

BODNÁR KATALIN

# A HAZAI KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALATOK ÁRFOLYAMKITETTSÉGE. EGY KÉRDŐÍVES FELMÉRÉS EREDMÉNYEI\*

A tanulmány egy, a hazai kis- és középvállalati szektor árfolyamkitettségeről végzett kérdőíves felmérés eredményeit foglalja össze. A kutatást a növekvő devizahitelezés lehetséges kockázatainak feltárása motiválta a hazai bankszektorban. A vállalatok a devizahiteleket felvehetik árfolyamkockázat-fedezési céllal, amennyiben külföldi deviza bevételük van. A külföldi devizában történő eladósodás másik motívuma lehet a kamatkülönbözet kihasználása, ennek ára azonban az árfolyamkockázat vállalása. A devizában történő eladósodás motívuma és az árfolyamkitettség mellett a felmérés a hazai kis- és középvállalatok árfolyamkockázat-menedzseléséről is információkkal szolgált. Az eredmények rámutatnak, hogy számos cég pénzügyi pozícióját befolyásolná egy esetleges árfolyamváltozás, de csak kis részük tartja fontosnak ezt a kockázatot, és még kevesebben használnak természetes vagy mesterséges fedezési eszközöket e kockázat csökkentésére. Ezzel összhangban a devizában történő eladósodás motívumai közül a kamatkülönbözet kihasználását találtuk döntőnek a vállalatok többsége esetében.

## BEVEZETŐ

Nyitott gazdaságokban az árfolyam a legfontosabb ár. Nagy mértékű elmozdulása jelentősen befolyásolja a gazdasági növekedést, illetve egyensúlyt. Az

árfolyam több csatornán keresztül hat a gazdasági szereplőkre, amelyek összeadódnak, és befolyásolják a gazdasági szereplők pénzügyi pozícióját, reálgazdasági döntéseiket, végeredményben pedig a gazdasági növekedést.

\* Lektorálta: Nagy Márton, Magyar Nemzeti Bank.

Jelen írásban a hazai mikro-, kis- és középvállalatok (továbbiakban: KKV-k) árfolyamkitettségét vizsgáljuk kérdőíves felmérés adatai alapján. A kutatás motivációja a belföldi bankrendszer kockázatosabb szegmensek (háztartások, kis- és középvállalatok) felé történő nyitása és ezzel párhuzamosan a devizahitelek domináns belföldi forrásként történő megjelenése volt. A háztartási szektor helyzete, a devizahitelezéssel vállalt kockázatai nagyrészt egyértelműek, hiszen a háztartások devizabevételeinek aránya igen alacsony. A nem pénzügyi vállalati szektor helyzete azonban jóval összetettebb a közvetlen külgazdasági kapcsolatok, valamint a természetes és mesterséges fedezetek lehetősége miatt.

## I. ÁRFOLYAMKITETTSÉG A GAZDASÁGBAN

Az árfolyamkitettséggel foglalkozó irodalom a '90-es évek pénzügyi válságai után indult jelentős növekedésnek, hiszen ezek nyomán nyilvánvalóvá vált, hogy az árfolyam elmozdulása jelentős reálgazdasági hatással bírhat. Az irodalom nagy része éppen ezért az árfolyamkitettség makrogazdasági hatásait elemzi, és arra keresi a választ, hogy milyen tényezők befolyásolják az árfolyamváltozás gazdasági növekedésre gyakorolt hatását. A tanulmányok egy másik része az árfolyamkitettséget és annak kezelését egyedi vállalati szinten vizsgálja.

Nyitott gazdaságban az árfolyam a legfontosabb ár, amely közvetlenül vagy közvetett módon hat számos gazdasági szereplő pénzügyi helyzetére. E hatás mérésére az árfolyamkitettség és az árfolyamkockázat fogalmait alkalmazzuk. Árfolyamkitettségről akkor beszélünk, ha az árfolyam változása befolyásolja a gazdasági szereplők nyereségét, illetve eszközeik nettó értékét. Az árfolyamkockázat ezzel szemben az árfolyam-elmozdulás valószínűségének és az árfolyamkitettségnek az eredője.

Az irodalom az árfolyamkitettség következő forrásait határozza meg a vállalati szektorban (Schafer – Pohn-Weidinger, 2005; Nydahl, 1999; stb.):

- a mérleg- és mérlegen kívüli tételek, illetve a bevételek és kiadások eltérő denominációja miatt a számviteli jelentésekben megjelenő pozíciók változhatnak (átváltási kitettség);
- a külkereskedelmi (export-, import-) tevékenység, külföldi beruházások, egyéb devizában denominált szerződések ártértékelődhetnek, megváltozhat a belőlük származó cash-flow (tranzakciós kitettség);
- megváltozhat a vállalat piaci pozíciója az árfolyamváltozás versenytársakra, relatív árakra, mennyiségekre, keresletre (pl. a fogyasztók rendelkezésre álló jövedelme megváltozik) gyakorolt hatásán keresztül (működési kitettség);
- ártértékelődhetnek a jövőben várható követelések, kötelezettségek (kontingencia kitettség);

- megváltozhat a jövedelmezőség, illetve a vállalati érték (teljes vagy gazdasági kitettség).

Utóbbi három forrásból minden vállalatnak származik kitettségre, függetlenül attól, hogy vannak-e külföldi devizában denominált tételei. Az első két kitettség azonban csak azoknál a cégeknél jelenik meg, amelyek rendelkeznek eltérő valutában denominált eszközökkel, forrásokkal, illetve bevételekkel és kiadásokkal. A továbbiakban ezzel foglalkozunk, és ezt denominációs kitettségnek nevezzük (*currency mismatch, CM*). Ez a kitettség tehát akkor jelenik meg, ha egy gazdasági egység nettó eszközállománya, illetve nettó bevétele érzékeny az árfolyam-változásra a denominációs szerkezet miatt (Goldstein – Turner, 2004).

Az árfolyam a fent említett csatornákon keresztül befolyásolja a vállalati szektor pozícióját. Ezek (valamint a háztartási és állami szektor) reagálásától nagymértékben függ az, hogy az árfolyam végső soron milyen hatást gyakorol a gazdasági növekedésre<sup>1</sup>. A hazai valuta jelentős mértékű *leértékelődése* esetén *rövid távon* a kibocsátás visszaesése és növekedése egyaránt bekövetkezhet. Amennyiben a leértékelődés a vállalatok többségét negatívan érinti, veszteségesé teszi, a GDP-növekedés az árupiaci kereslet visszaesése miatt jelentősen csökkenhet, negatív is lehet. A másik véglet során az exportáló és importtal versenyző vállalatok ver-

senyképessége javul, és ez a pozitív hatás jelentősebb, mint a leértékelődés és esetleges kamatemelés miatti negatív hatások. A javuló kül- és belpiaci értékesítési lehetőségek miatt a beruházás nőhet, a GDP növekedés meglódulhat. Az árfolyam nagymértékű *erősödése* hasonlóan szélsőséges kimenetekkel járhat. Az, hogy bármilyen irányú árfolyam-változás esetén a skála két vége között hová kerül a gazdaság, annak függvénye, hogy a gazdasági szereplők milyen árfolyam-kitettséggel rendelkeznek, a pozitív vagy a negatív kitettségű szereplők vannak-e többségben. Mindez jelentős mértékben függ az ország nyitottságától, az egyedi és aggregált szintű denominációs kitettségtől, az árfolyam-átgyűrűzés mértékétől, illetve a gazdaságpolitika mozgásterétől.

A devizában történő eladósodás egyik motívuma lehet a devizabevételek ellentételezése, ebben az esetben a devizaadósság tehát csökkenti az árfolyamkockázatot. A devizaadósság felvételének másik motívuma lehet, ha annak költségei kisebbek, mint a hazai forintban megjelenő adósságé. A devizában való eladósodás tehát racionális lehet, amennyiben a devizaadósság olcsóbb, mint a hazai valutában jelentkező, és ez az előnye fennmarad, vagy nem változik olyan módon, amely ellehetleníti a törlesztést (ez utóbbira példa, amikor a devizahitel törlesztőrészlete olyan szintre emelkedik, amely ugyan még nem éri el a hazai valutában megjelenő adósság költségeit, az adós mégsem tud tovább törleszteni).

1 Az árfolyam-begyűrűzés különböző csatornáiról lásd Kovács (2005).

A fejlődő országok tapasztalatai alapján a jelentős mértékű denominációs kitettségek a következő hatásai lehetnek a gazdaságra:

Pozitív hatások

- segítheti a pénzügyi közvetítés mélyülését,
- csökkentheti bizonyos sokkok negatív hatásait,
- hozzájárulhat a nemzetközi pénzügyi integrációhoz,
- pozitív kapcsolatban van a gazdasági növekedéssel,
- a bankoktól a vállalatokhoz csoportosíthatja át az árfolyamkockázatot, ezzel arra készítve azokat, hogy javítsák kockázatkezelésüket és fedezeti tevékenységüket, aminek stabilizáló hatása is lehet (Arteta, 2003).

Negatív hatások

- a devizában történő eladósodás érzékennyé teszi a gazdaságot a nemzetközi tőkeáramlásra;
- növeli a pénzügyi válságok (bankválság, valutaválság, ikerválság) valószínűségét, illetve költségességét.

Összességében azt mondhatjuk el, hogy a denominációs kitettség növekedése lehet a fejlődő gazdaságok nemzetközi integrációjának, fejlődésének, növekedésének velejárója, de ugyanakkor növeli is ezen gazdaságok növekedési pályájának sérülékenységet. Nemcsak hozzájárulhat a válságot megelőzően a gazdasági növekedéshez, hanem a válság után is kisebb lehet a dezintermediáció. A pénzügyi stabilitás szempontjából azonban valószínűleg a gazdaságpolitikai és in-

tézményi tényezők szerepe nagyobb, mint önmagában a devizában történő eladósodottságé (Arteta, 2003).

## II. STILIZÁLT TÉNYEK

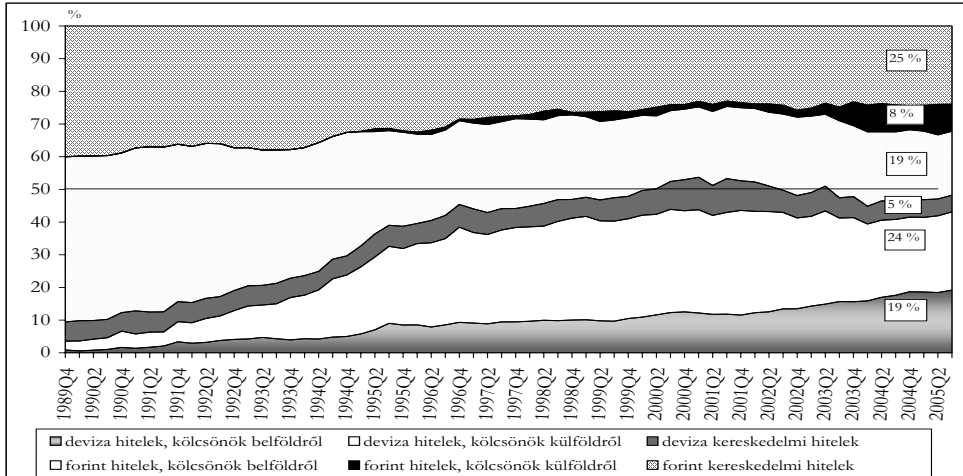
### II.1. A hazai vállalatok eladósodásának jellemzői

A nem pénzügyi vállalati szektor összes devizaadósságának aránya a teljes adósságon belül viszonylag stabil, a '90-es évek közepe óta 65-70 százalék között mozog. A finanszírozási szerkezet alaposabb vizsgálata alapján (1. ábra) azonban az látható, hogy a devizahitelek, -kölcsonök állományának stabilitása mögött a külföldi devizahitelek arányának csökkenése és a belföldi devizahitelek emelkedése áll. A forintadósság esetében fordított a helyzet: a belföldi forintforrások aránya csökken, miközben a külföldieké nő. A külföldi forintadósságállomány esetében azonban előfordulhat, hogy valójában külföldi devizában denominált tételeket tartanak nyilván forintban a vállalatok.

A teljes nem pénzügyi vállalati szektor belföldi devizahiteleinek aránya az összes belföldi hitelen belül folyamatosan emelkedik, jelenleg 50% körüli. Ennél lényegesebb változás a hitelek denominációjának változása: a dollárhitelek háttérbe szorultak, miközben a svájci frankban denominált hitelek állománya erőteljes növekedésnek indult, az euróhitelek stagnálása mellett (2. ábra). Ebből arra követ-

1. ábra

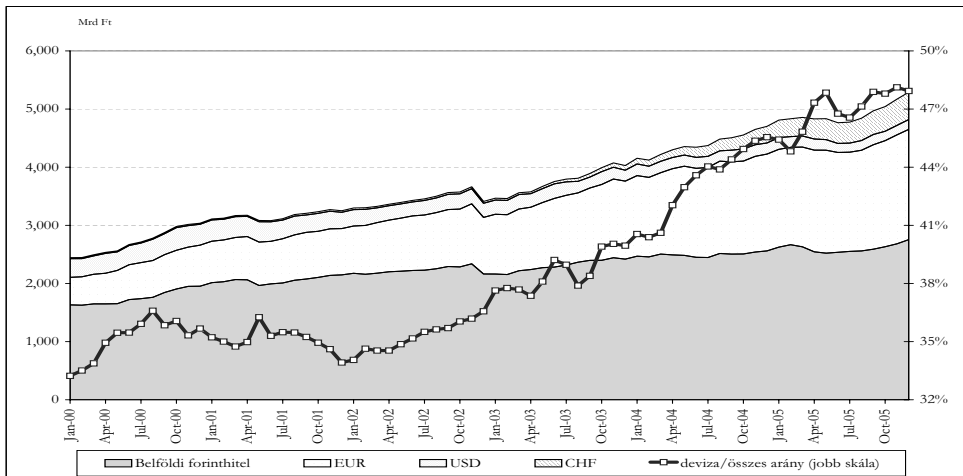
**A vállalati szektor finanszírozásának szerkezete**



Forrás: MNB, pénzügyi számlák, nem konszolidált adatok

2. ábra

**A nem pénzügyi vállalati szektor beföldi banki devizahiteleinek alakulása, 2000-2005**



Forrás: MNB

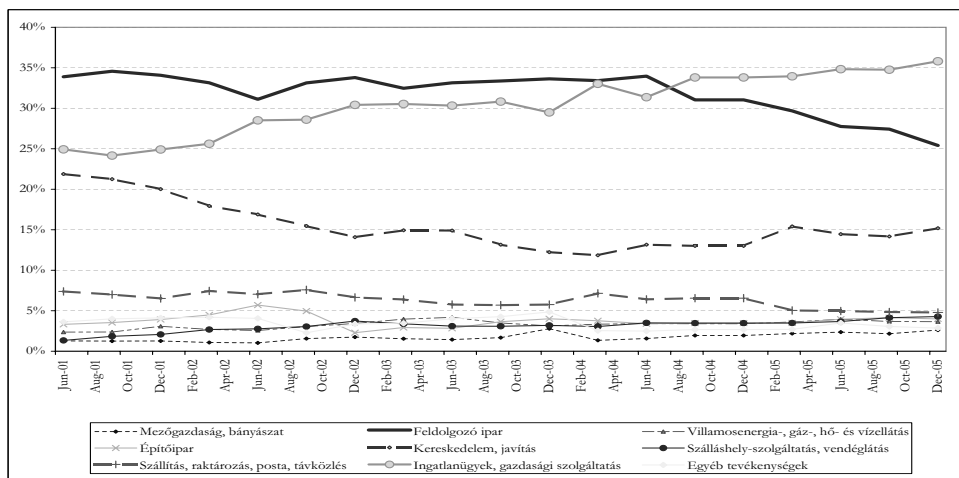
Megjegyzés: a devizahiteleket 2000-es árfolyamra számoltuk át.

keztethetünk, hogy a vállalati szektorban a korábban is meglévő forint/euró árfolyamkockázat növekedése mellett forint svájci frank árfolyamkockázat, illetve euró/svájci frank keresztárfolyam-kockázat jelenhetett meg. A külkereskedelem denominációs szerkezete ugyanis nem tükrözi a devizahitelezés denominációs szerkezetét: 2003 végén az exportbevételek 85%-a volt euróban, 10%-a dollárban denominálva, a maradék 5%-on belül az angol font és a forint dominált.<sup>2</sup>

A belföldi banki devizahitelek legnagyobb részét a feldolgozóipari, illetve az ingatlanüggyekkel, gazdasági szolgáltatásokkal foglalkozó vállalatok veszik fel, de jelentős, illetve növekszik a kereskedelem és javítás ágazat részesedése is (3. ábra). A bankszektor legnagyobb kitettségét jelentő három ágazatból tehát kettő a non-tradable<sup>3</sup> szektorban működik, outputjaik külkereskedelmi forgalomba nem kerülnek. Az egyes ágazatok finanszírozásának denominációs szerkezetét

3. ábra

### Az egyes ágazatok devizahiteleinek aránya az összes belföldi vállalati devizahitelem belül (az adott ágazat devizahitelei/nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott belföldi banki devizahitelek)

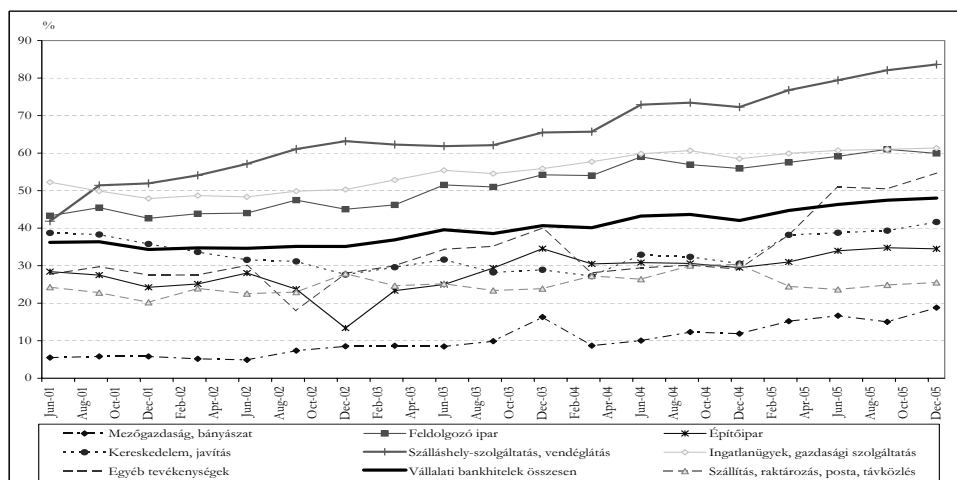


Forrás: MNB

- A külkereskedelem denominációs szerkezetére vonatkozóan jelenleg nincs statisztikai adatgyűjtés, mert az Európai Unió nem követeli azt meg. 2003 végén az importkiadások 72 százaléka euróban, 18 százaléka dollárban jelentkezett, és 5 százaléknál nagyobb volt a forint aránya.
- Tradable szektorba tartozónak tekintettük a feldolgozóipart, a mezőgazdaságot (beleértve a hal-, erdő- és vadgazdálkodást) és a bányászatot, illetve a villamosenergia-, gáz-, gőz- és vízellátás ágazatokat, míg a szolgáltató szektort a non-tradable kategóriába soroltuk.

4. ábra

**A devizahitelek aránya az egyes ágazatok belföldi banki finanszírozásában  
(az adott ágazatnak nyújtott devizahitel/az ágazat összes belföldi banki hitele)**



Forrás: MNB

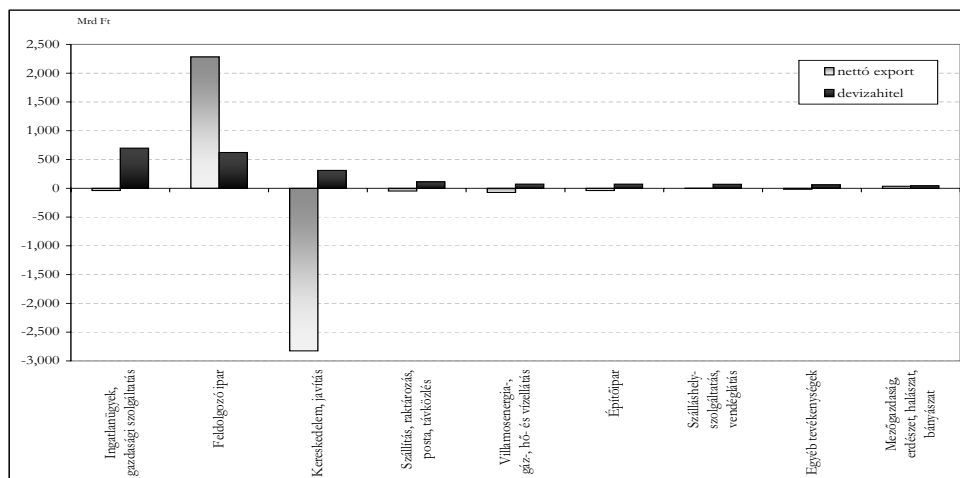
vizsgálva (4. ábra) hasonló kép rajzolódik ki: a feldolgozóipar, valamint a szolgáltató szektorok nagy részének finanszírozása a vállalati szektor átlagánál nagyobb részben külföldi devizában történik. Legnagyobb, csaknem 85 százalékos a devizahitelek aránya a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás ágazatban, ezt követi az ingatlanügyek, gazdasági szolgáltatás ágazat. A non-tradable ágazatok közül a természetes fedezettséggel valószínűleg sokkal kevésbé rendelkező egyéb tevékenységek<sup>4</sup> ágazat devizahiteleinek aránya mutatja a legnagyobb növekedést.

4 Egyéb tevékenységek: közigazgatás, oktatás, egészségügyi, szociális ellátás, egyéb közösségi, személyi szolgáltatás.

A külkereskedelmi statisztika alapján megvizsgáltuk azt, hogy az ágazati devizahitelek nettó exporttal való fedezettsége biztosított-e (5. ábra). A nettó exporttal az ágazatok nettó devizabevételt kívántuk közelíteni. A feldolgozóipar, illetve a mezőgazdaság és bányászat esetében a belföldi devizahitelek természetes, nettó exportbevéttel való fedezettsége ágazati szinten biztosított. A non-tradable szektorra ez nem igaz, itt az ágazatok nettó exportbevétele negatív, miközben a devizahitel-állomány emelkedik. A tényleges denominációs kitétséget ez a megközelítés felülbecsli, mivel a szolgáltató szektoron belül bizonyos ágazatoknak (szállítás, raktározás, posta, távközlés; ingatlanügyek és gazdasági

5. ábra

### Nettó export és belföldi devizahitel állományok ágazonként 2004-ben



Forrás: MNB, KSH

szolgáltatások; szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás ágazatok) lehetnek devizában fixált vagy denominált, nem export jellegű bevételei, illetve az árfolyam mozgása közvetlen befolyással van ezen ágazatok pozíciójára. Ennek ellenére a fenti adatokból arra következtetünk, hogy ágazati szinten is jelentős denominációs kitétség jelenhet meg, de ahol a denominációs kitétség ágazati szinten alacsonynak is tűnik, egyedi vállalati szinten megjelenhet.

## II.2. A KKV szektor jellemzői

A KKV-k száma, nemzetgazdasági jelentősége az elmúlt években folyamatosan növekedett. 2002-es adatok alapján ez a szektor foglalkoztatja a

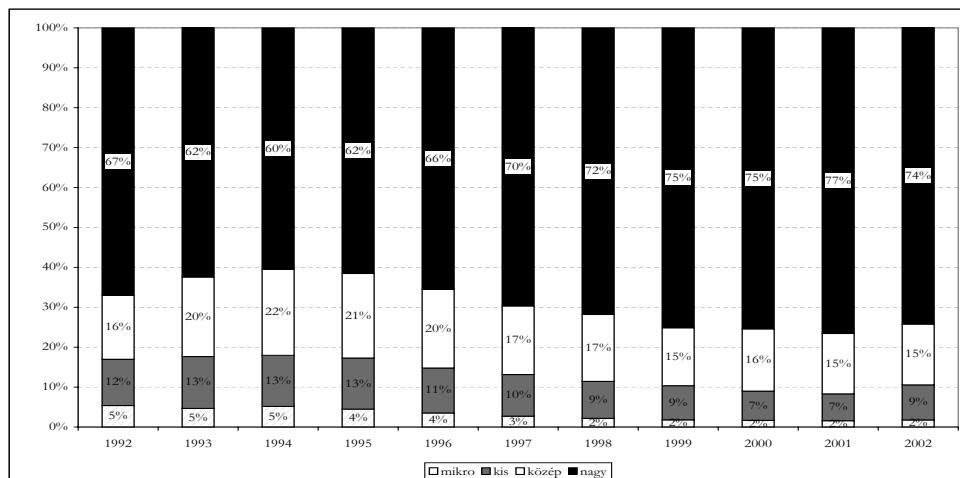
munkaerő 60 százalékát, miközben a GDP felét állítja elő. Ugyanakkor elsősorban belföldre termelnek, a belföldi gazdasági folyamatokra a nagyvállalatoknál jóval érzékenyebbek. Az export árbevételből való részesedésük alacsony, és a vállalati méret növekvő függvénye. Éppen ezen okok miatt árfolyamkitétségük valószínűleg sokkal kevésbé ered az export, mint az egyéb csatornákon való kitétségükből, vagyis az adósságuk, kiadásaik denominációjából, illetve a keresleti hatásokból.

A KKV-k súlyának emelkedésével párhuzamosan a hazai bankrendszer vállalati hitelezésében is a KKV-k felé fordulás volt megfigyelhető az elmúlt időszakban. Ennek kínálati és keresleti okai is voltak (a hitelfelvétel kínálati



6. ábra

## A mikro-, kis-, közép- és nagyvállalatok részesedése az exportból



Forrás: MNB, APEH adatok.

okok miatti emelkedését általában kockázatosabbnak tekintjük, mint a keresletoldali emelkedést, amennyiben a kereslet növekedése mögött a termelékenység javulása, reálgazdasági fellendülés áll). A kínálati okok között a nagyvállalati hitelezés telítetté válása, a bankok növekedési kényszere jelenik meg, illetve a KKV-k jövedelmezőségének vagy jövedelmezőségi kilátásainak javulása (6. ábra).<sup>5</sup> A profitabilitás javulása azonban vélhetően a jövedelmezőségi különbségek emelkedésével párhuzamosan ment végbe, erre utal az is, hogy a veszteséges vállalatok aránya a KKV-k körében nem csökkent (GKM, 2005). A hitelkereslet emelkedése ugyanakkor az állami és uniós tá-

mogatási programok mellett a likviditási helyzet romlása miatt következett be, és a KKV-k hazai bankrendszerrel való függését valószínűleg növelte.

A hazai bankrendszer KKV-knak nyújtott hitelállománya a fenti okok miatt folyamatosan növekedett az elmúlt években, jelenleg meghaladja a nagyvállalati hitelállományt. E folyamat pozitív hatása, hogy mélyebb pénzügyi közvetítést tesz lehetővé, forráshoz juttatva a bankok számára kevésbé vonzó KKV-kat is, azonban e szektor nagyobb sérülékenysége miatt kockázatosabbnak tekinthető, mint a nagyvállalatok hitelezése. A devizahitelek aránya a KKV-k esetében is emelkedik, különösen az éven belüli finanszírozásban, ami a KKV-k alacsony mértékű export tevékenysége

5 A magánszektor hitelezése átalakulásának leírását részletesen lásd Bethlendi – Bodnár (2005).

miatt szintén magasabb kockázatokkal járhat együtt.

### III. A KÉRDŐÍVES FELMÉRÉS EREDMÉNYEI

#### III.1. Adatfelvétel, módszertan

A vállalati árfolyamkitettség felmérésére két módszer jellemző: a részvényhozamok és az árfolyam kapcsolatának vizsgálata CAPM modell segítségével, illetve a kérdőíves felmérések segítségével gyűjtött adatok felhasználása. A hazai tőzsdei cégek nem lennének reprezentatívak a gazdaságra, ezért a kérdőíves felmérés mellett döntöttünk, és a KKV-k növekvő jelentősége és nagyobb érzékenysége miatt erre a szektorra koncentráltunk.

A kérdőíves felmérést 2005 szeptembere és októbere során végeztük el, a kérdések a 2004-es adatokra és folyamatokra vonatkoztak.<sup>6</sup> A mintát azok a hazai, döntően magántulajdonú nem pénzügyi vállalatok képezték, amelyek 2004 során, vagy a felmérést megelőzően legalább egy üzleti évig már működtek, rendelkeztek külső forrással, és kettős könyvvitelt vezettek. A mintát a KSH T-STAR adatbázisa és a Magyar Gazdaságelemző Intézet településenkénti és cég nagyság szerinti adatbázisa alapján alalítottuk ki. Elsőként a települések kiválasztása történt meg, második lépésben pedig a kiválasztott településen megkeresen-

dő vállalatoké. Az adatfelvétel kérdőbiztosokkal zajlott, személyes interjú formájában. A válaszadási hajlandóság igen alacsony, körülbelül 20-25 százalékos volt.

A kérdőív a számviteli árfolyamkitettségről, a vállalatok árfolyamkitettségről alkotott véleményéről és az árfolyamkockázat fedezési technikákról tartalmazott kérdéseket. Mind a hiányzó, mikroszintű adatok begyűjtésére, mind a vállalatok viselkedésének vizsgálatára törekedtünk. A felvétel tisztított adatai 580 mikro-, kis- és középvállalat adatait tartalmazzák. Az adatok átsúlyozást követően illeszkednek a nemzetgazdasági adatokhoz. Az átsúlyozást úgy végeztük el, hogy a vállalatok méret és ágazat alapján a nemzetgazdasági súlyuknak megfelelő arányban szerepeljenek a számításokban.

A felvétel adatait három szempontból vizsgáljuk. Először az eladósodás, azon belül is a devizában történő eladósodás jellemzőit taglaljuk. Ezt követően az árfolyamkitettség egyes forrásait, a vállalatok különböző típusú árfolyamkitettségét, az árfolyam lehetséges hatását elemezzük. Végül az árfolyamkockázat menedzsmentre vonatkozó válaszokat vizsgáljuk. Az árfolyamkitettség és a fedezeti tevékenység elemzésekor a teljes mintát és a devizaadósok alcsoportját is megvizsgáljuk. Az elemzést leíró statisztikákkal, illetve probit és ordered probit regresszióval végeztük el.

6 A felmérést a GfK Hungária Piackutató Intézettel közösen végeztük el.

### III.2. A vállalati eladósodottság jellemzői

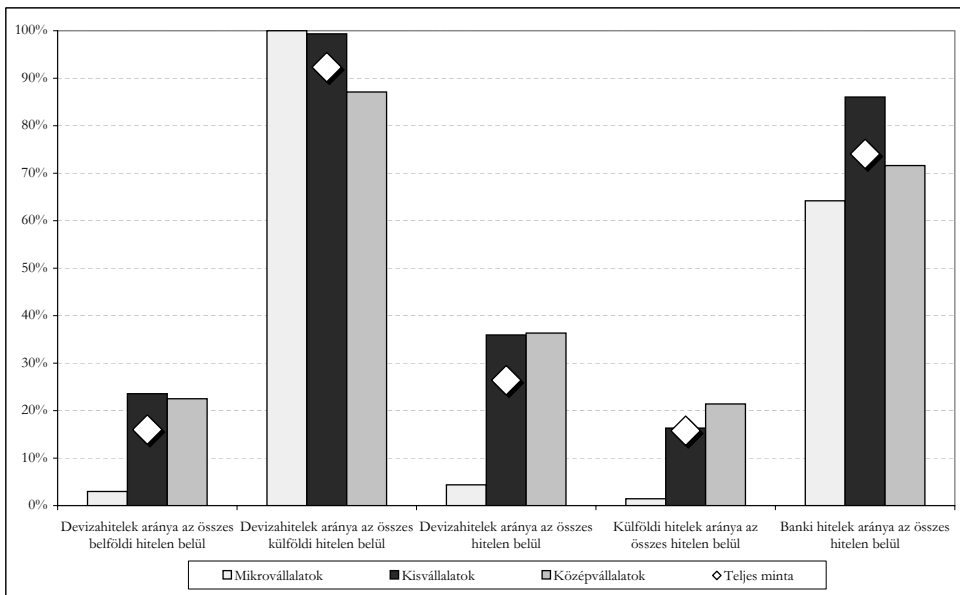
Az eladósodottságra vonatkozó kérdéseket a válaszadók 15 százaléka nem válaszolta meg, ebből a szempontból a legkisebb volt a mikrovállalatok válaszadási hajlandósága. Az eladósodottság jellemzőit a források jellege és a denomináció alapján elemezzük.

A felmért vállalatok adósságának döntő többségét, 87 százalékát a belföldi adósság teszi ki. Ezek zömében forintban jelentkeznek (83 százalék), jelentős azonban az euró- adósság aránya is (12 %). A svájci frankban denominált hitelek szinte kizárólag belföldi pénzügyi intézményektől származnak, és arányuk nem függ a vállalati mérettől, tehát a három méretkategoróriában közel azonos. Az euróforrások azonban kizárólag a kis- és középvállalatoknál jelennek meg. A belföldi források között a banki hitelek dominálnak.

A külföldről felvett hitelek aránya a teljes minta adósságának 13 százalékka, és ez az arány a vállalati méret növekvő függvénye. Szinte mindegyik, külföld felé eladósodó vállalat külföldi tulajdonú, vagy külkereskedelmi tevékenységet végez. A külföldi források döntő része külföldi tulajdonostól származik, a második legfontosabb forrás a külföldi banki finanszírozás. A külföldi forintadósság elsősorban a középvállalatoknál jelenhet meg, tulajdonosi hitelként.

7. ábra

**Devizahitel-arányok, külföldi hitelek, illetve bankhitelek aránya méretkategóriánként (adott méretkategóriába tartozó vállalatok hitelei arányában)**



A teljes adósságállományon belül a belföldi adósság dominanciája miatt a forintHITELEK súlya a legnagyobb, de a forintadósság aránya a vállalati méret növekedésével csökken. Megfigyelhető az is, hogy amely vállalatok eladósodnak külföldi devizában, azok nem, vagy kis mértékben vonnak be forint forrásokat, tehát e cégek esetében a deviza adósság súlya szinte mindig magas, 80 százalékon felüli.

Az adatok elemzése alapján a külföldi tulajdon mértéke, a vállalati méret és a külkereskedelmi tevékenység mutat kapcsolatot a devizaadósság arányával (a probit és az ordered probit regressziókban egyaránt). Az eladósodottsággal pozitív, a profitabilitással negatív, de egyikkel sem szignifikáns a kapcsolat. A vizsgálatot szűkítve a belföldi devizaadósságra eltűnik a külföldi tulajdon magyarázó ereje. Az export és az import azonban egyaránt magyaráz, ami arra vezethető vissza, hogy az importőr vállalatok többsége exportál is, és mindemellett devizaadóssággal rendelkezik.

Az adatok alapján jól látható, hogy a KKV-k számára a bankrendszer jelenti az elsődleges forrást: a belföldi adósság 80, a külföldi adósság 37 százaléka származik banki forrásból. A felvétel adatai alapján leginkább a kisvállalatok támaszkodnak a banki forrásokra, a közép- és mikrovállalatok esetében kisebb a banki finanszírozás aránya. A következő legfontosabb forrás a tulajdonosi, elsősorban külföldi tulajdonosi hitel.

Megvizsgáltuk, hogy mely tényezők befolyásolják a vállalatokat a hitelfelvételi döntéseknél a forint, illetve devizahitel, valamint a belföldi és külföldi források közötti választásban. Mindkét esetben a következő tényezők bizonyultak a legfontosabbnak: a kamatszint, az aktuális törlesztő részlet, a banki kapcsolatok, a belföldi gazdasági kilátások és a kamatkülönbözet. Az aktuális törlesztő részlet és az azt befolyásoló tényezők (kamatszint, árfolyam-alakulás) külön szempontokként is említésre kerültek a kérdésben, a vállalatok nagy része ezek közül többet is az öt legfontosabb közé sorolt. A kamatszint minden vállalat legfontosabb szempontjai között szerepelt, tehát minden egyes megkérdezett vállalat igen fontosnak találja ezen tényezőt. A 2004-2005 során külföldi devizában eladósodott vállalatok 46 százaléka azonban nem sorolta a legfontosabb szempontok közé az árfolyam szintjét, 61 százaléka annak volatilitását, 26 százaléka pedig egyiket sem. Ez arra utal, hogy a devizahitel felvétellel vállalt árfolyamkockázatot a vállalatok jelentős része nem tartja jelentősnek.

Azon vállalatok kétharmada azonban, akiknek csak forintHITELEIK vannak, a legfontosabb szempontok között megemlítették az árfolyamszintet és/vagy -volatilitást. Emellett azon vállalatok feléne, akik az eszközök és források, vagy bevételek és kiadások denominációjának megfeleltetését a legfontosabb szempontok közé sorol-

ták a hitelek közötti választáskor, nincs árfolyamkitettsége. Feltehetően ezek azok a vállalatok, akik tudatosan nem adósodnak el devizában, tudva, hogy ezzel árfolyamkockázatot vállalnának fel. A többi vállalat esetében a válaszok értékelése vegyes, nem minden esetben érzékeljük a tudatos kockázatmenedzsment megjelenését (pl. importőrök, akik devizában adósodnak el).

### III.3. A vállalatok árfolyamkitettsége

A nettó devizaeszközök és a nettó devizabevételek előjelét és nagyságát vizsgáljuk, illetve ezek árfolyamra való érzékenységét, és ezeket az eredményeket vetjük össze a vállalatok által várt hatásokkal. Az eredményeket több tényező is torzíthatja: az adatokban valószínűleg nem korrigálható hibák vannak, amik abból adódhatnak, hogy a számviteli rendszerek nem követelik meg a mérleg- és eredményki-mutatás tételek devizanemenkénti nyilvántartását. Így tehát a devizátételek aránya az itt meghatározottnál nagyobb lehet. További torzítást okozhat, hogy a vállalatoknak nem csak külkereskedelemből, hanem belföldi partnerekkel kötött szerződésekből is származhat árfolyamkitettsége.

A vállalatok által érzékelt, a kérdőívben meghatározott árfolyamkitettség pedig azért lehet alacsonyabb a ténylegesnél, mert a kérdőív elvégzését megelőző időszakban nem volt jelentős árfolyam-elmozdulás. Ezt a

helyzetet esetleg kivetítve a jövőre a vállalatok akkor is az árfolyamkockázat hiányát jelezhetnék, ha felméri, figyelemmel követik nyitott devizapozíciójuk mértékét.

#### III.3.1. Kiknek van árfolyamkitettsége?

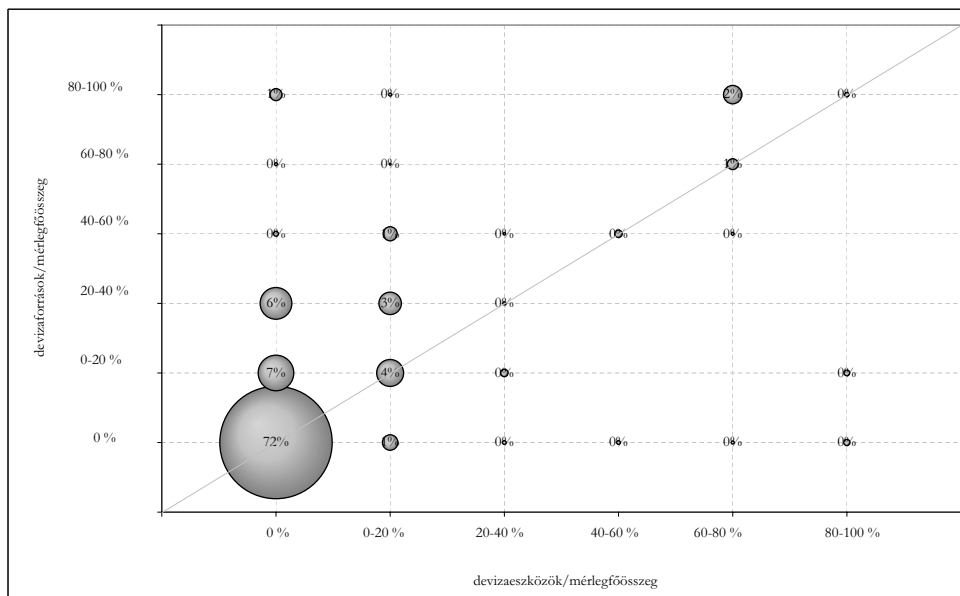
A felvétel adatai alapján a minta vállalatainak 40 százaléka rendelkezik közvetlen árfolyamkitettséggel. A nettó devizaeszközöket és a nettó devizabevételeket vizsgáljuk, tehát a számviteli kitettséget (*currency mismatch, a továbbiakban: CM*). Az előbbi stock, az utóbbit flow kitettséget okoz, amelyet tehát a következőképpen számszerűsítünk:

$$\begin{aligned} \text{Stock CM} &= \text{devizaeszköz Ft értéke} \\ &\quad - \text{devizaforrás Ft értéke} \\ \text{Flow CM} &= \text{devizabevétel Ft értéke} \\ &\quad - \text{devizakiadás Ft értéke} \end{aligned}$$

Amennyiben a nettó devizaeszköz vagy -forrás pozitív, akkor a vállalatra a forint leértékelődése pozitív hatással lenne (hazai valutában számítva a nettó eszközök, illetve bevételek emelkednének), az erősödés pedig negatívval. Ellentétes előjel esetén ellentétes hatás következne be. Előfordulhat, hogy akkor is van árfolyamkitettsége a vállalatnak, amennyiben a nettó kitettsége nulla vagy nulla közeli, hiszen eltérhet az egyes tételek ütemezése, de az éves adatok miatt ezt a problémát nem tudjuk kezelni.

8. ábra

### A vállalatok mérlegételeinek deviza aránya (stock CM)



*Megjegyzés:* a körök mérete az adott kategóriába tartozó vállalatok mérlegfőösszegének arányát mutatja a teljes mintán belül

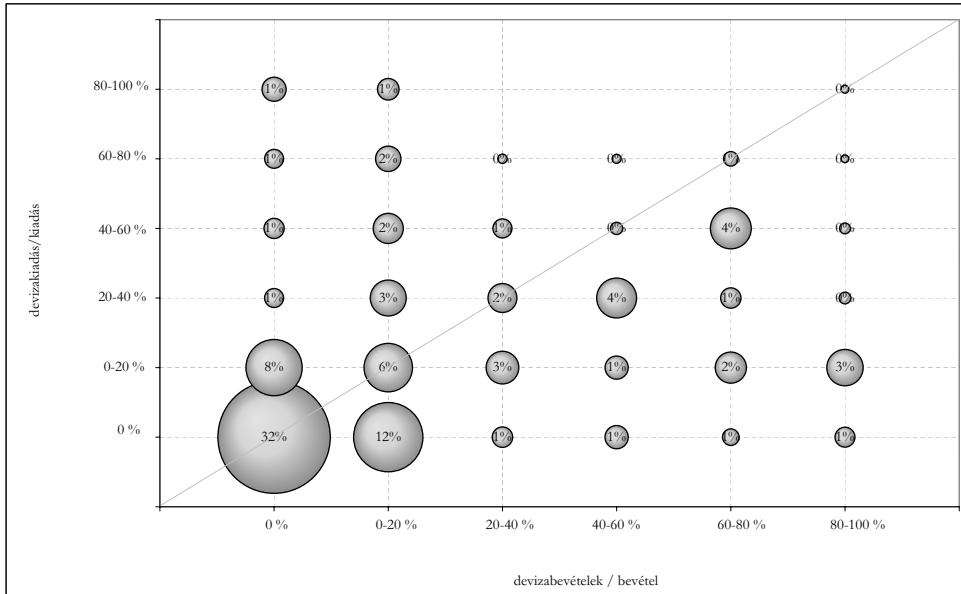
A stock kitettség esetében lehet a legnagyobb a számviteli nyilvántartás okozta torzítás. Részen emiatt is magas azon vállalatok aránya, akiknek nincsenek sem devizaeszközök, sem devizaforrásaik. Ezek a vállalatok mérlegfőösszeg alapján a vizsgált sokaság 72 százalékát teszik ki. A minta egészére, illetve az egyes méretkategóriákon belül a negatív nettó devizaeszközzel rendelkező vállalatok vannak többségben, a stock kitettség átlagos mértéke a mérlegfőösszeg – 8 százaléka (a nettó devizaeszközök összege / a mérlegfőösszegek összege).

A flow kitettség, vagyis a nettó deviza bevételek átlagos mértéke a min-

ta egészére – 2 százalék (a nettó devizabevétel összege / a bevételek összege), a nettó bevételre vetítve pedig – 19 százalék; tehát ez szintén negatív, de jelentősebb eltéréseket takar, mint a stock kitettség aggregált adata. A mérlegfőösszeg szerinti részesedés alapján a vállalatok 68 százalékának vannak a bevételi és/vagy a kiadási oldalon devizatételei, és nagyobb a pozitív kitettséű vállalatok részesedése. A mikrovállalatoknál a negatív, a kis- és középvállalatok esetében a pozitív kitettséggel rendelkező vállalatok súlya nagyobb.

Az ökonometriai vizsgálat alapján annak valószínűsége, hogy egy vállalat

9. ábra

**A minta vállalatainak devizabevételei és devizakiadásai (flow CM)**

*Megjegyzés:* a körök mérete az adott kategóriába tartozó vállalatok mérlegfőösszegének arányát mutatja a teljes mintán belül

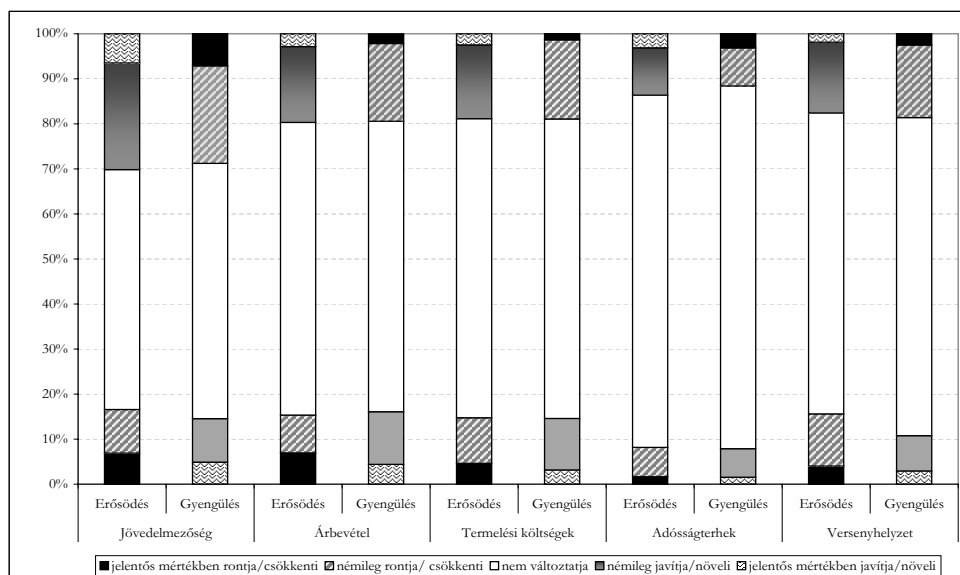
közvetlenül ki van téve az árfolyam elmozdulásának, a vállalati méret, a külföldi tulajdon, a külkereskedelmi tevékenység, és a devizában történő eladásodás pozitív függvénye. Az ágazatok közül leginkább a feldolgozóipari vállalatoknak van kitétsége, illetve a szállítás, raktározás, posta és távközlés és a kereskedelem, javítás ágazatokban is az átlagosnál több olyan vállalat található, amelyek pénzügyi pozíciójára bizonyos mértékig hat az árfolyamváltozás.

*Mit gondolnak a vállalatok az árfolyamváltozás hatásáról?*

Az árfolyamkitétséggel rendelkező vállalatok fele adott az egyes kérdésekre olyan válaszokat, amelyekből arra következtethetünk, hogy nincs tisztában árfolyamkitétségének létezésével, vagy azt elhanyagolhatónak tartja. Ezen vállalatok fele az árfolyam-elmozdulástól semmilyen hatást sem vár egyik mutatójára sem. A vállalatok másik fele vagy tisztában van a kitétség létezésével, de nem kezeli azt, vagy sok esetben az egyes kérdésekre adott válaszai ellentmondanak egymásnak: amikor általában az árfo-

10. ábra

### A vállalatok véleménye a forint árfolyam esetleges változásának hatásáról



lyamkitettségre meglétéről kérdeztük, akkor úgy vélte, nincs kitettsége, de az árfolyamváltozás esetleges hatását mégsem gondolta semlegesnek.

A megkérdezett vállalatok döntő többsége úgy gondolja, hogy nem változtatja meg pénzügyi vagy versenyhelyzetét az árfolyam változása<sup>7</sup>. Az egyes változók esetében azok aránya, akik nem várják, hogy hatást gyakorolna rájuk az árfolyam elmozdulása, 53-81 százalék között alakult. Különösen kevés vállalat gondolja azt, hogy az adósságtérheit befolyásolja az árfo-

lyamváltozás, mindössze 19% szerint van hatása, és a legtöbben a jövedelmezőségükre várnak hatást. A vállalatok 39 százaléka gondolja úgy, hogy egyik mutatóját sem befolyásolná az árfolyam elmozdulása.

Megvizsgáltuk az árfolyamváltozás várt hatását az ágazati hovatartozás és a tényleges kitettség irányának függvényében. Az ágazati hovatartozás nem jelentett különbséget, vagyis a tradable és a non-tradable ágazatba tartozó vállalatok várakozásainak megoszlása azonos volt. A nettó devizabevétel előjele, tehát a flow kitettség eltérő iránya azonban eltérő várakozásokat von maga után, változik a válaszok eloszlása.

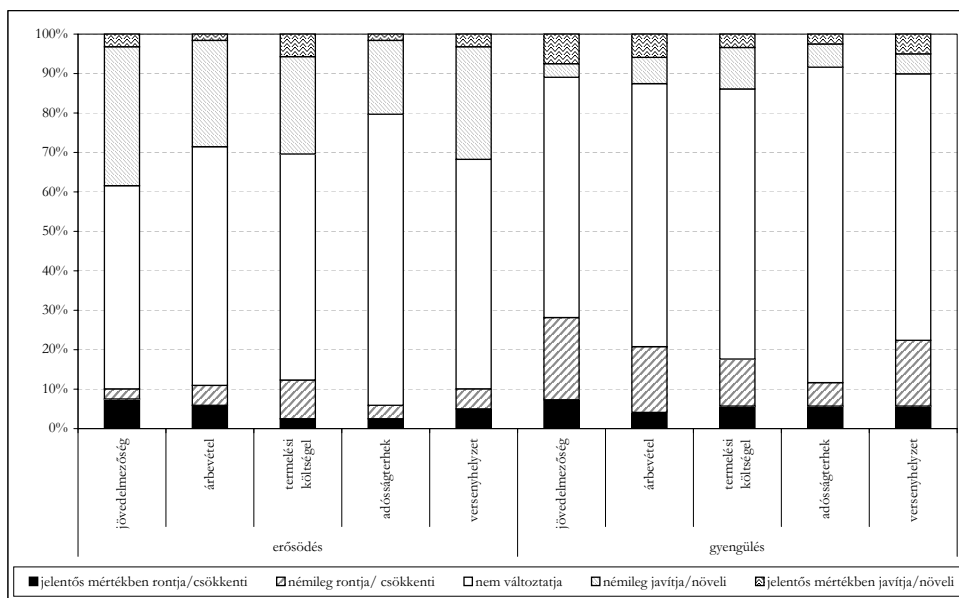
Azok, akiknek a nettó devizabevé-

7 Arra kértük a vállalatokat, hogy olyan mértékű árfolyamváltozásra gondoljanak, amit ők maguk jelentősnek tartanak, és az erősödés, illetve gyengülés esetében azonos mértékű változás hatását vizsgálják.



11. ábra

### A devizában eladósodott vállalatok véleménye az árfolyamváltozás adósságterhekre gyakorolt hatásáról



tele pozitív, az erősödéstől várnak inkább negatív jövedelmezőségi hatást és versenyképességit, a gyengüléstől pozitívat. A negatív flow kitettséggel rendelkező vállalatok esetében a várakozások az ellenkező irányba mozdulnak el. Mindez arra utal, hogy a vállalatok egy része tisztában van az árfolyamváltozás vélhető hatásának irányával, bár még a vizsgált alsokaságokban is jelentős maradt azok aránya, akik – bár rendelkeznek árfolyamkitettséggel – nincsenek felkészülve egy esetleges árfolyam-elmozdulás hatásaira.

A kérdőívben azért tettünk fel mind az erősödésre, mind a gyengülésre vonatkozó kérdést, mert az árfo-

lyamkitettség szimmetrikus voltáról szerettünk volna tájékozódni. Összességében úgy tűnik, hogy egyedi vállalati szinten nincs jelentős aszimmetria, vagyis azon vállalatok, amelyek az árfolyam gyengülését negatív hatásúnak gondolják, az erősödést pozitívnak várják. Az erősödésre, illetve gyengülésre adott válaszok magas korrelációja is ezt tükrözi. Ez a korreláció a legmagasabb az árfolyam vélt jövedelmezőségi hatása esetében, és a legalacsonyabb a termelési költségek, valamint az adósságterhek megítélése esetén. E két változó esetén a kisebb mértékű szimmetria oka lehet, hogy a vállalatok azt várják, partnereik, illetve hitelezőik az árfolyamváltozás negatív ha-

tásait áthárítják rájuk, a pozitívakat azonban nem.

Azok közül, akik úgy vélik, hogy az árfolyamváltozás hatását megéreznék, összességében többen válaszolták azt, hogy a gyengülés negatívan befolyásolná őket, mint ahányan az erősödést negatív hatásúnak gondolják, tehát az árfolyamkitettség szimmetriája aggregált szinten kevésbé áll fenn. Hangsúlyozni kell, hogy mind az egyedi, mind az aggregált szintű árfolyamkitettséget csak a tényleges árfolyam-elmozdulást figyelembe véve, idősoros adatokon lehet jól vizsgálni. A vállalatok várakozásai igen lényegesek, de tekintve az árfolyam elmúlt évekbeli stabilitását, az árfolyamkitettség szimmetriájáról a vállalatok nem alkothattak egyértelmű képet. Ezért tehát a következtetéseink bizonytalansága is magas.

Miután az árfolyamkitettség egyik fontos összetevője a devizában történő eladósodás, a devizaadósok alcsoportjára is megvizsgáltuk a várakozásokat. Látható, hogy a devizaadósságra vonatkozó várakozások megoszlása csak kis mértékben változott, és a változás nagyobb az erősödés várt hatásai esetében. Vagyis a devizaadósok esetében is igaz az, hogy az árfolyamváltozás adósságukra gyakorolt hatásaival nincsenek tisztában, és ez különösen igaz a rájuk negatív hatással bíró árfolyamgyengülés esetére.

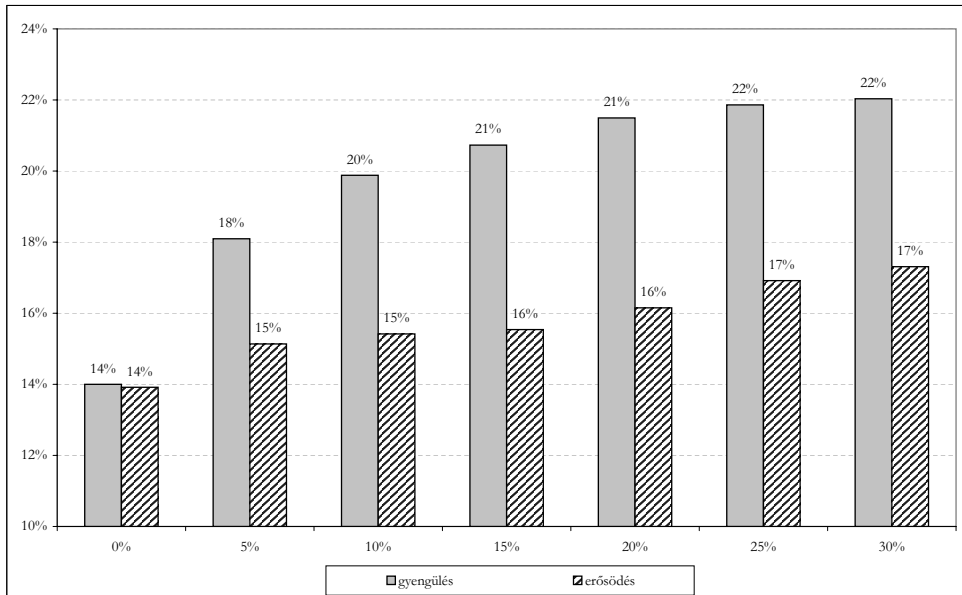
### *III.3.3. Árfolyam-érzékenység*

Kísérletet tettünk arra, hogy – igen szigorú feltevések mellett, elvonatkoztatva az aktuális árfolyamrendszerrel is – számszerűsítsük egy esetleges árfolyamsokk hatásait a felvétel adatain. Azt vizsgáltuk, hogy különböző mértékű (5, 10, 15, 20, 25 és 30 százalékos) és irányú árfolyamváltozások mellett hogyan változna a vállalatok pénzügyi pozíciója, illetve az elmozdulások a minta vállalatainak mekkora hányadában vezetnének veszteség kialakulásához, vagyis a kiadások szintje mely esetekben múltna felül a bevételeket.

Miután a minta egészére a nettó devizabevétel negatív, az árfolyam esetleges gyengülése több vállalatot érintene negatívan, mint az erősödése. Ezt várják maguk a vállalatok, és alátámasztják a számítások is. A kiinduló állapotban a mintában szereplő vállalatok 14 százaléka volt veszteséges, ez az arány mind az erősödés, mind a gyengülés esetén emelkedett, de az árfolyam gyengülése több vállalat esetében vezet veszteséghez, mint az erősödése. Összességében az eredményhatás negatív, bár a minta heterogenitása miatt a nettó bevétel változása nem tűnik számottevőnek. Az árfolyam 10 százalékos gyengülése esetén a minta adatai alapján negyedével emelkedne a veszteséges vállalatok száma, 25 százalékos árfolyam gyengülés következtében pedig 50 százalékkal nőne a negatív eredményt kimutatók száma.

12. ábra

**Az árfolyam különböző mértékű elmozdulása esetén negatív eredményt kimutató vállalatok aránya a mintában**



Megfigyelhető ugyanakkor, hogy az árfolyamváltozás hatása nem lineáris: relatíve nagyobb ugrás következett be kis (5, 10 százalékos) árfolyam-elmozduláskor, mint az árfolyam további addicionális változásakor. Vagyis nagyobb azoknak a vállalatoknak a száma, akik már 5 százalékos árfolyamváltozás esetén is veszteségesek válnának, mint azoké, akik eredménye további 5 százalékos elmozdulás esetén válna negatívvá.

Az árfolyam-érzékenységet a fenti módon megvizsgáltuk a devizaadósok alcsoportjára is. E teljes csoport vizsgálata alapján az látható, hogy az erősödés több vállalat esetében okoz veszteséget, mint a gyengülés. A cso-

portot két részre: devizabevételekkel rendelkező, és azokkal nem bíró vállalatokra bontva ennek magyarázata is világossá válik. A devizabevételekkel rendelkező vállalatok esetében ugyanis az árfolyamváltozásnak jelentős negatív hatása lehet, miközben a gyengülés hatása alig látható, ami azzal magyarázható, hogy a devizaadósság a devizabevételnek csak kis százalékát teszi ki. Vagyis devizabevétel esetén az árfolyam e tételre gyakorolt hatása dominál. A devizabevétel, vagyis természetes fedezettség nélküli devizaadósok esetében a fentiekkel ellentétben a leértékelődés hatna negatívan: harmadával nőne a veszteséges vállalatok száma, illetve ennyivel csökken-

ne a teljes eredmény. Ezek az eredmények arra utalnak, hogy az adósság denominációjának a bevételek devizanemével való megfeleltetése csökkenti az esetleges árfolyamsokkrok adósságra gyakorolt hatását.

A fenti számítások és a rájuk alapozott állítások azonban igen feltételesek, a vállalatok reakcióit, az esetleges alkupozíciójuk kihasználását, adósságuk átütemezését nem veszi figyelembe, illetve attól is eltekint, hogy a deviza bevételek, kiadások, illetve a devizaadósság törlesztő részlete esetenként nem teljes mértékben árazódik át az árfolyamváltozás hatására. Emiatt a számítások felülbecslik az árfolyamérzékenységet. Eltekintettünk tovább-

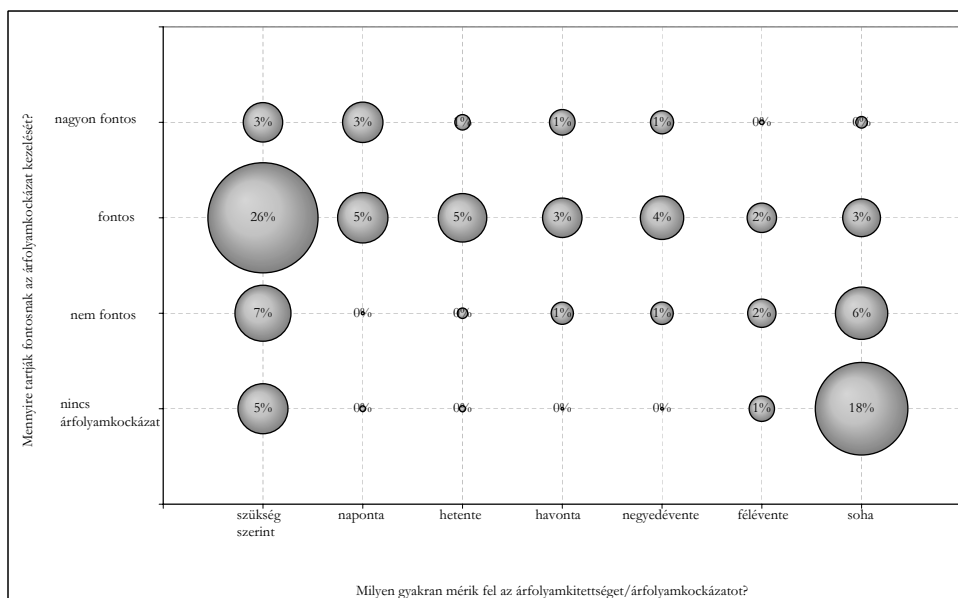
bá az árfolyamváltozás versenypozícióra gyakorolt hatásától, ami a fenti eredményeket bármelyik irányban módosíthatja, valamint az árfolyamváltozás esetleges belföldi hozamokra gyakorolt hatásától, ami pedig a forint adóssokat érintheti negatívan. Ezek miatt a tényleges árfolyam-érzékenység bármelyik irányban eltérhet a minta alapján számítottól.

### III.4. Árfolyamkockázat-menedzsment

A vállalatokat először arról kérdeztük, hogy mennyire tartják fontosnak és milyen gyakran kezelik az árfolyamkitettséget. A vállalkozások

13. ábra

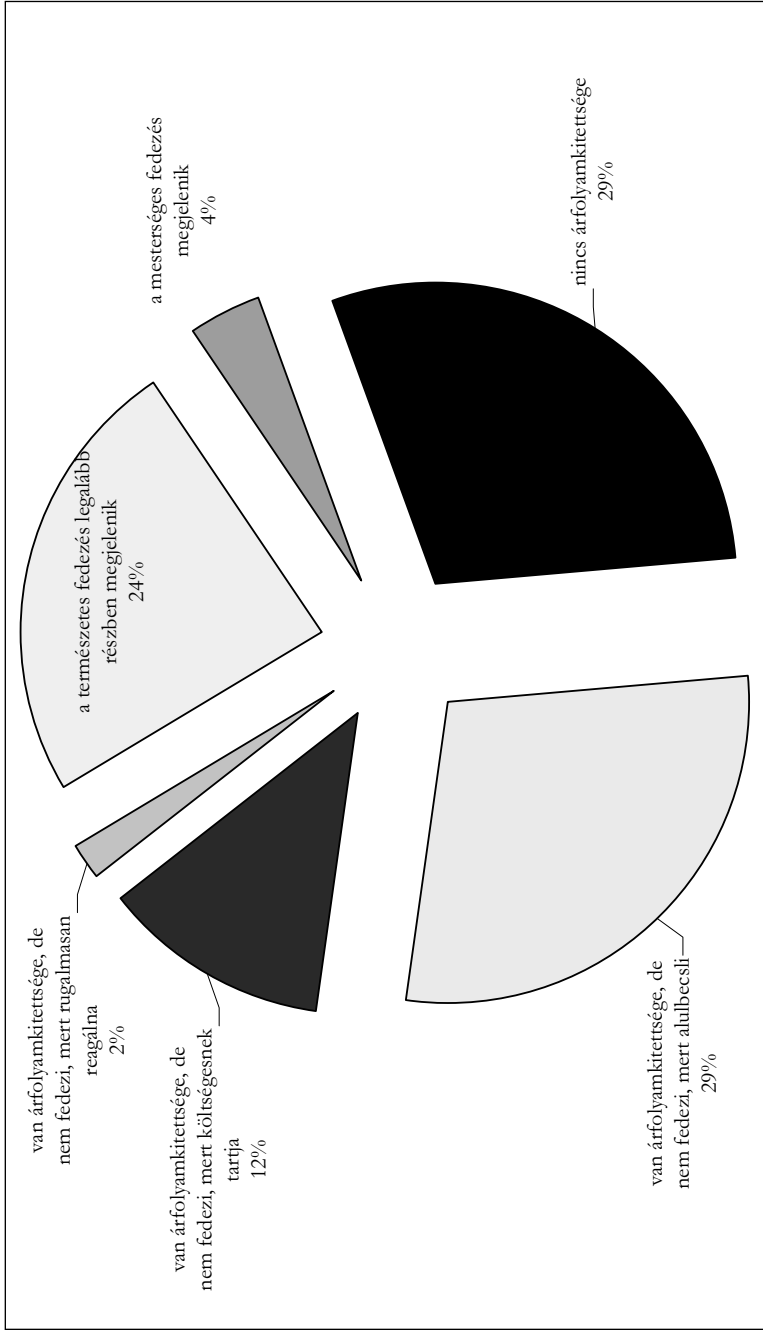
**Az árfolyamkockázat-kezelés fontossága és felmérésének gyakorisága**



*Megjegyzés:* a körök mérete a mérlegfőösszeg szerinti részesedést mutatja

14. ábra

### A vállalatok jellemzői árfolyamkitettségi és fedezési tevékenység alapján



Megjegyzés: a mérlegfőösszeg szerinti részesedés alapján.

nagy része fontosnak tartja az árfolyamkockázat kezelését, de azt nem méri fel rendszeresen. Valószínűleg a KKV-knál jóval kevesebb erőforrás jut erre a területre, mint a nagyvállalatok esetében. A legkevésbé a mikro-vállalatok tekintik fontosnak az árfolyamkockázatuk felmérését.

A vállalatok kis hányada nyilatkozta azt, hogy ténylegesen használ árfolyamkockázat-kezelési eszközöket, és zömében a természetes fedezési módszereket jelölték meg válaszukban. A megkérdezettek nagy része azért nem alkalmaz semmilyen eszközt, mert nincs árfolyamkitettsége vagy -kockázata. Ugyanakkor számos esetben azt tapasztaltuk, hogy ezek a vállalatok az általunk definiált mutatók alapján ki vannak téve az árfolyam-elmozdulásoknak. Ezekben az esetekben a válaszadók vagy nem várnak árfolyam-változást, így árfolyamkockázatukat minimálisnak gondolják, vagy az erőforrások hiánya vagy egyéb okok miatt egyáltalán nem foglalkoznak ezzel a problémával.

Egy másik típusú következetlen válasz volt, amikor a devizabevétellel és -kiadással is rendelkező vállalatok úgy nyilatkoztak, hogy nem alkalmaznak semmilyen kockázatkezelési technikát. Az ilyen válaszok arra utalhatnak, hogy a vállalatok nem tudják, hogy ez egyfajta természetes fedezés lehet. Számos esetben az is előfordulhat, hogy a be- és kifizetések időzítése el-  
tér, és likviditási okok miatt a vállal-

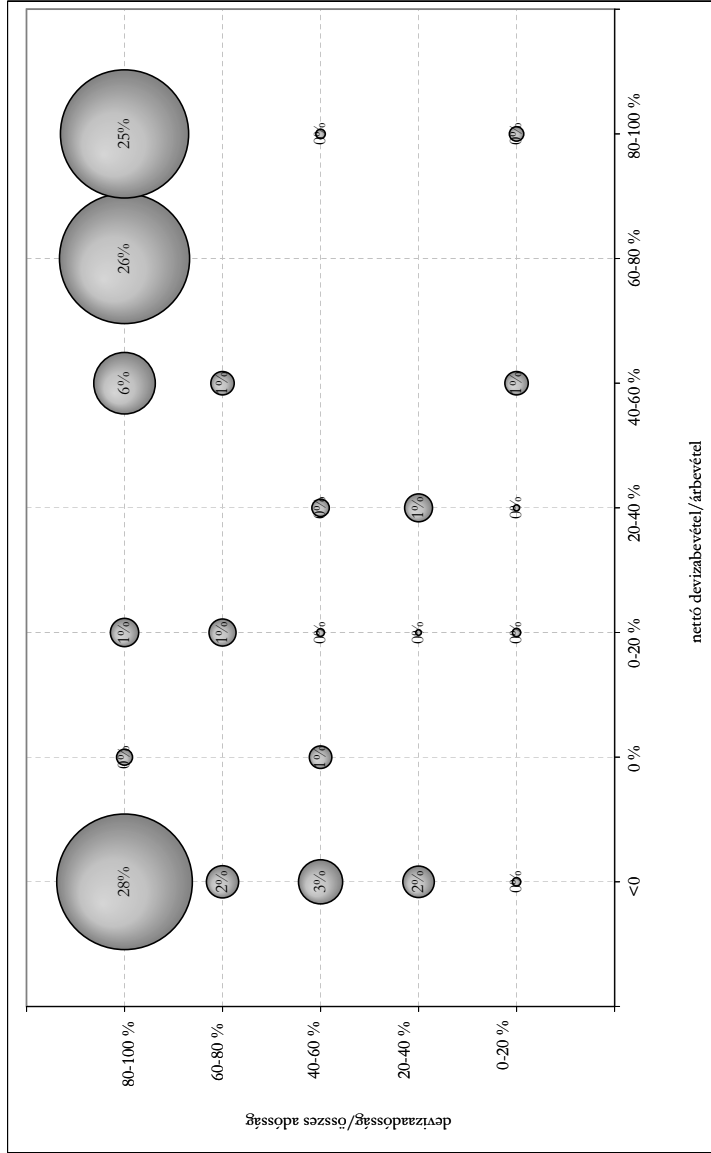
atok valóban nem tudják a természetes fedezés eszközét alkalmazni. Éppen ezért az ilyen helyzetekben a vállalatok választát tekintettük valósnak, vagyis a nem fedezők közé soroltuk a válaszadókat.

Az árfolyamkockázat-menedzselési eszközök közül a vállalatok elsősorban a mérlegen belüli fedezést használják, a mérlegen kívüli eszközöket alig alkalmazzák. A fedezés leggyakoribb módja a be- és kifizetések megfeleltetése, legnagyobb arányban a mikro- és kisvállalatok használják ezt a módszert. Mindössze 7 vállalat jelezte, hogy árfolyamkockázat-fedezési céllal vesz fel devizahitelt.

A fedezést meghatározó vállalati jellemzők közül a vállalati méret és a kitettség bír magyarázó erővel. A nagyobb vállalatok esetén nagyobb a valószínűsége annak, hogy valamilyen árfolyamkockázat-kezelési módszert alkalmaznak. Az átlagos árfolyamkitettsége nagyobb azoknak a vállalatoknak, amelyek fedeznek, de a nem fedezők esetében is jelentős negatív kitettség állhat fenn. Az árfolyamkockázatukat fedező vállalatok nagy része a feldolgozóiparból, illetve a kereskedelemből kerül ki. A tudatos árfolyamkockázat-kezelés hiányát nagyban magyarázza a minta: a KKV-k általános jellemzője, hogy a vállalati méretből adódóan, vagy egyéb problémáik miatt nem ruháznak be az árfolyamkockázat-menedzsment módszerek kialakításába.

15. ábra

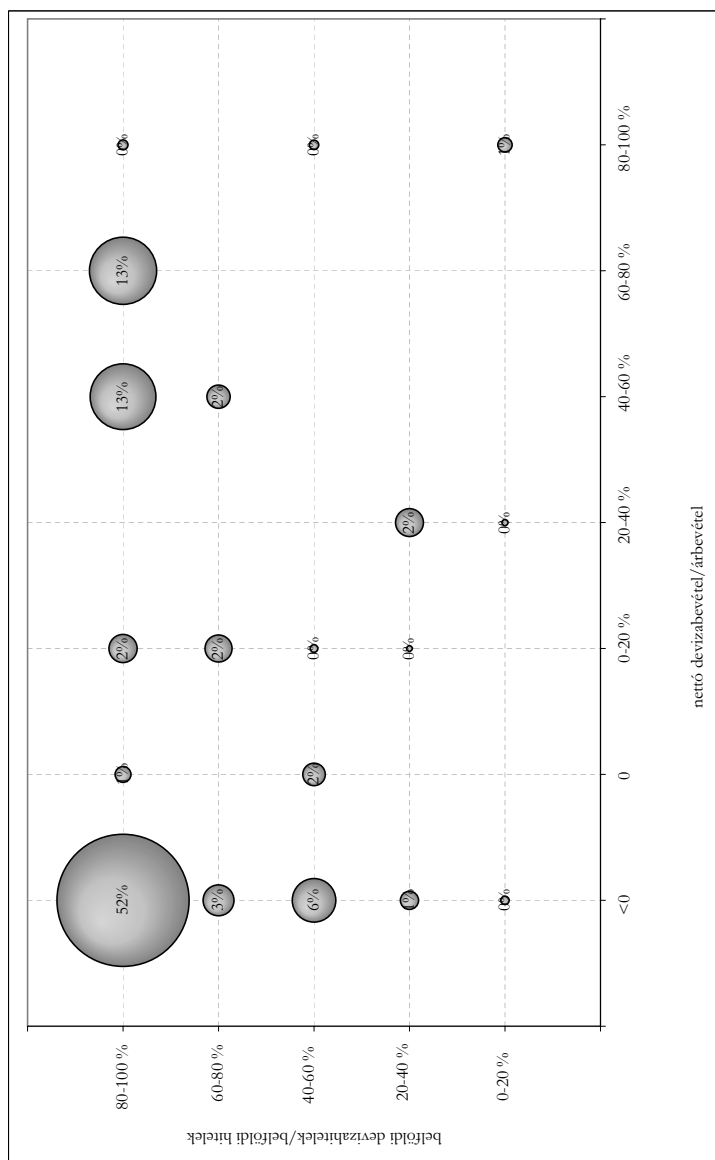
### A devizaadósság aránya a teljes adósságon belül és a természetes fedezettség



Megjegyzés: a körök mérete az adott kategóriába tartozó vállalatok devizaadósságának arányát mutatja a teljes devizaadósságon belül

16. ábra

**A belföldi devizaadósság aránya a belföldi adósságon belül  
és a természetes fedezettség**



*Megjegyzés:* a körök mérete az adott kategóriába tartozó vállalatok devizaadósságának arányát mutatja a teljes devizaadósságon belül



A devizaadósok esetében különösen érdekes a fedezési tevékenység vizsgálata. Ahogy fentebb is említettük, a devizaadósság megjelenhet úgy, mint a devizabevételek fedezésének természetes módja, de ha a devizában történő eladósodás motivációja elsődlegesen a kamatkülönbözet kihasználása, akkor a devizaadósság árfolyamkitettséghoz vezet. Ezt a legritkább esetben fedezik a vállalatok, hiszen ekkor elveszne a hazai és a külföldi devizában megjelenő adósság költségeinek különbsége. Az összefüggést megfordítva: amennyiben a devizaadósság nagy része természetes vagy mesterséges fedezettség nélküli vállalatoknál jelentkezik, abból arra következtethetünk, hogy a költségek minimalizálása vezérli a cégeket, és az ebből adódó megtakarítást nagyobbban tekintik, mint az árfolyamkockázatból eredő esetleges veszteségeket.

A vállalatok által felvett devizaadósság felének nincs természetes fedezettsége, tehát nem árfolyamkockázat fedezési céllal veszik fel a devizaadósság ekkora hányadát (15. *ábra*). Ugyanezt a belföldi devizaadósságra, illetve a belföldi banki devizaadósságra szűkítve azt láthatjuk, hogy annak kétharmada esetében nincs jelen a természetes fedezés (16. *ábra*). A természetes fedezettség lehetőségének megléte nem feltétlenül utal tudatos kockázatkezelésre. A devizaadósok négyötöde esetében nem beszélhetünk fedezésről, többségük nem vesz tudomást az árfolyamkitettség létezéséről,

vagy annak kezelését túlságosan költségesnek tartja.

Összevetve ezeket a válaszokat a devizaadósok árfolyamkitettség megítélésével és az árfolyamváltozás hatásaira vonatkozó várakozásokkal, arra a következtetésre juthatunk, hogy a devizaadósok – ezen belül is a belföldi devizaadósok – között magasabb az alacsony kockázati tudatossággal bíró vállalatok aránya, mint a teljes mintán belül.

#### KÖVETKEZTETÉSEK

Az irodalom tanúsága alapján a hazai valuta elmozdulása a kis, nyitott országokban nagyobb hatású, és sok esetben a leértékelődés hatása ezekben a gazdaságokban, különösen a kevésbé fejlett országokban, negatív. Ez utóbbi oka a nemzetgazdasági, szektorális, illetve egyedi szinten megjelenő, gyakran devizában történő, fedezet nélküli eladósodásból eredő árfolyamkitettség.

A hazai gazdaságot, azon belül is a magánszektor a stilizált tények és a bankrendszeri adatok alapján növekvő nettó nyitott devizapozíció jellemzi. A vállalati szektorban ezt a képet árnyalhatja a természetes, illetve mesterséges fedezetek megléte, amely azonban a nemzetközi tapasztalatok és a hazai gazdaságról rendelkezésre álló információk alapján is elsősorban a nagyvállalatok körében terjedt el. Emellett, a hazai vállalati szektorban a

nagyvállalatok export-orientáltságával szemben a KKV-szektor a belföldi gazdaságtól, finanszírozási oldalon pedig a hazai bankoktól való függés jellemzi. Ezen okok miatt a KKV-k árfolyam-érzékenysége lényegesen nagyobb lehet, mint a nagyvállalatoké.

Az elvégzett kérdőíves felmérés adatai alapján elemeztük a KKV-k eladósodottságának, árfolyamkitettségeinek és árfolyamkockázat-kezelésének jellemzőit. Az eladósodottságot vizsgálva jól látható a belföldi, illetve a banki forrásoktól való függés, és emellett a külföldi tulajdonú vállalatoknál a tulajdonosi finanszírozás is jelentősnek bizonyult. A devizában való eladósodásnak két fő motívumát vizsgáltuk: a devizabevételek fedezését, illetve a kamatkülönbözet kihasználását. A kérdőív eredményei alapján nagyon kevés esetben jelenik meg a devizaadósság, mint a fedezés eszköze, és kevesen vannak tisztában az árfolyam devizahitelekre gyakorolt hatásával is.

Az árfolyamkitettség vizsgálata során a nettó devizaeszköz és a nettó devizabevétel számszerűsítését és az árfolyamsokokra való érzékenységét, valamint a vállalatok várakozásait elemeztük. Azt találtuk, hogy minden elemzési szempont alapján a hazai valuta gyengülésének összességében negatív, az erősödésének pozitív hatása lenne. A válaszok összevetéséből arra következtethetünk, hogy a megkérdezettek jelentős része alulbecsli árfolyamkitettségét, vagy – vélhetően erő-

forrásszűke miatt – nem foglalkozik kockázatainak felméréseivel. Ugyanakkor azonban a felmérést megelőző időszak árfolyam-stabilitása is szerepet játszhatott az eredmények ilyen alakulásában.

A vizsgált minta vállalatainak jelentős hányada rendelkezik közvetlen árfolyamkitettséggel, de csak kis részüik van ezzel tisztában, illetve fedezi árfolyamkitettségét. A természetes fedezés ugyan számos esetben rendelkezésre állna, de a vállalatok általában nem használják ezt tudatosan. A mesterséges fedezési eszközök alkalmazása pedig csak elvétve jelenik meg. Ebből a szempontból a hazai vállalatok elmaradnak más, fejlett országoktól, de a KKE országokban végzett felmérések eredményeinek nem mondanak ellent a hazai tapasztalatok. A devizaadósság fedezettsége szintén igen alacsony, különösen ha csak a belföldi devizaadósságra szűkítjük a vizsgálatot. A külföld felé devizában eladósodó vállalatok zömében fedezettek. Ugyanakkor számos olyan vállalat is szerepelt a felmérésben, akik annak ellenére nem adósdnak el devizában, hogy ennek révén a természetes fedezési tevékenység megvalósulhatna.

A bankrendszer hitelkockázatára a fentiekből közvetett módon következtethetünk. A felmérés rámutatott arra, hogy az árfolyam elmozdulása két csatornán: a devizaadósságon keresztül közvetlenül, illetve az egyéb devizatelekek révén közvetetten nem várt hatást gyakorolhat a hazai KKV-kra. A vállala-

latok nagy része ugyanis alulbecsli az árfolyamkitettséget, és semmilyen tudatos kockázatkezelési technikát nem alkalmaz. Különösen azok esetében igaz ez, akik belföld felé külföldi devizában adósodtak el. A vizsgálatok ugyanakkor megerősítették, hogy az árfolyam esetleges gyengülése összes-

ségében negatív hatással bírna a KKV szektorra. A bankrendszer hitelezési veszteségeinek emelkedése mellett ennek valószínűleg az aggregált hitelkereslet, illetve a devizahitel-kereslet jelentős visszaesése lenne a következménye.

### IRODALOM

- AABO, TOM [2003]: The importance of corporate foreign debt as an alternative to currency derivatives in actual management of exchange rate exposures
- ALKEBÄCK, PER – HAGELIN, NICLAS – PRAMBORG, BENGT [2003]: Derivative usage by non-financial firms in SWEDEN 1996 and 2003. What has changed?
- ARTETA, CARLOS [2002]: Exchange Rate Regimes and Financial Dollarization: Does Flexibility Reduce Bank Currency Mismatches? Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers No. 738. September 2002
- ARTETA, CARLOS [2003]: Are Financially Dollarized Countries More Prone to Currency Crises? Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers No. 763. March 2003
- BETHLENDI ANDRÁS – BODNÁR KATALIN [2005]: A hazai hitelpiac strukturális változása. A hitelezési felmérés tapasztalatai. Hitelintézeti Szemle, 2005. 3. szám
- BETHLENDI ANDRÁS – CZETI TAMÁS – KREKÓ JUDIT – NAGY MÁRTON – PALOTAI DÁNIEL [2005]: A magánszektor devizahitelezésének mozgatórugói. MNB Háttér tanulmányok 2005/2. 2005. április
- BODNAR, GORDON M. – GENTRY, WILLIAM M. [1993]: Exchange rate exposure and industry characteristics: evidence from Canada, Japan and the USA
- BODNAR, GORDON M. – HAYT, GREG – MARSTON, RICHARD C. [1998]: 1998 Survey of Financial Risk Management by U.S. Non-Financial Firms, George Weiss Center for International Financial research Wharton School, University of Pennsylvania and CIBC World Markets
- BODNAR, GORDON M. – WONG, M. H. FRANCO [2000]: Estimating Exchange Rate Exposures: Some “Weighty” Issues, National Bureau of Economic Research, Working Paper 7497.
- BORSUM, OYSTEIN – ODEGAARD, BERNT ARNE [2005]: Currency hedging in Norwegian non-financial firms, Norges Bank Economic Bulletin 2005/3, p. 133-144.
- CHUE, TIMOTHY K. – COOK, DAVID [2004]: Emerging Market Exchange Rate Exposure
- DOMAC, ILKER – PERIA, MARIA SOLEDAD MARTINEZ [2000]: Banking Crises and Exchange Rate Regimes: Is There a Link? World Bank
- EICHENGREEN, BARRY – HAUSMANN, RICARDO – PANIZZA, UGO [2003]: Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They are not the Same and why it Matters; National Bureau of Economic Research, Working Paper No.. 10036.

- GAZDASÁGI ÉS KÖZLEKEDÉSI MINISZTERIUM [2005]: A kis- és középvállalkozások helyzete 2003-2004, Éves jelentés, [http://www.gkm.gov.hu/data/296787/kkv2003\\_2004.pdf](http://www.gkm.gov.hu/data/296787/kkv2003_2004.pdf)
- GOLDSTEIN, MORRIS – TURNER, PHILIP [2004]: Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets, Institute for International Economics, Washington, April 2004
- KELOHARJU, MATTI – NISKANEN, MERVI [2001]: Why Do Firms Raise Foreign Currency Denominated Debt? Evidence from Finland, European Financial Management, Vol. 7, No 4, 2001, p. 481-496
- KOVÁCS MIHÁLY ANDRÁS [2005]: Hogyan hat az árfolyam? Az 1995-ös stabilizáció tanulságai és jelenlegi ismereteink. MNB Háttér tanulmányok 2005/6, 2005. szeptember
- LODERER, CLAUDIO – PICHLER, KARL [2000]: Firms, do you know your currency risk exposure? Survey results. Journal of Empirical Finance, 7: 317-344.
- MAGYAR NEMZETI BANK: Felmérés a hitelezési vezetőik körében, a bankok hitelezési gyakorlatának vizsgálatára, [http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu\\_hitelezesi\\_felmeres](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_hitelezesi_felmeres)
- MAGYAR NEMZETI BANK [2003]: Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2003. december
- MAGYAR NEMZETI BANK [2004]: Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2004. december
- NYDAHL, STEFAN [1999]: Exchange Rate Exposure, Foreign Involvement and Currency hedging of Firms – some Swedish Evidence.
- NYERS JÓZSEF – SZABÓ LÁSZLÓ [2003]: A kis- és középvállalkozások gazdasági jellemzői, kilátásai, Statisztikai szemle, 81/9.
- PRAMBORG, BENGT [2003]: Foreign Exchange Risk Management by Swedish and Korean Non-Financial Firms: A Comparative Study
- SCHAFFER, KLAUS – POHN-WEIDINGER, JOHANNES [2005]: Exposures and Exposure Hedging in Exchange Rate Risk Management, Technical University Bergakademie Freiberg
- TÓTH I. JÁNOS – SZABÓ ANDREA [2003]: A forint árfolyam erősödésének hatása az exportáló vállalatok helyzetére 2002-2003-ban. Egy követéses vizsgálat tapasztalatai; Magyar Kereskedelmi és Iparkamara Gazdaság és Vállalkozáselemzési Intézet, Budapest
- TÓTH I. JÁNOS [2004]: Jegybanki alapkamat szintjének hatása a vállalatok hitelkeresletére és beruházási aktivitására; Magyar Kereskedelmi és Iparkamara Gazdaság és Vállalkozáselemzési Intézet, Budapest
- TÓTH Máté Barnabás [2005]: Jelentős külső egyensúlytalanságok következményei – nemzetközi tapasztalatok, MNB Háttér tanulmányok 2005/5, 2005. augusztus
- YEYATI, EDUARDO LEVI [2005]: Financial Dollarisation: Evaluating the Consequences, Universidad Torcuato Di Tella, előzetes változat.

## Melléklet: Regressziók

## Probit regressziók eredményei

Függő változók	Devizában való eladósodás			Árfolyamkitettségek			FX kockázat menedzsment		
	Változó	Gyakoriság	Kód	Változó	Gyakoriság	Kód	Változó	Gyakoriság	Kód
	van devizaadósság	10%	1	van árfolyamkitettségek	41%	1	van fedezés	14%	1
nincs devizaadósság	90%	0	nincs árfolyamkitettségek	59%	0	nincs fedezés	86%	0	
	<b>Együttható</b>	<b>Szignifikancia<sup>1</sup></b>	<b>Megjegyzés</b>	<b>Együttható</b>	<b>Szignifikancia<sup>1</sup></b>	<b>Megjegyzés</b>	<b>Együttható</b>	<b>Szignifikancia<sup>1</sup></b>	<b>Megjegyzés</b>
Konstans	-1.6	***		-0.63	***		-1.57	***	
tradable dummy	0.57	***		0.25	***		-0.08		
export	0.24	*	dummy				0.025		
import	0.0036	*	dummy				0		
Vállalati méret	-0.223	*	létszám	-0.315			0.38	*	
Profitabilitás	-0.00006			-0.05					
Eladósodottság mértéke	0.01	***		0.02	***		0.006	***	
Külföldi tulajdonos				2.15	***		0.78	***	
Árfolyamkitettségek				0.89	***		-0.3	*	
Devizaadósság fedezés									
<b>Pseudo R2</b>		0.1451			0.2354			0.1006	

1: \*\*\*: szignifikáns 0,10, \*\*: 0,05, \* 0,01 szignifikanciaszinten

Függő változók		Devizában való eladósodás belföld felé			
		Változó	Gyakoriság	Kód	
		van devizaadósság	10%	1	
		nincs devizaadósság	90%	0	
Magyarázó változók		Együttható	Szignifikancia <sup>1</sup>	Megjegyzés	
	Konstans	-1.767732	***		
	tradable dummy				
	export	0.5771038	***		
	import	0.4016214	***		
	Vállalati méret	0.0046825	**	létszám	
	Profitabilitás	0.1001825			
	Eladósodottság mértéke	-0.000064			
	Külföldi tulajdonos	0.000839			
	Árfolyamkitettség				
Devizaadósság fedezés					
<b>Pseudo R2</b>		0.1142			

1: \*\*\*: szignifikáns 0,10, \*\* 0,05, \* 0,01 szignifikanciaszinten

## Ordered probit regressziók eredményei

	Devizában való eladósodás			Árfolyamkitettségek			Devizában való eladósodás beföld felé		
	Változó	Gyakoriság	Kód	Változó	Gyakoriság	Kód	Változó	Gyakoriság	Kód
<b>Függő változók</b>	nincs devizaadósság	89%	1	negatív	22%	1	nincs devizaadósság	91%	1
	aránya 0-8	5%	2	nincs	60%	2	aránya 0-8	4%	2
	aránya 0,8 fölötti	6%	3	pozitív	18%	3	aránya 0,8 fölötti	6%	3
	Együttható	Szignifikancia <sup>1</sup>	Megjegyzés	Együttható	Szignifikancia <sup>1</sup>	Megjegyzés	Együttható	Szignifikancia <sup>1</sup>	Megjegyzés
tradable dummy									
export	0.53	***	dummy	2.33	***		0.5897321	***	
import	0.33	*	dummy	-2.24	***		0.4052148	***	
Vállalati méret	0.0037	**	létszám	0			0.004671	**	
Profitabilitás	-0.25			-0.2	*		0.1001987		
Eladósodottság mértéke	-0.00006			0			-0.0000624		
Külföldi tulajdonos	0.008	***		-0.006	***		0.0013775		
Árfolyamkitettségek devizaadósság									
fedezés				-0.28	**	dummy			
<b>Pszendo R2</b>		0.1263			0.2829			0.0319288	0.1053

1: \*\*\*: szignifikáns 0,10, \*\*: 0,05, \* 0,01 szignifikanciaszinten