontosság, a gyorsaság és az előállítási minőség áll az élen, az ár tehát továbbra is sokdrangú tényező a válaszadók szerint.

Ismét a gazdaság kettészakadására utal, hogy a válaszadók 35 százaléka cégére jellemzőnek ítélte a stratégiai nélküli sodródást, miközben majd 40 százalék egyáltalán nem érezte ezt találónak. A társaságok mégis jellemzően optimisták a jövőjükkel kapcsolatban.

A termelés (szolgáltatás) külső folyamataiban a minőség-ellenőrzés, az ellátási lánc optimalizálása, illetve a beszállítók minősítése lett fontosabb. Az abszolút sorrend alapján a minőség növelése a belső folyamatokban és a beszállítói minősítéseknél, illetve a külső környezeti hatások javítása és a az ellátási stratégia újragondolása áll az élen.

A válságból való kitörésre a legjobb megoldásnak az új piacok keresését és a keresletet növelő akciók indítását tartották a válaszadók. A vállalatok inkább károsnak ítélték a választék és a minőség csökkentése mellett a marketing tevékenységek kiszervezését is.

A 2007-ban nyereséges cégek arányaiban súlyosabb visszaesést szenvedtek el, mint az akkoriban veszteséges vállalatok. Ugyanakkor a 2005-2008 időszakban beruházások volumenét növelők és a kutatás-fejlesztési ráfordításokat megemelőket, kevésbé szenvedtek a válságtól. A kisebb veszteséget elszenvedők valamivel növelték célpiacaik és nagy vevőik számát, és javították termékeik minőségét és egyediségét is.

A válság következtében komoly visszaesést elszenvedő vállalatok körében jelentősen megnőtt a védekező stratégia aránya: 6 százalékról 34 százalékra. Ezzel párhuzamosan a növekedési stratégia aránya 22 százalékról 1,5 százalékra, a támadó stratégia aránya 13 százalékról 1,5 százalékra csökkent le. A legkevésbé visszaesőknél ugyanígy a védekező stratégia aránya kismértékben nőtt, növekedési és támadó stratégia aránya csökkent. A legnagyobb mértékű változást a stabilitási stratégia korábbi 29 százalékos arányának 48 százalékra való növekedése jelentette.

Összességében elmondható, hogy a válság nyomán a piac megőrzését célzó stratégiák – különösen a nagy visszaesést elszenvedőknél – gyakoribbak lettek. Általában válság előtt piacukat kiterjesztők, termékminőségüket fejlesztők védettebbnek bizonyultak. Az adók jelentősége és az adókedvezmények igénybevétele megnőtt, a hitelhez jutás nehezebb lett, s megnőtt a vevői és szállítói tartozások mértéke is.

A cégek kockázatkezelése még ma is komoly kívánnivalót hagy maga után, miközben a devizahitelek aránya és a gazdasági környezet kiszámíthatatlansága látványosan megnőtt. Eközben az árak, a teljesítési pontosság és a tervezési minőség gazdasági sikerben játszott szerepe megnőtt.

Több eredményünk a hazai gazdaság kettészakadására utal. Ez különösen a kockázatkezelésben, tulajdonosi kapcsolatokban, pályázatok igénybevételeiben, a környezet változásának előrejelzési képességében és a stratégia nélküli sodródásban (vagy a stratégia tudatos alakításában) érhető tetten.

Osztalékfizetés és adóoptimalizálás

Fazakas Gergely és Barabás Zoltán a vállalati osztalékfizetés és az adóoptimalizálás kapcsolatát vizsgálta. Fő kérdésük, hogy a különböző adózási szabályok alá tartozó befektetők (praktikusan az intézményi versus a magánbefektetők) kihasználják-e az adózási különbségekben rejlő lehetőségeket osztalékfizetésekkor – azaz kimutatható-e osztalékfizetéskor a részvényt piacokon szignifikánsan magasabb forgalom, ami az adóelkerülési szándékkal folytatott kereskedést bizonyítja.

Klientúra-modelleknek nevezi a szakirodalom azt a helyzetet, amikor a befektetők preferenciáik alapján más és más vállalatokat részesítenek előnyben, és ezzel a vállalatoknak stabil ügyfélkörük, befektetői körük alakul ki. Ez a stabilitás nem feltétlenül hosszútávon át változatlan tulajdonosi kört jelent, csak annyit, hogy adott helyzetben a befektetők újra és újra a kisebb vagy nagyobb osztalékot fizető vállalatokat részesítik előnyben.

Az adóarbitrázst olyan részvény-adásvételi tevékenységként definiálták, amelyek célja, hogy a benne résztvevőknek összességében csökkenjen az adó-befizetési (osztalékadó és árfolyamnyereség-adó összege) kötelezettsége. Az arbitrázs eredményeképp jellemzően az összes benne résztvevő szereplőnek csökken az adókötelezettsége, de a modell során elegendő azt feltételezni, hogy legalább egy szereplőnek csökken a kötelezettsége, miközben egy szereplőnek sem nő a saját befizetendő adója.

Az arbitrázst az teszi lehetővé, hogy legalább két olyan befektetői csoport van, akiknek eltérő az osztalékadójuk mértéke.[†] Legyen az egyik csoport H (high, magas adókulcsúak) a másik L (low,

[†] Kalay magánszemélyeket tételez fel mindkét befektetői csoportban, akiknek árfolyamnyereség-adójuk azonos. Ha megengedjük az árfolyamnyereség-adók különbözőségét is, akkor az arbitrázshoz az szükséges, hogy az osztalék- és az árfolyamnyereség adókulcsának hányadosa eltérő legyen a két csoportban.

alacsony adókulcsúak). Ha csak a magas adókulcsú H befektetők lennének, a piaci árfolyam kevésbé esne, mintha csak az alacsony adókulcsú L befektetők tartanák a részvényt.

Például, ha a részvény ára 1000, az egy részvényre jutó osztalék 100, és H és L osztalék-adókulcsa rendre 20% és 10%, míg az árfolyam-nyereségadó kulcsa 10%, akkor H számára $100 \cdot 0,8/0,9$, azaz 88,9, L számára $100 \cdot 0,9/0,9$ azaz 100 nagyságú áresés okozna arbitrázs-semleges pozíciót. Tehát H befektetők 911,1, míg L befektetők 900 ex-dividend árban gondolkodnak. L befektetőnek jó üzlet megvenni a részvényt osztalékfizetés előtt 1000-ért, felvenni az osztalékot, és utána eladni 900 és 911,1 között. Ugyanígy H-nak jó stratégia eladni a papírját osztalékfizetés előtt, és utána a fenti ársávban visszavásárolni. Tehát **mindkét csoport** számára arbitrázs-lehetőséget jelent, ha az áresés mértéke 88,9 és 100 közötti mértéket venne fel. Az, hogy az árfolyamesésre megadott sávon belül mekkora lesz a tényleges áresés mértéke, attól függ, hogy milyen a két csoport egymáshoz viszonyított kereskedési volumene.

A kihasználható adóarbitrázs nagyságát drasztikusan megemeli, ha intézményi befektetőket is bevonunk az akcióba. A tőkepiacok többségén ugyanis a vállalati befektetőket más elvek szerint adóztatják, mint a magánszereplőket: számukra a másik vállalattól kapott osztalékok általában adókedvezményt, sőt, néha teljes adómentességet (mint például Magyarországon) élveznek.

Vizsgálatukban három befektetői csoportot különböztettek meg: a vállalatokat, a magánszemélyeket és a kedvezményes kulccsal adózó magánbefektetőket. Bizonyos feltételek (tőkeszámlán tartott befektetések; tőzsdei cég részvényei) esetén kedvezőbb árfolyamnyereség-adó illetve osztalékadó vonatkozik/vonatkozott a befektetőkre (1. táblázat).

Rámutatnak: ha feltételezzük, hogy a magánbefektető és a vállalat összesen négy tranzakciójára (oda-vissza egy-egy adásvétel) mindösszesen 1%-os tranzakciós díjjal kalkulálhatunk, akkor 2011-ben

- tőzsdei papír esetében (kb. 19%-os arbitrázs-nyereség) legalább 5,3%-os osztalékhozamú;
- tőzsdén kívüli papír esetében (23%-os arbitrázs-nyereség) 4,6%-os osztalékhozamú részvélynél már megéri az adóelkerülő tranzakció. Ilyen papírokat pedig mind a tőzsdén, mind a tőzsdén kívüli kereskedelemben lehetett találni.

Gyakorlati piaci tapasztalataik alapján az adóelkerülő kereskedést a befektetők a részvények egy jelentős részénél végre is hajtják. Ennek tesztelésére azt vizsgálták, hogy osztalékfizetés környékén történt-e jelentős forgalom-emelkedés.

A teszt elvégzéséhez az 1995 és 2007 között kereskedett összes részvény adatait kigyűjtötték, majd a nulla osztalékot fizető részvények kizárják magukat a vizsgálódásból. A maradék adatok közül azokat az éveket is kizárták, amikor az adott részvénnel a 250 kereskedési napból 100 napnál kevesebb alkalommal kereskedtek.

1. táblázat
Magánszemélyek és vállalatok adókulcsai osztalékjövedelmekre és árfolyamnyereségből
származó jövedelmekre Magyarországon, 1990-2011

Év	Magánszemély				Vállalat	
	Árfolyamnyereség-adó		Osztalékadó		Árfolyamnyereség adója ²	Osztalék-adó
	Normál	Tőkeszámlán	Normál ¹	Tőzsdei vállalat		
1990	20%	20%	20%	20%	35%	35%
1991	20%	20%	20%	20%	35%	35%
1992	20%	20%	10%	10%	40%	40%
1993	20%	20%	10%	10%	40%	40%
1994	20%	20%	10%	10%	36%	36%
1995	10%	10%	10%	10%	18%	18%
1996	10%	0%	10%	10%	18%	10%
1997	10%	0%	10%	10%	18%	0%
1998	20%	0%	20%	20%	18%	0%
1999	20%	0%	20%	20%	18%	0%
2000	20%	0%	20%	20%	18%	0%
2001	20%	0%	20%	20%	18%	0%
2002	20%	0%	20%	20%	18%	0%
2003	20%	0%	20%	20%	18%	0%
2004	20%	0%	20%	20%	16%	0%
2005	25%	0%	20%	20%	16%	0%
2006	25%	0%	25%	25%	16%	0%
2006.09.01	25%	0%	29% ⁵	14% ⁶	20% ⁴	4%
2007	25%	20%	39% ⁷	24% ⁸	20% ⁴	4%
2008	25%	20%	39% ⁷	24% ⁸	20% ⁴	4%
2009	25%	20%	39% ⁷	24% ⁸	20% ⁴	4%
2010	25%	20%	39% ⁷	24% ⁸	19%	0%
2011	16%	16%	20%	16%	19%	0%

Forrás: Adójogszabályok

¹ Magánszemélyek 35%-os kulccsal adóznak a kapott osztalék után, ha az osztalék értéke meghaladja a saját tőke értékének 30 százalékát. ² Pozitív adózás utáni eredményt feltételezve. ³ Tőzsdei cég esetében. ⁴ 16% társasági adó + 4% szolidaritási adó. ⁵ 25% + 4% Egészségügyi hozzájárulás (EHO; a felső határt elérve már nem kell fizetni). ⁶ 10% + 4% Egészségügyi hozzájárulás (EHO; a felső határt elérve már nem kell fizetni). ⁷ 25% + 14% Egészségügyi Hozzájárulás (EHO); a felső határt elérve már nem kell fizetni) ⁸ 10% + 14% Egészségügyi Hozzájárulás (EHO; a felső határt elérve már nem kell fizetni)

Rámutatnak: ha feltételezzük, hogy a magánbefektető és a vállalat összesen négy tranzakciójára (oda-vissza egy-egy adásvétel) mindösszesen 1%-os tranzakciós díjjal kalkulálhatunk, akkor 2011-ben

- tőzsdei papír esetében (kb. 19%-os arbitrázs-nyereség) legalább 5,3%-os osztalékhozamú;
- tőzsdén kívüli papír esetében (23%-os arbitrázs-nyereség) 4,6%-os osztalékhozamú részvénynél már megéri az adóelkerülő tranzakció. Ilyen papírokat pedig mind a tőzsdén, mind a tőzsdén kívüli kereskedelemben lehetett találni.

Gyakorlati piaci tapasztalataik alapján az adóelkerülő kereskedést a befektetők a részvények egy jelentős részénél végre is hajtják. Ennek tesztelésére azt vizsgálták, hogy osztalékfizetés környékén történt-e jelentős forgalom-emelkedés.

A teszt elvégzéséhez az 1995 és 2007 között kereskedett összes részvény adatait kigyűjtötték, majd a nulla osztalékot fizető részvények kizárják magukat a vizsgálódásból. A maradék adatok közül azokat az éveket is kizárták, amikor az adott részvényt a 250 kereskedési naptól 100 nappal kevesebb alkalommal kereskedtek.

Érdekesebb megállapításaik a következők. Az olyan hagyományosan osztalékpapírnak tartott részvények, mint az Émász, Magyar Telekom, Prímagáz, Zwack a mintaévek legalább kétharmadában szignifikáns többletforgalmat mutattak osztalékfizetés környékén. Az arbitrázsra a befektetők a legnagyobb kapitalizációjú cégeket használták, mivel azok likvidebbek és nagyobb tömegű osztalékot fizetnek. Azokban az években, amikor nagyobb az adórendszer kínálta arbitrázslehetőség, a befektetők ilyen jellegű tevékenysége nem erősödött. Ugyanakkor a cégek általában magasabb osztalékot fizettek azokban az években, amikor nagyobb lehetőség nyílt arbitrázsra.

A magyar adószabályozás azzal, hogy az intézményi és a magánbefektetők tőkejövedelmeit eltérő adókulcsokkal adóztatja, széles lehetőséget nyit a befektetők adóelkerülési játszmáinak. Ez az adó-arbitrázs lehetőség 1990 és 2011 között folyamatosan fennállt, illetve jelenleg is fennáll. Vizsgálatuk kimutatta, hogy a befektetők a lehetőséggel élnek is, az osztalékfizetések környékén rendre szignifikánsan megnövekedett forgalmak mutatják, hogy a befektetők osztalékfizetés előtt kinyitnak egy új pozíciót, osztalékfizetés után pedig lezárják azt. A vizsgált mintában az összes (896 db) elvégzett teszt 25%-a, az összes vizsgált részvényév (224 db) 45%-a bizonyult szignifikánsnak. Úgy tűnik, a befektetők nem feltétlenül a magasabb osztalékhozamú, hanem a legnagyobb mennyiségű osztalékot fizető, azaz a legnagyobb cégeket preferálták az adóelkerülés végrehajtására.

A kamatláb-ingadozás hatása a vállalati működésre

Száz János és Dömötör Barbara közös kutatása rámutat: miközben a befektetések területén igen gyakori a bemeneti paraméterek eloszlással történő leírása, a többnyire csak várható értékeket használó vállalati pénzügyben ez még igen ritka. Kutatásukban a kamatláb bolyongásának vállalati működésre gyakorolt hatását vizsgáljuk, különös tekintettel a (1) fizetőképességre (csődvalószínűsége) és a (2) vállalati érték alakulására és a tulajdonosok által vállalt kockázatra.

A felépítendő modell a tőkepiacokon megfigyelhető kamatlábak (például állampapír hozamok) mozgása és a vállalati értékteremtés között teremt kapcsolatot, áthidalva a makro- és mikropénzügyek közötti szakadékot. A modellezés segítségével megvizsgálható, milyen hatással vannak a kamatlábmozgásokat befolyásoló gazdaságpolitikai (makro) döntések (alapkamat-emelés, befektetési környezet bizonytalanságának mérséklése) a vállalati szintű tulajdonosi értékteremtésre és kockázatra. Így különféle gazdaságpolitikák versenyképességi hatásának egyfajta összevetésére is lehetőség nyílik.

A vállalati likviditáskezelés szerepe eszközfedezettel rendelkező hitelszerződésekben

Havran Dániel tanulmányában azt járta körül, hogy a vállalat eszközei közül mekkora részt tegyenek ki a likvid eszközök. Az elemzést kizárólag a finanszírozási környezetre, és az ebből származó alkujátékokra szűkítette le. A likviditáskezelés során három kockázati kört azonosított: 1. pénzáram-hiány, rövid távú fizetési probléma, 2. a vállalat leállításával kapcsolatos önkéntes tulajdonosi döntés, hosszú távú fizetési probléma (ügynöki probléma), 3. túl erős tulajdonosi alkupozícióból adódó stratégiai adósságszolgálat.

Mindhárom kockázatot jelent a hitelező számára részleges eszközfedezet mellett, az első kettő pedig a tulajdonos számára is. E fogalomkörben vizsgálta a likviditás – likvideszköz-arány megválasztásának következményeit. A hitelszerződésekben való gondolkodáshoz meg kellett érteni az gazdasági szereplők érdekeit és információs viszonyukat.

A hitelezésben megjelenik az ösztönzési probléma is, amelynek vizsgálata ex ante megközelítést igényel. A hitelszerződés időtartama alatt addig tekintjük a hitelező-vállalkozó helyzetét ex ante szituációnak, amíg az ösztönzési probléma fennáll, vagyis nem derül ki a vállalkozás sikeressége. Eddig az újratárgyalások során is figyelembe kell venni a nem megfigyelhető erőfeszítések okozta problémát.

A kutatás ösztönzési probléma kizárásával a nem megfigyelhető adatok okozta konfliktusokat vizsgálta. Az elemzést kétfelé kellett bontani, az eszközfedezet mértékétől függően. Teljes eszközfedezet mellett a hitelező számára közömbös a likviditási szint, a vállalkozó viszont képes növelni a tulajdonosi értéket a helyes arány megválasztásával. Részleges eszközfedezetre általában nem adnak hitelt, ez a helyzet a szerződéskötés után alakulhat ki, ezért is érdemes külön is bemutatni a

problémát. Ilyenkor a hitelező az alacsony likviditási szintben érdekelt, mert ezzel az alkupozícióját védi, és a stratégiai adósságszolgálatot korlátozza.

Az elemzés legfontosabb eredménye az elméleti modellek felépítése és a szakirodalom áttekintése mellett az, hogy rámutat: egyes, jellemzően csak a gazdasági szabályozók által befolyásolható paraméterek drámai hatással lehetnek a kialakuló egyensúlyokra, ezért azok változtatása csak a megfelelő hatástanulmányok elkészítése után, és megfelelő óvatossággal lehet célravezető.

Hitelezés vevői nemfizetés mellett

Felföldi-Szűcs Nóra Ágota a nem fizető vevőre visszavezethető pénzügyi problémák viszonylag széles körét vizsgálta. A kutatás elméleti része bemutatja hogy a nem fizető vevők hogyan növelik az egyébként is létező hitelszűkösséget a KKV-hitelek piacán. Ha értékteremtő, pozitív nettó jelenértékű projektek nem tudnak megvalósulni finanszírozás hiányában, akkor társadalmi szinten is káros jelenséggel állunk szemben, gazdaságilag indokolt tehát a probléma enyhítése. Azért is releváns a kérdés, mert nemcsak hazánkban, de régióink egy másik országában, Szlovéniában is a KKV-szektor egyik növekedési korlátjaként azonosították az alultőkésítettséget.

Az empirikus kutatás legfontosabb eredménye, hogy a szerző a csődmodellek mintájára logit modellel előre jelezte a vevők nemfizetését. A szakirodalom alapján készült egy pusztán pénzügyi mutatókra épülő, majd viselkedési változókkal kibővített modell, valamint a pénzügyi mutatószámokból álló főkomponensekre is külön modell is. Az eredmények alapján a viselkedési változók mindig jelentős mértékben javítják a modell klasszifikáló képességét, sőt, önállóan alkalmazva őket sem romlik a modell besorolási képessége. Ugyanakkor főkomponensekre valamint egyedi mutatókra épülő modell eltérően teljesít a tanuló- és tesztmintán: a tesztmintán a főkomponenseket inputként használó modell a sikeresebb, vagyis nem helyes csupán hagyományos mutatókra épülő hitelbírálási rendszereket működtetni.

A szellemi tőke jelentősége a hazai vállalatoknál 2004-2009

Juhász Péter kutatásában részben egy 2004-es vizsgálatot ismételt meg. A Versenyben a világgal felmérés akkori és mostani adatbázisán dolgozva azt vizsgálta, hogyan változott a hazai cégeknél a szellemi tőke megítélése és kezelése.

Eredményei szerint a befektetett tőke nyomon követési módját tekintve összességében elmondható, hogy a fejlődési irány kedvező: az újrabeszerzési érték egyfajta helyettesítőjeként értelmezhető bruttó könyv szerinti érték és a piaci érték használta előtérbe került, amivel a becslés pontossága mindenképpen nőhetett. A tulajdonos jellege szerint vizsgálva ugyanakkor lényeges eltéréseket tapasztalunk.

2. táblázat
A tulajdonosi szerkezet és a befektetett tőke mérésének kapcsolata*

	Állami többség	Külföldi többségi tulajdonos	Magyar többségi tulajdonos	Nincs domináns tulajdonos	Teljes minta
Nettó könyv szerinti érték					
2004	67,35%	50,00%	64,10%	87,50%	64,92%
2009	61,90%	64,71%	54,17%	43,75%	55,81%
Bruttó könyv szerint érték					
2004	12,24%	27,50%	12,82%	4,17%	14,66%
2009	28,57%	14,71%	15,97%	37,50%	18,60%
Pótlási érték					
2004	2,04%	17,50%	5,13%	0,00%	6,28%
2009	0,00%	2,94%	4,17%	0,00%	3,26%
Piaci alapon					
2004	18,37%	25,00%	24,36%	20,83%	22,51%
2009	19,05%	23,53%	26,39%	18,75%	24,65%
Más értékelés					
2004	0,00%	0,00%	2,56%	0,00%	1,05%
2009	0,00%	0,00%	2,78%	6,25%	2,33%
Összesen					
2004	100,00%	120,00%	108,97%	112,50%	109,42%
2009	109,52%	105,89%	103,48%	106,25%	104,65%
N (2004)	49	40	78	24	191
N (2009)	21	34	144	16	215

*Egy cég több módszert is használhat.

A domináns tulajdonos nélküli és az állami cégek jellemzően a nettó könyv szerinti értékről a bruttóra, illetve a piaci alapúra tértek át. A hazai többségben lévő vállalkozásoknál inkább az egyszerűsítés felé léptek, és valamivel kevesebb lett a többféle módszert is használók száma (elsősorban a nettó könyv szerinti értéktől álltak el).

Különösen érdekes a külföldi kézben lévő társaságok helyzete. Ezek a cégek sokkal kevesebb módszert használnak, de mintha visszaléptek volna: az elméletileg torz nettó könyv szerinti érték lett gyakoribb, főként a pontosabbnak ítélt bruttó könyv szerinti és pótlási értékek kárára.

Ellenőrizte azt is, hogy bizonyos eszközök a teljes vállalati érték mekkora részét teszik ki a pénzügyi vezető szerint. A reáljavak súlya több mint 12 százalékponttal esett vissza, miközben a szórás is csökkent. Eközben a pénzügyi eszközök és az üzleti kapcsolatok jelentősége kissé emelkedett, más elemek pedig lényegében szinten maradtak.

3. táblázat

Vállalat értékének mekkora részét teszik ki...

(százalék)	Átlag	Szórás	N
Reáljavak			
2004	43,6213	24,9351	235
2009	31,5027	22,4244	187
Pénzügyi eszközök			
2004	13,4430	14,8967	228
2009	19,4545	14,8292	187
Üzleti kapcsolatok			
2004	13,8210	11,9747	229
2009	16,3904	13,3373	187
Emberi erőforrás			
2004	13,6810	10,8613	232
2009	14,3529	11,1338	187
Tudástőke			
2004	9,4602	8,5837	226
2009	9,7112	9,1659	187
Márkanevek			
2004	5,0142	8,9237	211
2009	5,1649	8,9711	188
Kutatás-fejlesztés			
2004	1,9714	4,7903	210
2009	1,9654	4,2552	188
Egyéb			
2004	1,5127	7,8549	197
2009	1,4863	4,7409	182

A vállalatok pénzügyi vezetőit néhány gyakran hangoztatott állítás helyességéről is megkérdezték. Ezek alapján sok téren javulás tapasztalható, bár vannak ellentmondásos eredmények is. A menedzserek például továbbra is nagyon hisznek a számviteli adatok reális képalkotásában annak

ellenére, hogy a korábbi válaszaik alapján csak a cég értékének 50-60 százalékát fedik le a számvitel által többé-kevésbé pontosan nyomon követett eszközök.

Ellentmondás van abban is, hogy a vezetők a szellemi javak értékét mind inkább az általuk a jövőben termelt jövedelmekhez kötik (ez a számvitelben jellemzően nem elfogadott értékelési módszer az óvatosság eleve miatt), ám ezzel egyidőben azok száma is megnőtt, akik a ráfordítás alapú megközelítésekben hisznek.

A 2004-eshez képest a válaszadók a vállalati információs rendszerek a közvélekedés szerint jobban kezelik az immateriális javakat, s a korábbinál jobban hisznek az üzleti kapcsolatok és a tudás számszerűsíthetőségében is. A vállalatok valamelyest nagyobb mértékben figyelnek döntéseiknél a szellemi tőke elemekre gyakorolt hatásokra.

4. táblázat
Mennyire ért egyet az alábbi állításokkal?
 (1: egyáltalán nem, 5: teljes mértékben)

	2004			2009		
	Átlag	Szórás	N	Átlag	Szórás	N
A számviteli adatok reális képet adnak a vállalat értékéről.	3,9254	0,9938	295	3,9962	0,9507	261
A szellemi javak értékét a jövőbeli működésre gyakorolt hatásuk határozza meg.	3,4775	1,1120	289	3,7654	0,9397	260
A szellemi (immateriális) eszközök jelentősége a vállalat sikeres működése szempontjából az elmúlt években nőtt.	3,4315	1,1117	292	3,5308	1,0704	260
A vállalati információs rendszer pontos információt nyújt a cége számára lényeges immateriális eszközök értékéről.	3,3242	1,1619	293	3,6371	1,0490	259
A számviteli információk elegendő alapot adnak az üzleti döntések meghozatalához.	3,3231	1,0553	294	3,2896	1,1332	259
Az üzleti kapcsolatok értéke mérhető, számszerűsíthető.	2,9583	1,0385	288	3,2852	1,0668	256
A szellemi javak értékét a beléjük fektetett tőke, a hozzájuk kapcsolódó ráfordítások határozzák meg.	2,7805	1,0761	287	3,4863	0,9915	255
Vállalatunknál a döntéshozatal során a szellemi javakra gyakorolt hatásokat is figyelembe vesszük.	2,7491	1,0516	291	3,1860	1,1212	258
A tudás értéke mérhető, számszerűsíthető.	2,7422	1,0757	287	3,4922	1,0221	258

Megvizsgálta azt is, hogy a különféle pénzügyi és tulajdonosi célrendszerek hogyan befolyásolják a szellemi tőke elemek megítélését. Ehhez faktor- és klaszterelemzést végzett

Az azonosított három faktor egyike az adott időszak pénzügyi teljesítményének jelentőségét mutatja, a másik a különféle érintettek elégedettségét, míg a harmadik a számviteli alapú hatékonysági kritériumok fontosságát. A négy klaszterből három egy-egy teljesítmény területet preferál a másik kettő rovására, míg a negyedik igyekszik egyfajta egyensúlyt elérni, ami az elégedettségen keresztül egy összetettebb mutatórendszer és így a pénzben azonnal nem mérhető, de hosszú távon fontos hatásokat is magába foglalja.

Az egyes klaszterek tulajdonosi háttér alapján is szignifikánsan eltérnek a X^2 négyzet teszt alapján. Az adatok alapján a többségi tulajdonos nélküli cégek a leginkább a tisztán pénzügyi célrendszert követik, az állami cégek a számviteli hatékonysági mércékre koncentrálnak, míg a valós piaci (belföldi vagy külföldi) tulajdonosú vállalkozások a kiegyensúlyozott teljesítményre fókuszálnak. Miközben azonban ez utóbbiaknál a második helyen a tisztán pénzügyi célrendszer szerepel, az állami cégeknél ez utóbbi egyáltalán nem jellemző.

5. táblázat
A tulajdonosi formák megoszlása a klaszterek között

Klaszter	Nincs többségi tulajdonos	Többségi állami tulajdon	Többségi belföldi (nem állami) tulajdon	Többségi külföldi tulajdon	Összesen
1-Elégedettség	18,75%	11,76%	16,95%	5,26%	15,29%
2-Egyensúly	25,00%	35,29%	36,44%	63,16%	38,24%
3-Pénzügy	37,50%	5,88%	32,20%	26,32%	29,41%
4-Számvitel	18,75%	47,06%	14,41%	5,26%	17,06%
<i>A teljes mintából</i>	<i>9,41%</i>	<i>10,00%</i>	<i>69,41%</i>	<i>11,18%</i>	<i>100,00%</i>

Megvizsgálva a célrendszerek és a szellemi tőke javak megítélése közti kapcsolatot a következő tekintetben talált érdemi eltérést a csoportok között. A bruttó könyv szerinti értéket (amely az elmélet szerint jobban teljesít, mint a nettó könyv szerinti érték) a pénzügyi teljesítmény fókuszúak használják a leggyakrabban, míg a számviteli hatékonysági mutatókra koncentrálnak a legritkábban.

A pénzügyi teljesítményre koncentrálnak fordítanak a legnagyobb figyelmet a márkanevek és ingatlanok helyes mérésére, és szerintük ad a leggyengébb képet a számvitel a cég értékéről. A számviteli értékmérésben a legjobban a kiegyensúlyozott célrendszert követők hisznek: nem csak az értékmérésnél, de az üzleti döntéseknél is mindenki másnál jobban hallgatnak erre. A vállalati információs rendszerükkel az immateriális javak mérését tekintve a pénzügyi célokat követő a

legelégedettebbek, s saját bevallásuk szerint ezek a cégek veszik a legjobban figyelembe döntéseik szellemi tőkére gyakorolt hatásait.

6. táblázat

Szellemi javak klaszterenkénti kezelése

	Klaszter	N	Átlag	Szórás
Az egyes üzletágakba, tevékenységekbe, projektekbe fektetett tőke nagyságát bruttó könyv szerinti érték alapján értékelik. (1-igen, 2-nem)	1	16	1,75	,447
	2	58	1,86	,348
	3	40	1,60	,496
	4	26	1,92	,272
	Összesen	140	1,79	,412
Mérik-e önállóan a Márkanevek értékét? (1-nem mérik, 2-mérik, 3-mérik és a döntésekben is használják.)	1	18	1,28	,575
	2	63	1,37	,679
	3	37	2,00	,816
	4	27	1,30	,724
	Összesen	145	1,50	,765
Mérik-e önállóan az Ingatlanok értékét? (1-nem mérik, 2-mérik, 3-mérik és a döntésekben is használják.)	1	18	1,17	,383
	2	64	1,55	,754
	3	37	2,00	,816
	4	27	1,63	,839
	Összesen	146	1,63	,788
A számviteli adatok reális képet adnak a vállalat értékéről. Egyetért-e? (1 - egyáltalán nem 5 - teljes mértékben)	1	24	3,83	1,049
	2	64	4,33	,757
	3	50	3,62	,780
	4	29	3,97	1,085
	Összesen	167	3,98	,915
A számviteli információk elegendő alapot adnak az üzleti döntések meghozatalához. Egyetért-e? (1 - egyáltalán nem 5 - teljes mértékben)	1	24	3,71	,859
	2	64	4,13	,807
	3	50	3,60	,833
	4	29	4,07	,884
	Összesen	167	3,90	,862
A vállalati információs rendszer pontos információt nyújt a cége számára lényeges immateriális eszközök értékéről. Egyetért-e? (1 - egyáltalán nem 5 - teljes mértékben)	1	24	3,33	1,204
	2	64	3,98	,934
	3	50	3,62	,987
	4	29	3,34	1,010
	Összesen	167	3,67	1,032
Vállalatunknál a döntéshozatal során a szellemi javakra gyakorolt hatásokat is figyelembe veszik. Egyetért-e? (1 - egyáltalán nem 5 - teljes mértékben)	1	24	3,38	1,469
	2	64	3,70	1,079
	3	50	3,48	,931
	4	29	2,97	1,085
	Összesen	167	3,46	1,123

Összegzés

A pénzügy kutatócsoport a TÁMOP-4.2.1.B-09/1/KMR-2010-0005 azonosítójú projektjében igen szerteágazó elemzési munkát végzett. Elemzéseikben makro, mezo és mikro szintű versenyképességhez kötődő vizsgálatok egyaránt szerepeltek. Legfontosabb eredményeink a következők.

Rámutattunk, hogy a különböző szintű gazdasági szereplők megnövekedett tőkeáttétele egyértelműen a rendszerkockázat növekedéséhez vezet, hiszen nő az egyes szereplők csődjének/nemfizetésének valószínűsége. Ez összekapcsoltságuk révén könnyen az egyes sokkok továbbterjedéséhez, vagyis rendszerszintű fertőzést okozhat. Ha azonban a tőkeáttételt eltérő mértékben és ütemben korlátozzák az egyes szektorokban, országokban akkor a korlátozást később bevezető szereplők egyértelműen versenyelőnyhöz jutnak.

A különféle pénzügyi intézmények tőkeallokációját vizsgálva kimutattuk, hogy a különféle divíziók közt mindig lehetséges a működés fedezetésül szolgáló tőkét (kockázatot) úgy felosztani, hogy a megállapodás felmondás egyik érintettnek se álljon érdekében. Ezt azonban nem lehet minden szempontból igazságosan megtenni, így egyes üzletágak versenyhátrányba kerülhetnek, ha a konkurens piaci szereplők az adott tevékenységet kevésbé igazságtalanul terhelték meg.

Arra is rámutattunk, hogy az egyes nyugdíjpénztárak befektetési tevékenységének eredményességére nagy hatással van a magánnyugdíjpénztárak tevékenységének szabályozása. Ezek a jogszabályok – amennyiben határokon átívelő verseny nem lehetséges – nem az egyes magánnyugdíjpénztárak egyedi versenyképességére, hanem a társadalom hosszú távú versenyképességére vannak hatással.

A jelenlegi gazdasági válságot is elindító speciális pénzügyi termékekben rejlő kockázatok egy konkrét példáján egy kutatásunk rámutat arra is, hogy a hazai bankok sem voltak képesek ügyfeleik kockázatviselő képességét helyesen megítélni, ráadásul jutalékrendszerük nem is tette ebben érdekelté azokat. Mindez a pénzügyi felügyeleti szervek szerepének fontosságát, illetve felelősségüket is kiemeli. A komplex pénzügyi termékek értékesítésének tilalma ugyanakkor semmiképpen sem reális megoldás: ehelyett a veszteség lehetséges mértékének és valószínűségének pontosabb bemutatását kellene megkövetelni.

Számos vizsgálatunk foglalkozott a magyar vállalatok versenyképességének alakulásával is. Megvizsgáltuk a különféle adónemek, árfolyamkockázatok és finanszírozási politikák versenyképességet befolyásoló hatását. Külön kutatás vizsgálta a kamatlábak ingadozásának és az

hitelekhez kapcsolódó eszközfedezet meglétének vállalati értékre gyakorolt hatásait. Rámutattunk a nemfizetés növekvő kockázatára, és áttekintettük a lehetséges és a ténylegesen alkalmazott kezelési stratégiákat is.

Kimutattuk: a rövid- és középlejártú forint hitel aránya a teljes hitelállományon belül 2004 és 2009 között csökkent, a devizahitel szerepe ugyanakkor drasztikusan megnőtt, ami a gyenge árfolyamkockázat fedezést látva a kockázat erős növekedését okozta. A devizahitelek állománya 2009-re másfélszerese lett a tartós forint hitelkének.

Megvizsgáltuk azt is, hogy a tőzsdei cégek tulajdonosai miként használják ki az osztalékfizetéshez kapcsolódó adóoptimalizálási lehetőségeket. Gyakorlati piaci tapasztalataik alapján az adóelkerülő kereskedést a befektetők a részvények egy jelentős részénél végrehajtják.

Külön kutatás foglalkozott a szellemi tőke hazai vállalatoknál játszott szerepéről. Ez alapján a cégek a problémát 2009-ben lényegesen magasabb szakértelemmel kezelték, mint öt esztendővel korábban. Eközben 57-ről 51 százalékra apadt a reáljavarok és a pénzügyi eszközök együttes aránya a vállalati értékben, arányosan nagyobb teret adva a szellemi tőkének. Különösen az üzleti kapcsolatok jelentősége emelkedett.

Ugyanakkor a probléma kezelése koránt sem mentes az ellentmondásoktól: egymásnak ellentmondó nézetek elfogadottsága egyaránt növekedett. Javultak ugyanakkor a vállalati információs rendszerek, s így egyre jobban képesek az új típusú igények kielégítésére is. Rámutattunk arra is, hogy a tulajdonosi háttér lényeges hatást gyakorolhat arra, ahogyan a cégek célrendszerüket felépítik, illetve ahogy az intellektuális javakra tekintenek.

Tanulmányok jegyzéke

- Balog Dóra; Csóka Péter; Pintér Miklós Péter: Tőkeallokáció nem likvid portfóliók esetén. Hitelintézeti Szemle 6, 2011, 604-616. o.
- Balog Dóra; Csóka Péter; Pintér Miklós Péter; Bátyi Tamás László: Tőkeallokációs módszerek és tulajdonságaik a gyakorlatban. Közgazdasági Szemle 7-8, 2011, 619-632. o.
- Berlinger Edina; Horváth Ferenc; Vidovics-Dancs Ágnes: "Tőkeáttétel-ciklusok", Hitelintézeti Szemle, 2012 (megjelenés alatt)
- Dömötör Barbara: Risk of Structuring: Measurement Potential of Different Models, International Journal of Management Cases, Vol 14 No. 1, 2012 (megjelenés alatt)
- Havran Dániel: A vállalati likviditáskezelés szerepe eszközfedezettel rendelkező hitelszerződésekben. Az alku-alapú megközelítés eredményei. Közgazdasági Szemle, LVII. évf., július-augusztus, 2011, 633-652. o.
- Juhász Péter: A szellemi tőke szerepe a magyar vállalatoknál, Hitelintézeti Szemle, 2012 (megjelenés alatt)
- Juhász Péter; Kazainé Ónodi Annamária: A hazai vállalatok pénzügyi teljesítményének alakulása 1994 és 2009 között, Budapesti Corvinus Egyetem, 2011, working paper
- Kovács Erzsébet; Dömötör Barbara; Naffa Helena: Investment Decision in Crises: A Study of Private Pension Fund Investments, Acta Oeconomica, Vol. 61 (4), 2011, pp. 389–412.