

# A PROJEKTFINANSZÍROZÁS, MINT HITELTÍPUS MEGÍTÉLÉSE EGY PRIMER KUTATÁS EREDMÉNYEINEK TÜKRÉBEN

DR. CSISZÁRIK-KOCSIR ÁGNES  
ÓBUDAI EGYETEM KELETI KÁROLY GAZDASÁGI KAR  
[kocsir.agnes@kgk.uni-obuda.hu](mailto:kocsir.agnes@kgk.uni-obuda.hu)



AZ EMBERI ERŐFORRÁSOK MINISZTERIUMA ÚJ NEMZETI KIVÁLÓSÁG PROGRAMJÁNAK TÁMOGATÁSÁVAL KÉSZÜLT

## ABSTRACT

A projektfinszírozás, mint hitelforma nem új keletű Magyarországon. A projektfinszírozás képes arra, hogy a hosszú idő alatt megtérülő, nagy költségigényű projektek számára is fedezetet biztosítson, még kismértékű önrész biztosítása mellett is. A projektfinszírozás a bankok erőteljes szerepvállalása mellett valósul meg, mivel a nagy tőkeáttétel miatt a kockázatok döntő hányadát ők viselik. A 2008-as válságot megelőzően a projektfinszírozás fénykorát élte a likviditásbőségnek, a források korlátlan rendelkezésre állásának, a beruházási optimizmus hatásának köszönhetően. A válság azonban teljes mértékben átírta a projektfinszírozási piacot. A bedőlő hitelek, a sikertelen projektek miatt a hiteleket nyújtó bankok óriási veszteségeket kellett, hogy leírjanak nemcsak hazánkban, hanem a világ többi táján is. A világgazdaság bizonytalanságai miatt a bankok sokkal óvatosabbá váltak, hitelkihelyezéseiket visszafogták, aminek leginkább a projektfinszírozás látta kárát. Ezzel párhuzamban a hitelfelvevő vállalkozások magatartása is megváltozott, szkeptikussá váltak a hitelekkel kapcsolatban, hiszen a meglévő hitelek visszafizetése is megnehezült, vagy meg is hiúsult. A tanulmány célja, hogy felmérje a magyar vállalkozások véleményét és attitűdjét a projektfinszírozással kapcsolatban egy kétkörös, kérdőíves primer kutatás eredményei alapján, különbséget téve a nagyobb és a kisebb vállalkozások véleménye alapján, segítve ezzel a finanszírozási forma jövőbeli használatát és megismerését.

**KULCSSZAVAK:** projekt, projektmenedzsment, projektfinszírozás

## BEVEZETÉS

### 1. A beruházások fontossága és azok finanszírozási eszköztára

A beruházások kiemelt fontosságúak egy nemzetgazdaság növekedése, fejlődése szempontjából, mivel a GDP egyik fő alkotóelemét jelentik. Egy ország növekedésében szerepet játszik a technikai fejlődés, a foglalkoztatás, de nem függetleníthető az a beruházások nagyságától sem (Simionescu et al., 2017). A beruházások nemcsak a gazdaág növekedése szempontjából fontosak, hanem az adott ország, régió versenyképessége szempontjából is, mivel annak egyik fő tényezőit jelentik (Körösi, 2009) a humán tőke és az infrastruktúra mellett (hogy csak a legfontosabbakat emeljük ki). A gazdaság növekedéséhez a fentiekén túl szükséges a műszaki fejlődés megfelelő szintje is, aminek a gyakorlati átültetésére csak a beruházások képesek (Erdős, 2004) (Szilágyi et. al, 2015) (Szilágyi, 2015). Egy adott ország beruházásai finanszírozhatók belső forrásokból (melyek a jövedelem el nem fogyasztott részéből fakadnak), avagy külső forrásból (külső hitelfelvétel, működő tőke import). Rostow (1960) nagy sikerű, már-már klasszikusnak mondható művében azt fejtette ki, hogy a beruházási rátának legalább 18-20%-os értéket kell elérnie ahhoz, hogy a növekedés beinduljon. A gazdasági növekedés fogalma és előmozdítása azonban már-már mániává vált (Tóth, 2016), mint – Tóth szavaival élve – a „Szentháromság” része (növekedés, hatékonyság, verseny).

A gazdaság növekedésének szükségességéről, avagy annak szükségtelenségéről megoszlanak a vélemények. Azonban a ma is uralkodó többségi vélemény alapján nem lehet egy gazdaságot úgy modernizálni, hogy abba

ne investáljanak. Le kell cserélni az elavult tárgyi eszközöket, új telephelyeket kell létrehozni, de új energiaforrások feltárására is szükség van (Szilágyi-Almádi 2015) (Szilágyi et. al, 2013). A beruházások projektek formájában valósulnak meg. A projektek sikerességének kulcstényezője a finanszírozás, hiszen elégtelen finanszírozás mellett a legjobban megtervezett projekt is sikertelenné válik, de ezeken túl több tényező is befolyásolja a projektsikert, azonban mégis fókuszpontba kerül a finanszírozás kérdése (Varga, 2017). A projektek finanszírozásának alapvető módja a saját tőkéből, vagy az idegen tőkéből történő finanszírozás. A pénzügyi forrásokon túl a projektek más, pénzben kifejezhető értékkel bíró befektetéseket is igényelnek, mint a befektetett és forgó eszközök, immateriális javak, hitelek, kölcsönök, tulajdonjogok, zálogjogok, vagy akár a licenszek (Gorshkov – Epifanov, 2016). Amennyiben a projektet kivitelező vállalkozás nem rendelkezik megfelelő mennyiségű saját tőkével, azt hitellel, vagy más hiteljellegű forrással egészítheti ki. A hiteleknek két csoportja érhető el a vállalkozás számára:

- hagyományos vállalati hitelezés – mely mérlegalapú, és a hitelt felvevő vállalkozás tőkeáttételét, eladósodását növeli, sőt, az eszközeit is leterheli, valamint a
- projektfinanszírozás – mely nem mérlegalapú, mivel azt egy külön a projekt céljára létrehozott projektársaság (SPV<sup>19</sup>) kapja, így nem növeli az anyavállalat eladósodását, szabadon hagyva a vállalkozás eszközeit.

A projektfinanszírozás, mint hitelforma viszonylag új terület a hitelezési típusok között. A projektfinanszírozás szó hallatán sok esetben a projektek finanszírozásának palettája jut eszünkbe, ám az utóbbi jóval tágabb, mivel a kötvényfinanszírozáson túl magában foglalja a kockázati tőke finanszírozást, és a közösségi finanszírozást is, hogy csak a legfontosabbakat emeljük ki.

A projektfinanszírozás kiemelt célterületei Fight (2006) alapján az energia szektor, a gáz- és olajipar, a bányászat, az autópálya építés, a telekommunikáció, valamint az egyéb projektek (papírgyártás, vegyi ipar, kórház-, iskola-, repülőtér- és börtönépítés) finanszírozása.

Ez alapján a projektfinanszírozás egy speciális hitel, melynek révén olyan nagy költségigényű, de biztosan megtérülő projektek is finanszírozhatóvá válnak, melyek a normál vállalati hitelezéssel nem lennének kivitelezhetőek a nagyarányú eladósodás miatt. A projektfinanszírozás esetén a hitel egy projektársaságnak van címezve, és annak aránya megközelíti a 70-80%-ot is a projekt költségvetéséhez mérten, továbbá nagy hitelösszeg kölcsönzéséről szól. Ezeken kívül képes arra is, hogy szétterítse a kockázatokat a projekt finanszírozói között, ami a tulajdonosok, szponzorok számára mindenképpen előnyös. A sikeres projektfinanszírozás révén minden esetben nő a tulajdonos, szponzor reputációja is, ami további üzleti befektetések forrása is lehet. A hitel fedezete a projekt jövőbeli cash-flow-ja, ezt megelőzően pedig a projektársaság által megkötött szerződések jelentenek garanciát. A nagy hitelösszeg miatt a hitelt sok esetben nem egy bank, hanem egy konzorcium, hitelszindikátus nyújtja, akik nagy kockázatot vállalnak a hitelösszeg visszafizetése kapcsán. A szindikált hitelek önmagukban is elég drágák, mivel azokat mindig egy referencia kamatláb (LIBOR, FIBOR, Prime Rate) fölé árazzák (Daniels - Ejara, 2016). A szindikátusban minden szereplő a hitel egy részét nyújtja csak egy közös hitelszerződés keretén belül, amit közösen alakítanak ki a vélemények alapján (Bushman – Wittenberg-Moerman, 2009). A szindikált hitelek révén csökken a projekthitelezés kockázata a banki portfóliókban a diverzifikáció révén, de ezzel párhuzamosan növekszik a nemzeti hitelkockázat, ha egy ország bankjai nyújtják a hitelt (Drapeau – Champagne, 2015). A szindikátusba gyakran bekapcsolódnak a fejlesztési hitelintézetek<sup>20</sup> is, melyek a politikai kockázatok hatását hivatottak jelezni a finanszírozók számára a kiemelt projektek pénzügyi támogatása mellett (Hainz – Kleimeier, 2012).

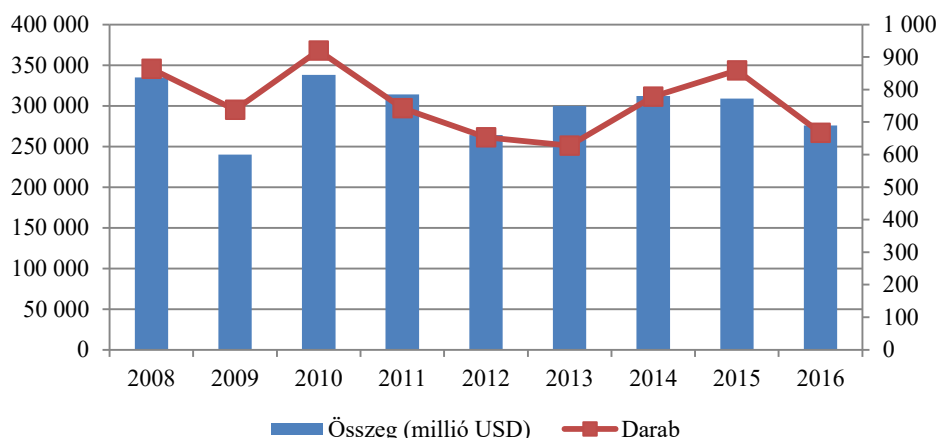
A hitelezés kockázatát a bankok igyekeznek modellezni különféle mutatók segítségével (eladósodási mutatók, adósságszolgálat fedezeti mutatók – ADSCR, CADSCR, LLCR, PLCR mutatók), azonban a jövőbeli cash-flow bizonytalanságával mindenképpen számolni kell. A projektfinanszírozás magas kockázata miatt a hitelnyújtók különféle riportokat, jelentéseket kérnek, visszafizetési ütemtervet állapítanak meg annak

<sup>19</sup> Special Purpose Vehicle

<sup>20</sup> Development Finance Institutions (DFI)

kezelése érdekében (Mellichamp, 2016). A projektfinanszírozás hátránya a fentiek miatt az a szigorú dokumentációs elvárás, ami a projektet megelőzően, de a projekt kivitelezése során is kötelező. Ezen kívül drága finanszírozási forma, ami mellé erős kontroll is társul a finanszírozók részéről.

A fent leírtak miatt a projektfinanszírozás erősen függ a globális pénzügyi hangulattól. A válságok előszelének jelentkezésekor a finanszírozók erősen visszavesznek a hitelezési aktivitásukból. Ez alapján elmondható, hogy a kockázat és a magas tőkeáttétel miatt a finanszírozási formára jelentős hatást gyakorolt a jelzáloghitel válság valamint a mediterrán válság, főként a bankok és a kötvénybefektetők oldaláról (Csiszárík-Kocsir, 2016), ahogy erről már korábban is szó esett.



1. ábra: A globális projektfinanszírozási volumen az ügyletek összértéke és darabszáma alapján (IJGlobal, 2017)

Ahogy a fenti ábra is mutatja, a projektfinanszírozási ügyletek jelentősen visszaesetek minden válság hatására, mely nemcsak az ügyletek számában, hanem azok értékében is világosan látszik. A 2008-as subprime válság hatása kicsit késleltetve, 2009-ben érződött a globális projektfinanszírozási piacon, amikor is az érték a 2008-as adathoz képest 28%-kal esett vissza. A piac azonban itt még nem jelezte a várható visszaesést, hiszen 2008-ig töretlenül növekedtek a kihelyezett összegek az ügyletek száma mellett. A mediterrán válság esetén azonban már korábban, 2011-ben is látszódtak a jelek, mivel ekkor kezdett az érték csökkenni. A 2013-as stabilizálódás után azonban a tavalyi évben ismét csökkenés tapasztalható. Ez a 2016-os visszaesés betudható többek között az olyan makrogazdasági bizonytalanságoknak, mint a Brexit, de akár hatással lehet rá a menekültválság miatti bizonytalanság is, melyek egyenként is látványos hatást lennének képesek okozni a piacra nézve. A 2016-os adatok alapján az látható, hogy a projektfinanszírozás összegében a mai napig nem volt képes elérni a 2008-as értéket. A 2016-os érték annak mindössze a 82%-a, de a 2015-ös érték is csak a 92%-át jelentette. A háttérben az ok sejthető, eltűnt az a likviditás, ami a subprime válság előtt jellemezte a piacokat, és ami romba döntötte szinte az egész világot.

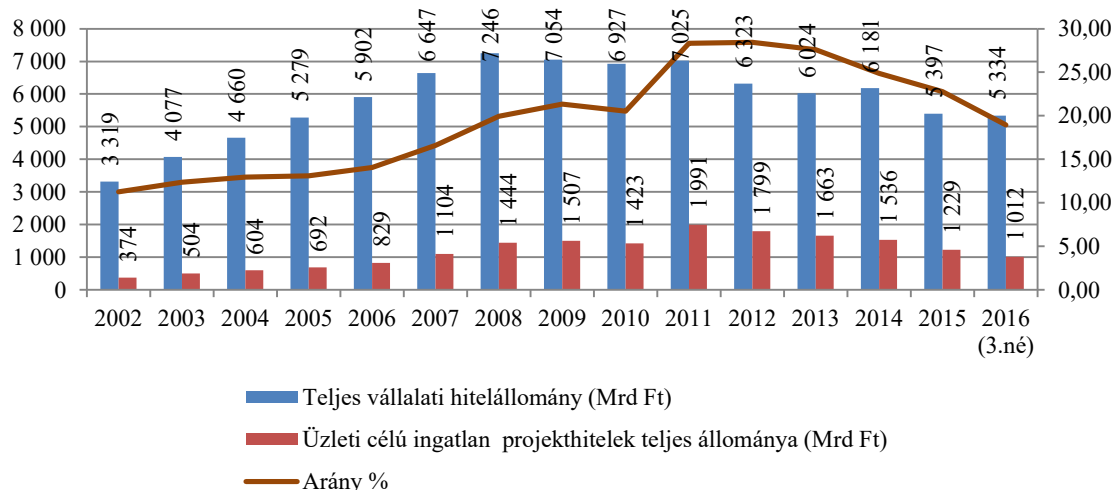
## 2. Projektfinanszírozás Magyarországon

A projektfinanszírozás, ahogy arról már szó esett, egy viszonylag újfajta finanszírozási forma. A projektfinanszírozás leginkább olyan országokban terjedt el, ahol a tőkepiacok és a pénzpiacok fejlettek, mellyel párhuzamosan a pénzügyi kultúra is fejlett. A projektfinanszírozás sikeréhez nagyon sok szereplőre van szükség (csak a legfontosabbakat említve): pénzügyi-, műszaki-, jogi- és egyéb tanácsadókra, a szindikált hitelek vezető szervezőire (MLA<sup>21</sup>), a fejlesztési hitelintézetekre (DFI<sup>22</sup>), kötvénykibocsátókra. Az előző részben már szó esett a projektfinanszírozás és a válságok kapcsolatáról. Kissé szűkítve a kört Európára elmondható, hogy itt a nagyobb angol, német és francia bankok voltak a piac fő szereplői, akik jelentős

<sup>21</sup> Mandated Lead Arranger

<sup>22</sup> Development Finance Institutions

mértékben érintettek voltak mindkét válságban, de a mediterrán válság hatásait kiemelten megéreztek. Ez alól a magyar projektfinanszírozási piac se volt kivétel. A projektfinanszírozás és a kereskedelmi ingatlan finanszírozás együtt adja a strukturált finanszírozási ügyletek közel 95%-át, mivel a kivásárlás finanszírozás nagyon kis szeletet képvisel az ügyletekből. Magyarországra a 2008-as válságot megelőzően kifejezetten jellemző volt a túlhitelezés, a banki szektor liberalizációja (Lentner – Zéman, 2016), mely a gazdaság minden szektorát jellemezte. A helyzetet tovább súlyosbította a nagyarányú devizahitelezés köre is, mely nagyon sérülékennyé tette az adósokat az árfolyamváltozás hatása miatt (Lentner, 2016). A túlhitelezés és a denomináció kérdéskörén túl óriási probléma volt a hitelek egészségtelen szerkezete is. A vállalati szektorban ekkor futottak fel a magas kockázattal bíró ingatlan- és projekt hitelek. E hitelek mögött sok esetben nem volt meg az az elvárt gondos tervezés és előkészítés, melyre minden releváns projektfinanszírozással foglalkozó szakirodalom felhívja a figyelmet. A magyar ingatlan- és projekthitelezés sajnos a nem megfelelő előkészítésben és tervezésben rejlő kockázatot valós buktatóvá változtatta, amikor beütött a válság, hiszen ezen hitelek nagy arány elsőként dőlt be óriási veszteségeket okozva a bankoknak.



2. ábra: A hitelállomány nagysága valamint az ingatlan- és projekthitelek értéke Magyarországon, év végi állományi adatok (Magyar Nemzeti Bank, 2016)

Ha a 2002-es értékhez viszonyítjuk a magyar hitelezési adatokat a 2016-os adatok ismeretében, akkor látható, hogy a 2008-as válság mintegy trendfordítóként jelentkezett. A fent bemutatott igen sérülékeny hitelállomány ellenére Magyarországon 2008 után a hitelállomány csak kis mértékben csökkent, holott sokkal nagyobb visszaesés lett volna várható. A 2011-es év azonban egyértelművé tette a hitelállomány leépítését. A 2016-os harmadik negyedéves adat a 2008-as értéknek 74%-át, a 2011-es állományi adatnak pedig csak a 76%-át teszi ki. Egyértelmű az is, hogy szemben más országokkal, Magyarországon a válságok után a piaci alapú hitelezés nem, vagy csak nagyon lassan akart beindulni, szemben más válság sújtotta országgal. A hitelezés folyamatos zsugorodása, a hitelezés hajlandóság hiánya miatt kelt életre 2013-ban a Növekedési Hitelprogram, melynek célja kifejezetten a KKV szektor megsegítése volt, mivel ez a szektor a legkevésbé vonzó a bankok számára. Ráadásul a vállalatok ezen köre szélsőségesen ki van téve az alul finanszírozás veszélyeinek (Lazányi, 2014a,b). Az NHP keretében történő hitelezés mellett azonban még mindig épül le a hitelállomány a korábbi adósságok visszafizetése miatt.

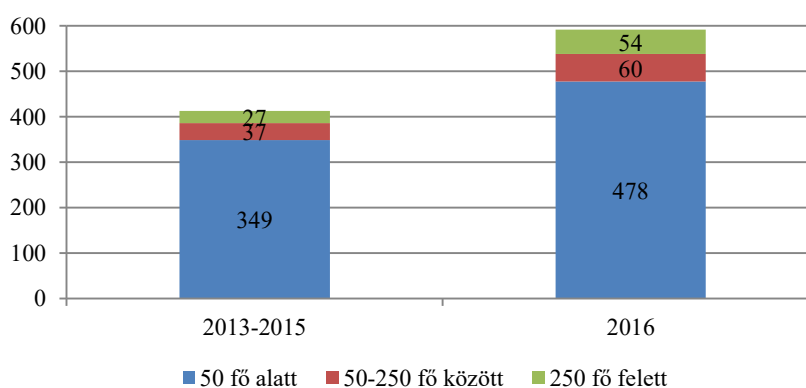
A projekthitelezés hasonló tendenciát mutat, mint a teljes hitelállomány. Érdekes, hogy a projekthitelezés Magyarországon nem torpant meg annyira, mint a teljes vállalati hitelezés, holott globálisan mindenhol az igen erős visszaesés volt látható a hitelezés ezen szegmensében. Míg globálisan a projekthitelek 2009-ben az azt megelőző év értékének alig több mint háromnegyedét tették ki, addig Magyarország növekedni tudott. Ennek oka a refinanszírozásban és az átstrukturálásban keresendő. A projekthitelek 2011-ben voltak a csúcson, amikor a globális projekthitel piac a második mélypontját érte el. Ez arányaiban a 2008-as értékhez képest 34%-os növekedést jelentett. A zuhanás azért nem következett be hirtelen, mert a hitelező bankok nem írták le a bedőlt adósságokat, a könyveikben tartották azokat, ameddig csak lehetett. Ezt követően elkezdődött

a rossz projekthitelek kivezetés a banki mérlegekből, mellyel párhuzamosan a projekthitelezés befagyasztása is megtörtént. A legfrissebb statisztikák alapján elmondható, hogy a jelenlegi projekthitel állomány a 2011-es értéknek alig több mint felét teszi ki, messze alul maradva a 2008-as állományi adattól is.

## MÓDSZERTANI HÁTTÉR

Az előbb felvázolt rövid magyar projektfinanszírozási helyzetkép alapján kíváncsi voltam a vállalkozások véleményére is, hogy hogyan vélekednek ezen finanszírozási formáról. A jelen tanulmányban bemutatott kutatási eredmények egy 2013 és 2015 között, valamint egy 2016-ban kivitelezett primer, kérdőíves kutatás részét jelentik. Mindkét kutatás egy előtesztelt, sztenderdizált kérdőív segítségével került elvégzésre<sup>23</sup> Magyarországon. Mindkét kutatási körben egy összetett, a vállalkozások finanszírozási és beruházási aktivitására kiterjedő kérdőív segítségével kerültek az adatok összegyűjtésre. A kutatás első körében 413 darab, a második körben 592 darab értékelhető kérdőív került a mintába. A 2016-os kutatás jelenleg is zajlik, a tanulmányban bemutatott eredmények ez által csak részeredmények, a kérdőívet kitöltő 592 vállalkozás véleményét mutatja. A 2016-os kérdőív még kibővült a vállalkozások részletes projektaktivitásának felmérésével is a projektfinanszírozás kérdéskörén túl.

A kérdőívek véglegesítését megelőzte egy mélyinterjú kutatás, majd a kvalitatív felmérés eredményei alapján került sor a kérdőív összeállítására. A kérdőív csak zárt kérdéseket tartalmazott a minta és a válaszok jobb értékelhetősége érdekében. A mintában zömmel KKV-k szerepelnek, a súlyuk és a gazdasági dominanciájuk miatt. A kérdőívet a vállalkozások teljesen anonim módon töltötték ki, a beazonosításukra semmilyen formában nem került sor. A minta szegmentálása miatt a társasági formát, a tevékenységi kört, a belföldi tulajdon arányát, valamint a főbb mérleg- és eredményadatokat (értékesítés nettó árbevétele, adózott eredmény, mérlegfőösszeg) igényelte csak a kutatás. A kapott eredmények nem minősülnek reprezentatívnak, de lehetőséget adnak egy későbbi, reprezentatív kutatás kivitelezésére és megalapozására. A fent bemutatott mintát SPSS 19.0 valamint MS Excel 2010 programok segítségével értékeltem. Jelen tanulmányban a két kutatás eredményeit a válaszadó vállalkozások létszámadatai alapján mutatom be. A minta összetételét az alábbi ábra mutatja.



3. ábra: A minta összetétele alkalmazotti létszám alapján (saját kutatás, 2013-2015, N = 413; 2016, N = 592)

## EREDMÉNYEK

A jelen tanulmányban bemutatott eredmények úgy születtek, hogy a válaszadó vállalkozások a felsorolt, 14 darab projektfinanszírozással kapcsolatos állítást egy négyfokozatú Likert skála segítségével értékelték, ahol az 1-es érték a teljes egyet nem értést, a 4-es érték a teljes egyetértést jelentette. Emellett lehetőségük volt a válaszadóknak a válaszadás megtagadására is, ha nem bírnak kellő információval a kérdés eldöntése kapcsán.

<sup>23</sup> Ezúton szeretném megköszönni az Óbudai Egyetem azon hallgatóinak segítségét, akik közreműködtek a kérdőívek terjesztésében és kitöltésében.

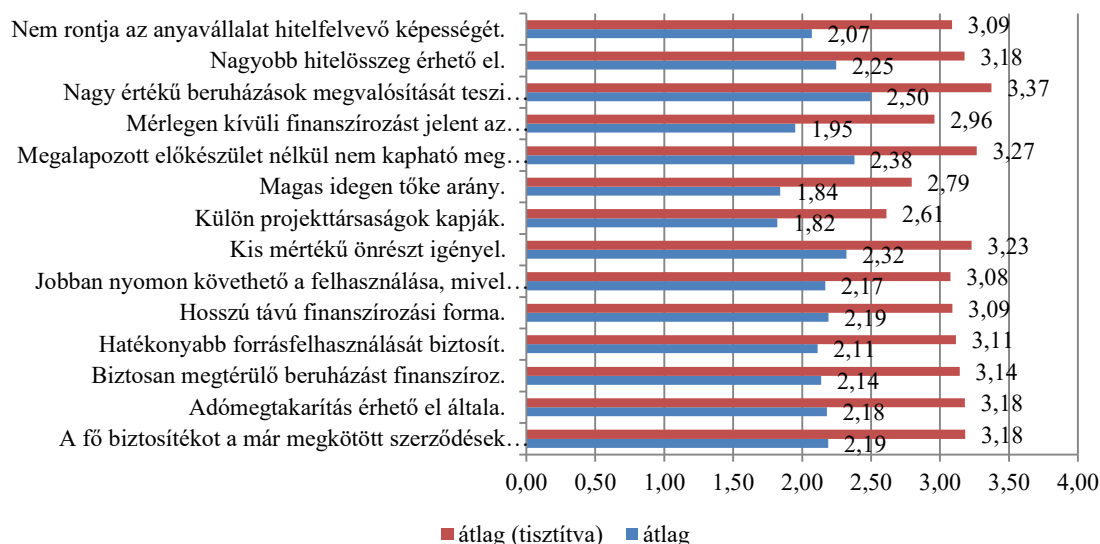
Az alábbi táblázat tartalmazza a válaszok megoszlását százalékos formában, valamint a válaszok átlagát és a variancia értékét is. A fent leírt információk mindkét kutatási körre érvényesek.

1. táblázat: A projektfinanszírozással kapcsolatos válaszok megítélése a 2013-2015 közötti kutatásban (saját kutatás, 2013-2015, N = 413)

|                                                                                                     | 0    | 1   | 2    | 3    | 4    | átlag | variancia |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----|------|------|------|-------|-----------|
| <b>A fő biztosítékot a már megkötött szerződések valamint a projekt jövőbeni pénzárama jelenti.</b> | 31,2 | 0,7 | 7,5  | 39,0 | 21,5 | 2,19  | 2,48      |
| <b>Adómegettakarítás érhető el általa.</b>                                                          | 31,5 | 1,9 | 9,7  | 31,0 | 25,9 | 2,18  | 2,60      |
| <b>Biztosan megtérülő beruházást finanszíroz.</b>                                                   | 32,0 | 2,9 | 11,4 | 26,9 | 26,9 | 2,14  | 2,64      |
| <b>Hatékonyabb forrásfelhasználását biztosít.</b>                                                   | 32,2 | 1,5 | 9,7  | 36,3 | 20,3 | 2,11  | 2,47      |
| <b>Hosszú távú finanszírozási forma.</b>                                                            | 29,1 | 3,4 | 12,1 | 30,3 | 25,2 | 2,19  | 2,48      |
| <b>Jobban nyomon követhető a felhasználása, mivel külön projektársaság kapja.</b>                   | 29,5 | 3,6 | 9,4  | 35,4 | 22,0 | 2,17  | 2,43      |
| <b>Kis mértékű önrészt igényel.</b>                                                                 | 28,1 | 1,2 | 8,7  | 34,4 | 27,6 | 2,32  | 2,49      |
| <b>Külön projektársaságok kapják.</b>                                                               | 30,3 | 8,5 | 21,3 | 28,8 | 11,1 | 1,82  | 2,00      |
| <b>Magas idegen tőke arány.</b>                                                                     | 34,1 | 3,6 | 20,6 | 27,4 | 14,3 | 1,84  | 2,23      |
| <b>Megalapozott előkészület nélkül nem kapható meg a hitel.</b>                                     | 27,1 | 1,2 | 9,7  | 30,5 | 31,5 | 2,38  | 2,52      |
| <b>Mérlegen kívüli finanszírozást jelent az anyavállalatnak.</b>                                    | 34,1 | 2,4 | 13,3 | 34,6 | 15,5 | 1,95  | 2,36      |
| <b>Nagy értékű beruházások megvalósítását teszi lehetővé.</b>                                       | 25,9 | 0,2 | 7,0  | 31,7 | 35,1 | 2,50  | 2,52      |
| <b>Nagyobb hitelösszeg érhető el.</b>                                                               | 29,3 | 1,0 | 10,4 | 34,4 | 24,9 | 2,25  | 2,47      |
| <b>Nem rontja az anyavállalat hitelfelvevő képességét.</b>                                          | 32,9 | 3,1 | 9,2  | 33,4 | 21,3 | 2,07  | 2,54      |

A kapott eredmények alapján elmondható, hogy a mintában szereplő vállalkozások a projektfinanszírozás legnagyobb előnyének az elérhető legnagyobb beruházási értéket tekintették, melynek 2,50-es átlagértéket tulajdonítottak. Három jellemző kivételével minden állítást 2-es érték fölött értékelték, ami azt jelenti, hogy nem teljes az egyet értés a válaszadók között, a 2-es értékhez közeledve egyre inkább csökken az. A válaszadók a második és a harmadik helyre sorolják az előkészület fontosságát (2,38), valamint a kismértékű önrész tényét (2,32). A fentiek alapján kijelenthető, hogy a mintában szereplő vállalkozások igen gyenge átlagértékeket adtak a felsorolt jellemzőknek, holott azok mind-mind a projektfinanszírozás alapvető jellemzői közé tartoznak. Ennek oka, hogy a válaszadó vállalkozások több mint egynegyede a „nem tudom” választ jelölte meg az állítások kapcsán. Ilyen nagymértékű véleménymegtagadás esetén mindenképpen érdemes a tisztított adatok alapján levonni a következtetéseket, mivel a minta vállalkozásainak másik bő egynegyede inkább a 3-as értéket jelölte meg az állítások értékelésekor.





4. ábra: A projektfinanszírozással kapcsolatos válaszok megítélése a 2013-2015 közötti kutatásban a „nem tudom” válaszok szűrése után (saját kutatás, 2013-2015, N = 413)

Ahogy a fenti ábra is mutatja, egyértelmű javulás látható a szűrt minta tekintetében. A releváns válaszadók véleménye alapján az állítások értékelésének sorrendje ugyan nem változott, de három állítás kivételével (melyek a teljes minta kapcsán még a 2-es értéket sem érték el) minden állítás 3-as érték feletti átlagos minősítéssel bír. Ez alapján elmondható, hogy azon vállalkozások, akik ismerik a projektfinanszírozást, mint hiteltípust, azok viszonylag helyesen értékelik annak főbb jellemzőit. Az állítások értékeléséből azonban az is következik (minden átlag 3,5 alatt van), hogy nem minden vállalkozás hisz abban egyértelműen melynek okai között a magyar vállalkozások hitelekkel szembeni fenntartásai, a bankokkal szembeni bizalom, esetlegesen a saját tapasztalatok állnak.

2. táblázat: A projektfinanszírozással kapcsolatos válaszok megítélése a 2013-2015 közötti kutatásban a válaszadók alkalmazotti létszáma alapján (saját kutatás, 2013-2015, N = 413)

|                                                                                                     | 50 fő<br>alatt | 50-250 fő<br>között | 250 fő<br>felett |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|---------------------|------------------|
| <b>A fő biztosítékot a már megkötött szerződések valamint a projekt jövőbeni pénzárama jelenti.</b> | 2,15           | 2,24                | 2,56             |
| <b>Adómentakarítás érhető el általa.</b>                                                            | 2,13           | 2,16                | 2,89             |
| <b>Biztosan megtérülő beruházást finanszíroz.</b>                                                   | 2,08           | 2,19                | 2,81             |
| <b>Hatékonyabb forrásfelhasználását biztosít.</b>                                                   | 2,06           | 2,30                | 2,48             |
| <b>Hosszú távú finanszírozási forma.</b>                                                            | 2,11           | 2,41                | 3,00             |
| <b>Jobban nyomon követhető a felhasználása, mivel külön projektársaság kapja.</b>                   | 2,11           | 2,41                | 2,52             |
| <b>Kismértékű önrészt igényel.</b>                                                                  | 2,28           | 2,24                | 3,00             |
| <b>Külön projektársaságok kapják.</b>                                                               | 1,79           | 1,70                | 2,41             |
| <b>Magas idegen tőke arány.</b>                                                                     | 1,79           | 1,92                | 2,37             |
| <b>Megalapozott előkészület nélkül nem kapható meg a hitel.</b>                                     | 2,37           | 2,27                | 2,67             |
| <b>Mérlegen kívüli finanszírozást jelent az anyavállalatnak.</b>                                    | 1,91           | 1,84                | 2,67             |
| <b>Nagy értékű beruházások megvalósítását teszi lehetővé.</b>                                       | 2,45           | 2,65                | 2,93             |
| <b>Nagyobb hitelösszeg érhető el.</b>                                                               | 2,21           | 2,24                | 2,78             |
| <b>Nem rontja az anyavállalat hitelfelvevő képességét.</b>                                          | 2,00           | 2,00                | 3,04             |

A 2013-2015-ös mintát a vállalkozások mérete alapján szegmentálva más és más prioritások rajzolódnak ki az egyes vállalkozások körében<sup>24</sup>. A legkisebb, 50 fő alatti vállalkozások, mivel ők adták a minta döntő hányadát, ugyanazon sorrend látszik az értékelések alapján, mint a teljes minta tekintetében. A közepes vállalkozások szerint a legnagyobb előnye a hitelformának az, hogy nagy értékű beruházásokat finanszíroz, de fontos számukra a nyomon követhetőség, és a hosszú távú szemlélet is (azonos átlagértékkel), és a hatékonyabb forrásfelhasználás, mint jellemző is magas értéket kapott esetükben. A legnagyobb vállalkozások esetén látható, hogy szinte minden válaszadó ismeri a projektfinanszírozást, mint hitelformát, hiszen alig akadt olyan 250 fő feletti vállalkozás, mely ne tudta volna értékelni az állításokat. A nagyobb vállalkozások szerint a legnagyobb előny az, hogy ez a hiteltípus nem rontja az anyavállalat hitelképességét, hosszú távú finanszírozás és kis mértékű önrészt igényel. A felsoroltakon kívül magas értéket kapott még a nagy értékű beruházások finanszírozása és az adómegettakarítás is. Mindezekből az látható, hogy a nagyobb vállalkozások azok, melyek a legrelevánsabb és a legpontosabb véleményyt tudták adni a lehetőségről.

Az állításokat egy 2016-ban is lebonyolított primer kutatás során is megvizsgáltam. Ugyanazon 14 darab állításról kértem a válaszadók véleményét, a korábban már ismertetett Likert skála segítségével. A kutatás első körét követően azt vártam volna, hogy javul a válaszadók véleménye, megítélése a projektfinanszírozás kapcsán a globális pénzügyi helyzet javulására visszavezethetően. A válság után közel tíz évvel, a pénzügyi piacok viszonylagos megnyugvása után Európa, sőt a világ országaiban is beindult a hitelezés, ami kedvező hatással volt a projektfinanszírozás alakulására is. A projektfinanszírozás (ahogy arról korábban már szó esett) a válságok által erősen érintett finanszírozási mód. 2016-ban azonban már lezajlottak azok a válságjelenségek, melyek mély hatást gyakoroltak a pénzügyi piacokra. A magyar helyzetet elemezve, a korábban már bemutatott projekthitel állomány ismeretében azonban látható, hogy 2011-et követően mind a hitel, mind a projekthitelek állománya folyamatosan csökkent. Ez alapján viszont a globális helyzettel ellentétben nem meglepő, hogy a magyar vállalkozások nem jobban, hanem inkább rosszabbul értékelték a projektfinanszírozás egyes jellemzőit, ahogy a lenti táblázat is mutatja.

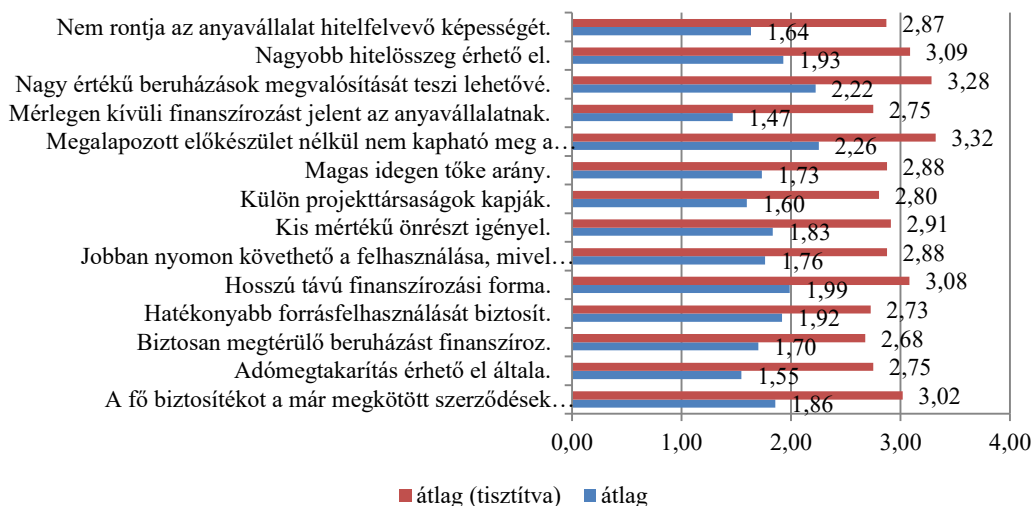
3. táblázat: A projektfinanszírozással kapcsolatos válaszok megítélése a 2013-2015 közötti kutatásban (saját kutatás, 2016, N = 592)

|                                                                                                     | 0    | 1   | 2    | 3    | 4    | átlag | varianca |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----|------|------|------|-------|----------|
| <b>A fő biztosítékot a már megkötött szerződések valamint a projekt jövőbeni pénzárama jelenti.</b> | 38,5 | 1,5 | 13,5 | 28,7 | 17,7 | 1,86  | 2,54     |
| <b>Adómegettakarítás érhető el általa.</b>                                                          | 43,8 | 4,1 | 18,1 | 22,0 | 12,2 | 1,55  | 2,30     |
| <b>Biztosan megtérülő beruházást finanszíroz.</b>                                                   | 36,5 | 8,4 | 18,1 | 22,5 | 14,5 | 1,70  | 2,26     |
| <b>Hatékonyabb forrásfelhasználását biztosít.</b>                                                   | 36,5 | 1,2 | 12,3 | 34,1 | 15,9 | 1,92  | 2,44     |
| <b>Hosszú távú finanszírozási forma.</b>                                                            | 35,5 | 3,9 | 11,0 | 25,7 | 24,0 | 1,99  | 2,68     |
| <b>Jobban nyomon követhető a felhasználása, mivel külön projektársaság kapja.</b>                   | 38,7 | 3,0 | 16,2 | 27,4 | 14,7 | 1,76  | 2,39     |
| <b>Kis mértékű önrészt igényel.</b>                                                                 | 37,0 | 3,5 | 16,2 | 25,5 | 17,7 | 1,83  | 2,46     |
| <b>Külön projektársaságok kapják.</b>                                                               | 43,1 | 5,7 | 15,4 | 20,1 | 15,7 | 1,60  | 2,45     |
| <b>Magas idegen tőke arány.</b>                                                                     | 39,7 | 4,2 | 13,7 | 27,7 | 14,7 | 1,73  | 2,43     |
| <b>Megalapozott előkészület nélkül nem kapható meg a hitel.</b>                                     | 32,1 | 2,2 | 8,1  | 23,3 | 34,3 | 2,26  | 2,85     |
| <b>Mérlegen kívüli finanszírozást jelent az anyavállalatnak.</b>                                    | 46,6 | 3,2 | 17,4 | 22,3 | 10,5 | 1,47  | 2,26     |
| <b>Nagy értékű beruházások megvalósítását teszi lehetővé.</b>                                       | 32,3 | 1,7 | 9,0  | 25,5 | 31,6 | 2,22  | 2,78     |
| <b>Nagyobb hitelösszeg érhető el.</b>                                                               | 37,5 | 1,7 | 12,3 | 27,4 | 21,1 | 1,93  | 2,63     |
| <b>Nem rontja az anyavállalat hitelfelvevő képességét.</b>                                          | 43,1 | 3,9 | 14,4 | 23,8 | 14,9 | 1,64  | 2,47     |

<sup>24</sup> A legmagasabb értékek külön színnel kerültek kiemelésre a táblázatban



A táblázat alapján elmondható, hogy a mintában szereplő vállalkozások nagyobb hányada nem kívánt véleményt nyilvánítani a kérdésben, mint az első forduló esetén. Az arány 30-40% között mozgott, a korábbi 25-30% közötti értékkel ellenben. Emiatt a teljes mintaátlag is tovább csökkent az egyes állítások esetén, azok zömmel a 2-es érték alatt van. Mivel a véleményt nem nyilvánító vállalkozások nagy aránya miatt az átlag is romlott, ismét a szűrt mintaátlagok alapján érdemes következtetéseket levonni, melyet a lenti ábra szemléltet.



5. ábra: A projektfinanszírozással kapcsolatos válaszok megítélése a 2013-2015 közötti kutatásban a „nem tudom” válaszok szűrése után (saját kutatás, 2016, N = 592)

A 2016-os kutatásban kapott átlagértékek néhány állítás kivételével alacsonyabbak, mint a korábban mértek. A válaszadók a projektfinanszírozás legnagyobb előnyének a megalapozott előkészület fontosságát tekintették, melyet 3,32-es átlagértékkel illettek, mely magasabb volt, mint a korábban neki tulajdonított érték (3,27). Szintén magasan értékelték a nagy értékű beruházások finanszírozhatóságát is, bár ezen állítás már csak a második helyre került a korábbi első hely után, sőt a megítélés is gyengült (3,28 lett 3,37 helyett). A harmadik legfontosabb tényező a nagy elérhető hitelösszeg volt, ami korábban nem tartozott a legerősebb előnyök közé. A kapott értékeket elemezve látható, hogy a 14 állításból mindösszesen 4 olyan állítás volt, ahol erősödött az értékelés: a hosszú táv, a külön projektársaságok léte, a magas tőkeáttétel, valamint a megalapozott előkészület fontossága javult csak a 2016-os kutatás során.

4. táblázat: A projektfinanszírozással kapcsolatos válaszok megítélése a 2013-2015 közötti kutatásban a válaszadók alkalmazotti létszáma alapján (saját kutatás, 2016, N = 592)

|                                                                                                     | 50 fő<br>alatt | 50-250 fő<br>között | 250 fő<br>felett |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|---------------------|------------------|
| <i>A fő biztosítékot a már megkötött szerződések valamint a projekt jövőbeni pénzárama jelenti.</i> | 1,78           | 2,25                | 2,07             |
| <i>Adómentesítés érhető el általa.</i>                                                              | 1,49           | 1,75                | 1,83             |
| <i>Biztosan megtérülő beruházást finanszíroz.</i>                                                   | 1,65           | 2,02                | 1,83             |
| <i>Hatékonyabb forrásfelhasználását biztosít.</i>                                                   | 1,86           | 2,35                | 1,96             |
| <i>Hosszú távú finanszírozási forma.</i>                                                            | 1,94           | 2,23                | 2,17             |
| <i>Jobban nyomon követhető a felhasználása, mivel külön projektvétség kapja.</i>                    | 1,71           | 2,13                | 1,87             |
| <i>Kis mértékű önrészt igényel.</i>                                                                 | 1,80           | 2,18                | 1,78             |
| <i>Külön projektvésegek kapják.</i>                                                                 | 1,53           | 2,13                | 1,59             |
| <i>Magas idegen tőke arány.</i>                                                                     | 1,68           | 2,32                | 1,59             |
| <i>Megalapozott előkészület nélkül nem kapható meg a hitel.</i>                                     | 2,22           | 2,58                | 2,17             |
| <i>Mérlegen kívüli finanszírozást jelent az anyavállalatnak.</i>                                    | 1,38           | 2,12                | 1,56             |
| <i>Nagy értékű beruházások megvalósítását teszi lehetővé.</i>                                       | 2,21           | 2,33                | 2,22             |
| <i>Nagyobb hitelösszeg érhető el.</i>                                                               | 1,88           | 2,33                | 1,94             |
| <i>Nem rontja az anyavállalat hitelvévevő képességét.</i>                                           | 1,59           | 1,98                | 1,67             |

A mintát alkalmazotti létszám alapján szegmentálva látható, hogy ismét más és más prioritások láthatók a projektfinanszírozás kapcsán. Érdekes, hogy a 2016-os mintában látható prioritások sokkal inkább homogének, mint az előző csoport esetén. A vállalkozások a nagy értékű beruházások finanszírozásának és a jobb előkészítést tartják egységesen előnynek, mérettől függetlenül. Ezen kívül szintén a legmagasabb értékkel bír a közepes vállalkozások esetén a nagyobb hitelösszeg elérhetősége, valamint a jobb, hatékonyabb forrásfelhasználás is. A minta létszám szerinti szegmentálásának másik érdekessége, hogy a legkisebb és a legnagyobb létszámmal működő vállalkozások ugyanazon három tényezőt sorolják az első helyre.

## ÖSSZEGZÉS

A fent leírtak alapján kijelenthető, hogy a projektfinanszírozás, mint speciális hitelfinanszírozás stratégiai fontosságú a nemzetgazdaságok szempontjából. Ez a finanszírozási forma képes arra, hogy számos, nagy értékű beruházásokat finanszírozzon úgy, hogy a projekt gazdájának csak minimális arányú forrást kelljen mozgósítani. A projektfinanszírozás a kockázatosága miatt kiemelten érzékeny a világgazdaság változásaira, ezért jó indikátora mindenféle válságnak. Magyarországon a projektfinanszírozás a devizahitelezés mellett az egyik legkockázatosabb tevékenysége volt a bankoknak. A subprime, valamint a mediterrán válság után ezért egyértelműen jelentkeztek a problémák a területen, ami miatt a projekthitelek állománya is jelentős mértékben csökkent 2011-et követően. A vállalkozások véleménye is megváltozott a hiteltípusról ezzel párhuzamosan, ahogy azt a kutatási eredmények is mutatják. Míg az első körben a válaszadók inkább egyetértettek a projektfinanszírozás tulajdonságait megítő állításokkal, addig 2016-ban már jóval kisebb értékkel illették azokat. A véleményt mondó vállalkozások aránya is csökkent. Ennek több oka is létezik. A vállalkozások több információt kaptak, több tapasztalatot szereztek a projektfinanszírozásról, főként azon projektekről, melyek bedőltek. Megismerték a buktatókat, így jobban látták a veszélyeket is. Ezzel párhuzamosan a hitelező bankok is visszavették a hitelezési aktivitásukat, és ezen nem is változtattak, ami miatt a piaci alapú hitelezés Magyarországon még mindig döcögősen működik a válságokat követően. A projekthitelezésre azonban nem jelentett megoldást a Növekedési Hitelprogram sem, mivel az inkább a KKV-kat célozta meg, szemben a projektfinanszírozással, ami inkább a nagyobb vállalkozások terepe. Véleményem szerint azonban fontos foglalkozni a hiteltípussal, fontos annak a népszerűsítése, ismertetése, hiszen csak az ilyen finanszírozási

eszközökkel lehetséges az olyan nagyobb beruházások kivitelezése, melyek érdemben képesek hozzájárulni a növekedéshez és munkahelyek teremtéséhez.

## IRODALOMJEGYZÉK

Bushman, R., - Wittenberg-Moerman, R. (2009): *Does secondary loan market trading destroy lenders' incentives?* Working Paper.  
[https://www.researchgate.net/publication/228258749\\_Does\\_Secondary\\_Loan\\_Market\\_Trading\\_Destroy\\_Lenders'\\_Incentives](https://www.researchgate.net/publication/228258749_Does_Secondary_Loan_Market_Trading_Destroy_Lenders'_Incentives), letöltve: 2017.01.11.

Csiszárik-Kocsir, Á. (2016): *A nemzetközi és az európai projektfinanszírozási piac átalakulása a válság hatására*, Hitelintézeti Szemle, 15. évf. 1. szám, 2016. március, 51–69. pp.

Daniels, K.N. – Ejara, D.D. (2016): *The Impact of Private Equity Sponsors on Syndicated Loans*, [https://www.researchgate.net/publication/312188268\\_The\\_Impact\\_of\\_Private\\_Equity\\_Sponsors\\_on\\_Syndicated\\_Loans](https://www.researchgate.net/publication/312188268_The_Impact_of_Private_Equity_Sponsors_on_Syndicated_Loans), letöltve: 2017.01.11.

Drapeau, L. – Champagne, C. (2015): *Do Syndicated Loans Influence Systemic Risk? An Empirical Analysis of the Canadian Syndicated Loan Market*, Review of Economics & Finance, vol. 5., no. 4., 22.-41. pp.  
<http://www.bapress.ca/ref/ref-article/1923-7529-2015-04-22-20.pdf>, letöltve: 2017.01.12.

Erdős, T. (2004): *Mekkora lehet Magyarországon a fenntartható növekedés üteme?* – I., Közgazdasági Szemle, vol. 51., no. 5., 389.-414. pp.

Fight, A. (2006): *Introduction to Project Finance*, Butterworth – Heinemann / Elsevier, Oxford,

Gorshkov, R. – Epifanov, V. (2016): *The mechanism of the project financing in the construction of underground structures*, Procedia Engineering, vol. 165., 1211.-1215.pp.

Hainz, C. – Kleimeier, S. (2012): *Political risk, project finance, and the participation of development banks in syndicated lending*, International Journal of Project Management, Vol. 21., Issue 2., 287.-314. pp.

IJGlobal (2017): *Full Year 2016 Global Project Finance League Tables*, <https://ijglobal.com/uploads/Full%20Year%202016%20Global%20Project%20Finance%20League%20Tables.pdf>, letöltve: 2017.02.20.

Kőrösi, I. (2009): *A fenntartható fejlődést ösztönző állam*, in: *Globális válság: hatások, gazdaságpolitikai válaszok és kilátások*, 4. kötet – *Az állam gazdaságfejlesztő és jóléti szerepe*, VKI-ECOSTAT, Budapest

Lazányi, K. (2014a): *Entrepreneurs of the future*. Serbian Journal of Management 9:(2) pp. 149-158.

Lazányi, K. (2014b): *Short Assessment of the Situation of Hungarian SMEs and the Potential Role of Higher Educational Institutes*. In: Ivan Mihajlović (szerk.) Possibilities for development of business cluster network between SMEs from Visegrad countries and Serbia: IMKSM2014. pp. 55-64.

Lentner, Cs. (2016): *Rendszerváltás és pénzügypolitika: Tények és tévhitek a neoliberális piacgazdasági átmenetről és a 2010 óta alkalmazott nem konvencionális eszközökről*, Akadémiai Kiadó, Budapest

Lentner, Cs. – Zéman, Z. (2016). *Handling Crisis – Role in the Economy*, Modern Science, no. 3., 45.-58. pp.

Magyar Nemzeti Bank (2016): *Hitelezési felmérés, 2016. november*, <https://www.mnb.hu/penzugyi-stabilitas/publikaciok-tanulmanyok/hitelezesi-felmeres/hitelezesi-felmeres-2016-november>, letöltve: 2017.01.10.

Mellichamp, D.A. (2016): *The advantage of using external financing (leverage) to design / build / operate a new chemical plant*, Computers & Chemical Engineering, vol. 85., 147-150. pp.

Rostow, W.W. (1960): *The Process of Economic Growth*. Oxford University Press

Simionescu M. - Lazányi K. - Sopková G. - Dobeš K. - Balcerzak A.P., (2017): *Determinants of Economic Growth in V4 Countries and Romania*. Journal of Competitiveness 9:(1) pp. 103-116.

- Szilágyi T.P. – Almádi B. – Tóth T. (2015): *Az építőipari, beruházási - projekt kockázatok vizsgálata és feltárt dimenziói* In: Bitay Enikő (szerk.) A XX. Fialat Műszaki Tudományos Ülésszak Előadásai Kolozsvár, Románia, Erdélyi Múzeum-Egyesület (EME), pp. 287-290.
- Szilágyi T.P. – Almádi B. (2015): *Beruházási – projekt kockázatok vizsgálata és feltárt dimenziói primer kutatási eredmények alapján* In: Keresztes Gábor (szerk.) Tavasz Szél 2015 konferenciakötet. 659 p. Budapest: EKF Líceum Kiadó; DOSz, 2015. p. 601. 2. kötet.
- Szilágyi T.P. (2015): *Beruházási projekt kockázatok primer kutatási eredmények tükrében* In: Csiszárik-Kocsir Ágnes (szerk.) Vállalkozásfejlesztés a XXI. században V.: tanulmánykötet. Budapest: Óbudai Egyetem Keleti Károly Gazdasági Kar, 2015. pp. 19-32.
- Szilágyi, T. – Medve, A. – Tóth, T. (2013): *Beruházási folyamatvizsgálat a megrendelői döntéshozataltól a megvalósulásig* In: Nagy, I. Z. (szerk.) Vállalkozásfejlesztés a XXI. században III.: tanulmánykötet. 260 p. Budapest: Óbudai Egyetem, 2013. pp. 53-72.
- Tóth, G. (2016): *Gazdasággép – A fenntartható fejlődés közgazdaságtanának kettős története*, Követ Egyesület – L'Harmattan Kiadó, Budapest
- Varga, J. (2017): *Basis for Organizational Competitiveness: Project Management in the Life of the Corporations* In: Žaneta Ilmete, Jānis Ikstens (szerk.) Project Management Development – Practice and Perspectives: Sixth International Scientific Conference on Project Management in the Baltic Countries. Riga, Lettország, 2017. pp. 340-354.