

3

HITELINTÉZETI SZEMLE

2016. szeptember

15. évfolyam 3. szám

Bankszanálás mint új MNB-funkció –
az MKB Bank szanálása

Földényiné Láhm Krisztina – Kómár András –
Stréda Antal – Szegedi Róbert

A pénzügyi közvetítőrendszer makroprudenciális
szabályozásának és felügyeletének
közigazgatási jogi aspektusai – normativitás,
szervezet, eszközrendszer

Kálmán János

Felügyelés robusztus kockázati monitoring
alkalmazásával – ciklusfüggetlen magyar vállalati
minősítő rendszer

Inzelt György – Szappanos Gábor – Armai Zsolt

A tőzsdeképesség vizsgálata a magyar kis- és
középvállalati szektorban

Banai Ádám – Erhart Szilárd – Vágó Nikolett –
Varga Péter

Hitelintézeti Szemle

A Magyar Nemzeti Bank kiadásában megjelenő tudományos folyóirat

A szerkesztőbizottság elnöke:

PALOTAI DÁNIEL

A szerkesztőbizottság tagjai:

BÁNFI TAMÁS, BOD PÉTER ÁKOS, CSILLIK PÉTER, HEGEDŰS ÉVA, KOCZISZKY GYÖRGY,
KOVÁCS LEVENTE, NAGY KOPPÁNY, P. KISS GÁBOR, LENTNER CSABA, PANDURICS ANETT,
PATAI MIHÁLY, SEBESTYÉN GÉZA, STRAUB ROLAND, SZEGEDI RÓBERT, VÉGH RICHÁRD,
EYAL WINTER

Főszerkesztő: VIRÁG BARNABÁS
Felelős szerkesztő: MORVAY ENDRE
Olvasószerkesztő: LÁNG ESZTER
Szerkesztőségi munkatársak:
DRAPCSIK BERTA, VADÁSZI BÁLINT

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank
Felelős kiadó: HERGÁR ESZTER
1054 Budapest, Szabadság tér 9.
www.hitelintezetiszemle.hu
HU ISSN 1588–6883 (nyomtatott)
HU ISSN 2416–3201 (online)

Borítóterv: IZSÓNÉ BIGAI MARIANNA
© Copyright: Magyar Nemzeti Bank

A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák,
és nem feltétlenül tükrözik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

3

HITELINTÉZETI SZEMLE

2016. szeptember

15. évfolyam 3. szám

Hitelintézet Szemle

A szerkesztőség címe: 1054 Budapest, Szabadság tér 9.

Telefon: 06-1-428-2600

Fax: 06-1-429-8000

Honlap: www.hitelintezetiszemle.hu

E-mail: szemle@hitelintezetiszemle.hu

Munkatársaink elérhetősége:

Virág Barnabás főszerkesztő e-mail címe: viragb@mnbb.hu

Morvay Endre felelős szerkesztő e-mail címe: morvaye@mnbb.hu

Megjelenik háromhavonta.
HU ISSN 1588 6883 (nyomtatott)
HU ISSN 2419 3201 (online)

Tördelés és nyomtatás:
Prospektus – SPL konzorcium
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

Tartalom

15. évfolyam 3. szám, 2016. szeptember

TANULMÁNYOK

- Földényiné Láhm Krisztina – Kómár András – Stréda Antal – Szegedi Róbert:**
Bankszanálás mint új MNB-funkció – az MKB Bank szanálása 5
- Kálmán János:**
A pénzügyi közvetítőrendszer makroprudenciális szabályozásának
és felügyeletének közigazgatási jogi aspektusai –
normativitás, szervezet, eszközrendszer 27
- Inzelt György – Szappanos Gábor – Armai Zsolt:**
Felügyelés robusztus kockázati monitoring alkalmazásával –
ciklusfüggetlen magyar vállalati minősítő rendszer 51
- Banai Ádám – Erhart Szilárd – Vágó Nikolett – Varga Péter:**
A tőzsdeképesség vizsgálata a magyar kis- és középvállalati szektorban 79

KÖNYVISMERTETÉS

- Gutpintér Júlia:** A globalizáció egyenlőtlensége
(François Bourguignon: The Globalization of Inequality c. művéről) 110
- Korencsi Attila:** Gondban Európa – Előmozdítója-e vagy akadályozója
ma az Európai Unió Európa sikerének?
(Roger Bootle: The Trouble with Europe – Why the EU Isn't Working,
How It Can Be Reformed, What Could Take Its Place c. művéről). 114
- Kerényi Ádám:** Tanulmányok a puha költségvetési korlát szindrómáról,
az innovációról és a nagy gazdasági rendszerekről Kornai János
születésnapja tiszteletére
(Balázs Hámori – Miklós Rosta (eds.): Constraints and Driving Forces in
Economic Systems: Studies in Honour of János Kornai c. művéről) 119
- Felcser Dániel:** A pénzügyi válság tanulságai
(Martin Wolf: The Shifts and the Shocks: What We've Learned –
and Have Still to Learn – from the Financial Crisis c. művéről) 127
- Fábián Gergely:** Kreatív stratégia
(William Duggan: Creative Strategy: A Guide for Innovation c. művéről) . . . 131

KONFERENCIABESZÁMOLÓ

Meizer Gábor: Versenyképességi és Növekedési Fórum – Beszámoló a Magyar Közgazdasági Társaság Versenyképességi Szakosztályának első szakmai rendezvényéről	134
Kiss Nóra: Beszámoló a biztosításfelügyelők nemzetközi szövetségének (IAIS) Budapesten tartott nyári ülészakáról és éves szemináriumáról	146
Zsótér Boglárka: Fókuszban a pénzügyi szolgáltatók – Beszámoló a II. Szolgáltatásmarketing konferenciáról	151

Bankszanálás mint új MNB-funkció – az MKB Bank szanálása*

Földényiné Láhm Krisztina – Kómár András – Stréda Antal – Szegedi Róbert

A szerzők jelen tanulmányban átfogó képet adnak az MKB Bank Zrt. sikeres szanálásának és reorganizációjának folyamatáról és az Európai Unióban az elsők között alkalmazott szanálási szabályozás gyakorlati megvalósulásáról. Bemutatják a szanálási feladatkörében eljáró Magyar Nemzeti Bank által használt szanálási eszközöket és jogosultságokat, hangsúlyozva a belföldi és európai uniós hatóságokkal, intézményekkel folytatott nélkülözhetetlen együttműködést. Következtetésként megállapítják, hogy a magyar pénzügyi stabilitás megóvásának egyetlen gyors és hatékony, közpénz felhasználása nélkül történő biztosítása az új szanálási eszköztár bevetése volt. A szanálási eljárással összefüggésben az MKB Bank Zrt. hitelezőit nem érte veszteség, a bank ügyfeleinek és üzleti partnereinek pénze mindvégig maximális védelmet élvezett.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E48, H12, G01, G29

Kulcsszavak: MKB Bank, MNB, pénzügyi stabilitási rendszer, szanálás, szanálási hatóság, Szanálási törvény, Szanálási Alap

1. Bevezetés

A 2007-2008-as pénzügyi válság rámutatott, hogy a nemzetállamok nem rendelkeznek kellően hatékony eszközökkel a pénzügyi intézmények válsághelyzetének kezelésére. A Lehman Brothers bróker cég válságkezelése jól mutatta, hogy a fizetéseképtelenség szélére sodródó jelentősebb pénzügyi intézményeknél az elhúzódo és gyakran bizonytalan kimenetű felszámolási eljárás piaci zavarokat okozhat és veszélyt jelenthet a pénzügyi stabilitásra.

A legtöbb országban a felszámolási eljárás egyetlen valós alternatívája az állami pénzből megvalósuló bankmentés (ún. bail-out) volt, tőkeemelés vagy különböző garanciák formájában. Az Európai Unió Bizottsága (a továbbiakban: EU Bizottság)

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Földényiné Láhm Andrea a Magyar Nemzeti Bank igazgatója. E-mail: lahmk@mnb.hu.

Kómár András a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: komara@mnb.hu.

Stréda Antal a Magyar Nemzeti Bank vezető jogásza. E-mail: stredaa@mnb.hu.

Szegedi Róbert a Magyar Nemzeti Bank vezető közgazdasági szakértője. E-mail: szegedir@mnb.hu.

A kézirat első változata 2016. július 19-én érkezett szerkesztőségünkbe.

2008 októbere és 2011 októbere között 4,5 trillió euró összegben hagyott jóvá pénzügyi intézmények megsegítését célzó állami támogatást (*Európai Bizottság 2012a*).

A bankmentéshez szükséges összegeket a kormányok jellemzően csak állampapírok jelentősen megnövelt mértékű kibocsátása révén tudták előteremteni, mely több esetben a túlzott eladósodás révén az államháztartási egyensúly megbomlásával, a nemzetgazdaságok sérülékenységének növekedésével járt. A pénzügyi válság kezelése több esetben a szuverén államok válságává transzformálódott (pl. Írország, Görögország). Az állami bankmentések költsége végső soron az adófizetőket terhelte, ami sok esetben társadalmi elégedetlenséget vont maga után. Sürgetővé vált tehát egy olyan keretrendszer létrehozása, amely úgy képes orvosolni a pénzügyi intézmények válsághelyzetét, hogy nem veszélyezteti az államháztartási egyensúlyt és nem teszi sérülékennyé a nemzetgazdaságokat. A felszámolás és az állami bankmentés alternatívájaként a világ számos országában kialakították a szanalási keretrendszert, melynek keretében erős hatósági jogosítványok biztosítása mellett a válságkezelés finanszírozását nem az adófizetőkre, hanem elsődlegesen a bankok tulajdonosaira, végső soron pedig a pénzügyi szektor szereplőire terhelik.

A világ vezető gazdaságait tömörítő G20 által létrehozott Financial Stability Board (FSB) 2011-ben publikálta először a hatékony szanalási keretrendszerek főbb ismérveit (*FSB 2011; 2014*), mely szervezetként szolgált a szanalásra vonatkozó régiós és nemzeti szabályozások kialakításához. A Bizottság 2012-ben publikálta a hitelintézetek és a befektetési vállalkozások helyreállítására és szanalása vonatkozó irányelv javaslatát (*Európai Bizottság 2012b*), mely több éves jogalkotási folyamat eredményeként 2014-ben került elfogadásra és kihirdetésre¹. A tagállamoknak az irányelvi rendelkezéseket 2014. december 31-ig kellett átültetniük a nemzeti jogukba, de a magyar Országgyűlés már 2014 nyarán, hetekkel az irányelv hatályba lépését követően – s az Európai Unióban elsőként – elfogadta az európai uniós hátterű nemzeti szanalási szabályozást². A magyar szanalási keretrendszer tehát 2014-től készen állt arra, hogy egy hazai pénzügyi intézmény akár a pénzügyi stabilitást is veszélyeztető válsághelyzetét ne adófizetői pénzekből kelljen orvosolni, hanem piaci finanszírozás mellett, a globális sztenderdeknek és legjobb gyakorlatoknak, valamint az európai uniós szabályozásnak megfelelő szanalási eszköztárral.

¹ Az Európai Parlament és a Tanács 2014/59/EU irányelve (2014. május 15.) a hitelintézetek és befektetési vállalkozások helyreállítását és szanalását célzó keretrendszer létrehozásáról és a 82/891/EGK tanácsi irányelv, a 2001/24/EK, 2002/47/EK, 2004/25/EK, 2005/56/EK, 2007/36/EK, 2011/35/EU, 2012/30/EU és 2013/36/EU irányelv, valamint az 1093/2010/EU és a 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet módosításáról EGT-vonatkozású szöveg, OJ L 173, 12.6.2014, p. 190–348, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0059&from=HU>, letöltve: 2016. július 15.

² A pénzügyi közvetítőrendszer egyes szereplőinek biztonságát erősítő intézményrendszer továbbfejlesztéséről szóló 2014. évi XXXVII. törvény

2. Az MNB mint szanálási hatóság – új jogkörök, hatékonyabb beavatkozási lehetőségek

A szanálási keretrendszer egyik központi kérdése, hogy mely szervezet látja el a szanálási hatósági funkciókat. Magyarországon 2013. október 1-jétől a Magyar Nemzeti Bank (továbbiakban: MNB) került kijelölésre szanálási hatóságként. A hatásköri és a tevékenységi részletszabályok azonban csak 2014 nyarán, a szanálási irányelv implementálását követően jelentek meg, 60 napos felkészülési időt adva a hatóságoknak és a piaci szereplőknek.

A szanálási hatósági szerepkör jelentősen kiszélesítette az MNB ekkorra már más funkciókkal (pl. felügyeleti tevékenységgel) is megerősített hatáskörét, végső esetben arra is lehetőséget biztosítva, hogy a válsághelyzetbe került pénzügyi intézménynél az MNB átvegye a menedzsmentjogosultságok mellett a tulajdonosi jogok gyakorlását is.

2.1. A szanálás alá vonás feltételei

Az MNB akkor vonhat szanálás alá egy hitelintézetet vagy befektetési vállalkozást, ha annak kapcsán az alábbi három feltétel egyidejűleg teljesül:

- a) a felügyeleti feladatkörében eljáró MNB (a továbbiakban: Felügyelet) megállapítja, hogy az intézmény fizetéképtelen, vagy várhatóan fizetéképtelenné válik;
- b) a szanálási feladatkörében eljáró MNB megítélése szerint a körülményekre tekintettel nem valószínűsíthető, hogy a szanálási intézkedéseken kívül bármilyen más intézkedés – ideértve a Felügyelet, az intézmény, az önkéntes intézményvédelmi alap vagy más piaci szereplő intézkedéseit, a szanálási feladatkörében eljáró MNB által végrehajtható tőkeelemek leírására vagy átalakítására vonatkozó intézkedési lehetőséget is – megakadályozná az intézmény fizetéképtelenné válását;
- c) a szanálási feladatkörében eljáró MNB megítélése szerint a szanálást közérdek indokolja.

Az MNB-nek a szanálás alá vonáshoz tehát nem kell megvárnia a pénzügyi intézmény fizetéképtelenné válását – amikor a válságkezelés már kényszerpályán mozog –, hanem preventív jelleggel már akkor is beavatkozhat, ha megítélése szerint a fizetéképtelenné válás – hatósági intervenció nélkül – a közeljövőben, de legfeljebb 12 hónapon belül megvalósul. Fontos feltétel a közérdek fennállása is, hiszen ha a szanáláshoz nem fűződik közérdek, akkor a fizetéképtelen pénzügyi intézmény felszámolásra kerül.

2.2. A szanalási eszköztár

A szanalási feladatkörében eljáró MNB a következő szanalási eszközöket alkalmazhatja:

- a) vagyonerteresítés (sale of business tool): az intézmény egyes részeinek vagy egészének értékesítése piaci szereplő részére;
- b) áthidaló intézmény alkalmazása (bridge institution tool): az intézmény egyes részeinek vagy egészének értékesítése áthidaló intézmény részére (hídbankra vagy híd befektetési vállalkozásra);
- c) eszközelkülönítés (asset separation tool): a szanalás alatt álló intézmény vagy az áthidaló intézmény egyes részeinek szanalási vagyonkezelőre történő átruházása;
- d) hitelezői feltőkésítés (bail-in tool): a hitelezők veszteségviselésre kényszerítése a szanalás sikere érdekében.

Az MNB egy szanalás során tetszőlegesen kombinálhatja a szanalási eszközöket, azaz a megkötéssel, hogy az eszközelkülönítést önállóan nem alkalmazhatja. Az MKB Bank Zrt. (továbbiakban: MKB Bank) szanalása során a vagyonerteresítés és az eszközelkülönítés szanalási eszközök kerültek alkalmazásra.

2.3. A vagyonertertelések garanciális szerepe a szanalásban

A szanalás elrendelésével igen széleskörű jogosultságokat gyakorolhat az MNB, ezért a szabályozás a beavatkozás érintettjeit védő garanciális szabályokat is tartalmaz (pl. a hatósági fellépés szigorú jogszabályi előfeltételei, jogorvoslati lehetőség, kompenzációs szabályok), melyek közül kiemelkedő szerepe a független vagyonerterteléseknek van. A szanalási intézkedéseket főszabályként független értékelésekre kell alapítani, és ha ez időhiány vagy egyéb körülmény miatt előzetesen nem lehetséges, akkor az MNB saját, ideiglenes értékelése alapján meghozhatja a szanalási intézkedést, de utólag ebben az esetben is független értékelőt kell megbízni a szanalási hatóság saját számításainak felülvizsgálatával (ún. utólagos, végleges értékelés). A vagyonertertelések önálló típusa az a független értékelés, melynek célja annak megállapítása, hogy a tulajdonosok és a hitelezők hogyan jártak volna, ha az érintett intézmény nem szanalás, hanem felszámolás alá kerül. Jogszabályi előírás ugyanis, hogy a szanalással a tulajdonosok és a hitelezők nem járhatnak rosszabbul a felszámolási szcenárióhoz képest. Ha valamely tulajdonos vagy hitelező esetén a független értékelés azt az eredményt hozza, hogy számukra a felszámolás kedvezőbb eredménnyel járt volna, akkor a különbözetre igényt tarthatnak, melyet a Szanalási Alap fizet meg részükre.

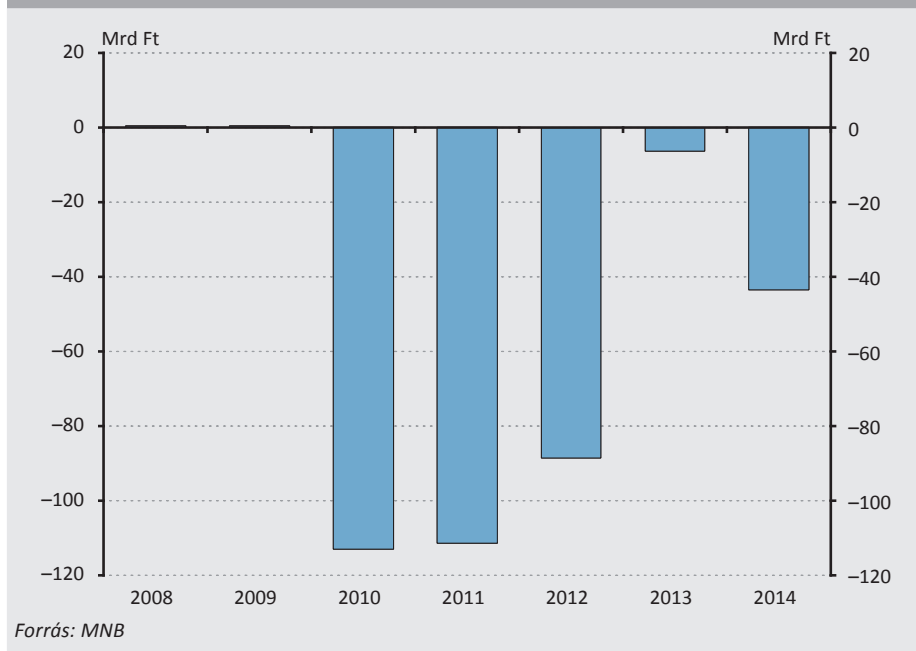
Az új funkció szabályozásának kialakítását követő néhány hónapon belül, már 2014 decemberében szembesülhettünk az első olyan helyzettel, melynek hatékony kezelésére csak a szanalási eszköztár kínált lehetőséget.

3. Az MKB Bank állam általi megvétele, majd szanálása alá vonása

A pénzügyi válság hatására jelentősen lecsökkent a hazai bankok hitelezési hajlandósága. A fenntartható gazdasági növekedés biztosításához – többek között – szükség volt arra, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer ismét működőképes legyen, amihez erős és hitelezésben aktív bankok kellenek. Ennek a stratégiai célnak az elérése a bankrendszer jelentős átalakítását kívánta meg. A bankrendszer szükségszerű konszolidációja lassan haladt előre, aktív állami szerepvállalás vált szükségessé. A bankpiacot kivárás jellemezte, a bankok mérlegében lévő kockázatok miatt nem voltak felvásárlások, nem jelentek meg új szereplők. Emiatt az államnak kellett a katalizátor szerepét betöltenie a tulajdonosi struktúra átalakításában.

A 2007-2008-as pénzügyi válság kitörését követően az MKB Bank, döntően a piaci átlag feletti piaci részarányú és rendkívül rossz minőségű ingatlan-projekthitel kitettsége miatt az egyik legjelentősebb veszteséget szenvedte el a hazai bankok között. Mindemellett tulajdonosa, a Bayerische Landesbank is állami támogatásra szorult, a bajor állam 2008-ban 10 milliárd eurós támogatással mentette ki a Bayerische Landesbankot a pénzügyi válságból³, ezért az EU Bizottságával kötött átszervezési

1. ábra
Az MKB Bank adózás utáni eredménye
(2008-2014)



³ Európai Bizottság (2008): State aid: Commission approves state support for BayernLB http://europa.eu/rapid/press-release_IP-08-2034_en.htm

megállapodás értelmében egyszeri halasztás után, 2016 végéig értékesítenie kellett magyar leányvállalatát⁴.

A veszteségek miatt az MKB Bank tőkéjét a tulajdonosnak folyamatosan pótolnia kellett, és pótolta is, mégis előfordult, hogy a tőkeszint a minimális szabályozó szint alá süllyedt. A Bayerische Landesbank az MKB Bank hitelezési aktivitását, valamint a hosszú távú működést támogató fejlesztéseket is visszafogta, a gazdaság növekedéséhez nem tudott hozzájárulni. Mindez abba az irányba mutatott, hogy a tulajdonosok az MKB Bank hosszú távú működtetésére nem lesznek kellően elkötelezettek.

Az állam – elsősorban pénzügyi stabilitási szempontokat figyelembe véve – felismerte, hogy az MKB Bank megvásárlásával egy nyomott áron eladó, átalakítás után értékesíthető és a hitelezésben aktív szerepet vállaló bankhoz juthat (Nagy 2016). A vételár alakulásában döntő szerepe volt az MKB Bank jelentős piaci részarányt kitevő ingatlanprojekthitel-állomány veszteségtermelésének és a bank nem hatékony működésének.

1. táblázat							
Az MKB Bank mérlegfőösszeg és ingatlan-projekthitel szerinti piaci részesedése, valamint a bankrendszer és az MKB Bank költség/bevétel mutatója, (2008-2014)							
Mutató	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
MKB piaci részaránya a bankrendszerhez							
Mérlegfőösszeg	9%	10%	10%	9%	9%	7%	7%
Ingatlan projekthitel	36%	39%	40%	37%	36%	33%	33%
Üzemi költség/üzemi bevétel							
MKB Bank	60%	45%	67%	87%	86%	76%	60%
Bankrendszer	51%	43%	43%	40%	49%	42%	42%
Forrás: Az MNB adatai alapján számítva							

Az MKB Bank alapos átvilágítását követően az állam negatív áron vásárolta meg a bankot, amivel fedezetet teremtett az akkor várható további értékvesztésekre is, illetve elkerülte az adófizetők pénzének bankvásárlásra fordítását. Ez a gyakorlatban azt jelentette, hogy a vásárlás során kialakult 55 millió eurós vételár (17 milliárd forint) feltétele volt, hogy a Bayerische Landesbank engedje el az MKB Bank számára nyújtott még esedékes 100 millió eurós (31 milliárd forint) kölcsönt, illetve a még fennálló 170 millió eurós (53 milliárd forint) alárendelt kölcsöntöke visszafizetését. Így az állam a bankot valójában negatív értéken, –215 millió euróért (–67 milliárd forintért) vette meg. Az így keletkezett rendkívüli eredmény, ami az eredménytartalékba került, részben stabilizálta a bank tőkepozícióját. Bizonytalan, hogy ez a mértékű feltőkésítés a vásárlásban megnyilvánuló állami szerepvállalás hiányában megvalósult volna-e.

⁴ Európai Bizottság (2012): State aid: Commission approves restructuring aid to BayernLB subject to repayment of €5 billion of aid http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-847_en.htm

2014 decemberében az európai eszközminőségi vizsgálat (Asset Quality Review – AQR) eredményének ismeretében vált egyértelművé, hogy a jelentős értékvesztés-hiánnyal küzdő és – külső beavatkozás hiányában – 12 hónapon belül várhatóan fizetéképtelenné váló MKB Bank tartós életképességének helyreállítására a magyar pénzügyi stabilitás megóvása érdekében az egyetlen gyors és hatékony, közpénz felhasználása nélküli lehetséges megoldás az új szanálási eszköztár bevetése.

A fenti körülmények következtében 2014 végére az MNB értékelése alapján a 2.1. fejezetben szereplő mindhárom szanálási feltétel fennállt, tehát a bank beavatkozás nélkül valószínűleg fizetéképtelenné vált volna egy éven belül, és ezt a helyzetet a nagy valószínűséggel a szanáláson kívül más eszközzel nem lehetett volna elhárítani, valamint a szanálást közérdek indokolta. A szanálási feltételek megállapításakor az MNB a rendelkezésre álló idő rövidege miatt ideiglenes értékelést végzett, amely alapul szolgált a szanálási akciótervben meghatározott szanálási intézkedések végrehajtásához, és amelyet egy kirendelt független értékelő által készült utólagos, végleges értékelés megerősített.

4. A szanálási akcióterv és annak végrehajtása

A szanálás lefolytatásához az MNB-nek szanálási akciótervet kellett készítenie, amely tartalmazta a szanálási célok eléréséhez szükséges szanálási és reorganizációs intézkedéseket és alkalmazásuknak tervezett menetét, valamint a szanálás finanszírozási tervét, a Szanálási Alap várható hozzájárulását.

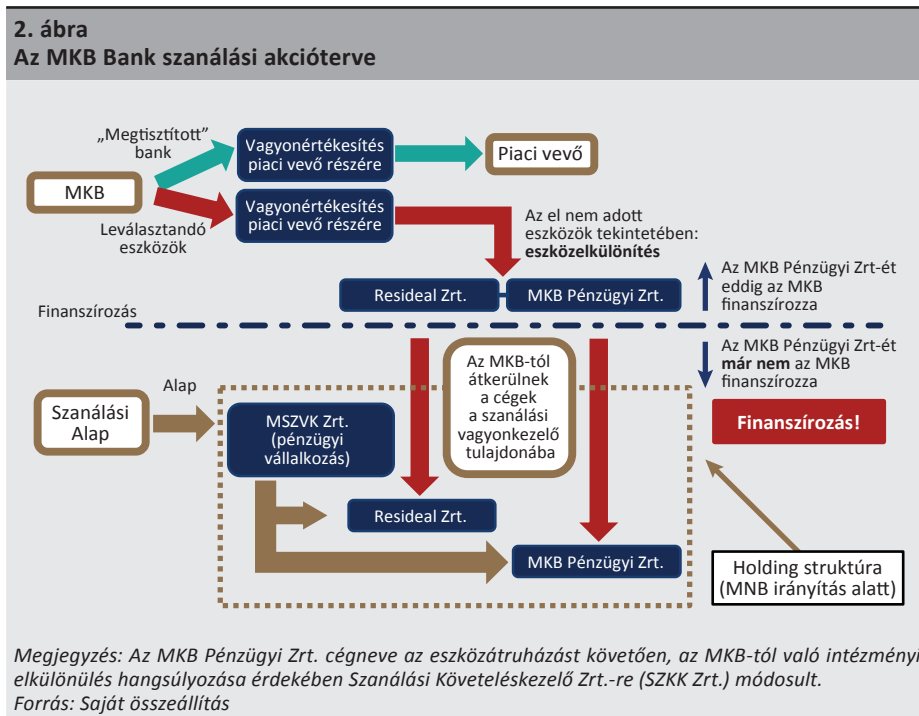
4.1. A szanálási akcióterv szerkezete és a szanálási célok

A pénzügyi közvetítőrendszer egyes szereplőinek biztonságát erősítő intézményrendszer továbbfejlesztéséről szóló 2014. évi XXXVII. törvényben (továbbiakban: Szantv.) meghatározott szanálási célok közül az MNB az alábbi, egyenrangú szanálási célok elérését kívánta érvényre juttatni az MKB Bank szanálásával kapcsolatban:

- az állam által bármilyen formában nyújtható rendkívüli pénzügyi támogatás szükségességének és felhasználásának minimalizálása révén a közpénzek védelme;
- a kritikus funkciók ellátásbeli folytonosságának biztosítása;
- a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitását veszélyeztető hatások kialakulásának kiküszöbölése vagy a kialakult hatások megszüntetése;
- a betétbiztosítási rendszer – ideértve az Országos Betétbiztosítási Alap – által biztosított betétek és a befektetés védelmi rendszer – ideértve Befektető-védelmi Alap – által biztosított befektetések védelme;
- az ügyfelek pénzeszközeinek és vagyonának védelme; valamint a betétesek és befektetők bizalmának fenntartása a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitása érdekében.

A szanalási akcióterv az alábbi, egymásból következő lépések végrehajtásával kívánta elérni a fenti szanalási célokat.

- az MKB Bank működésének racionalizálása, a csoportszintű befektetések átalakítása, működési költségek lefaragása, a hatékonyság javítása, és ezáltal a jövedelmezőség helyreállítása;
- a szanalás elrendeléséhez vezető problémák kialakulását okozó eszközök leválasztása a mérlegből vagyontértékesítés és eszközelkülönítés szanalási eszköz alkalmazásával;
- majd a folyamat végén az MKB Bank piaci feltételek mellett történő értékesítése (vagyontértékesítés szanalási eszköz alkalmazásával).



4.2. Reorganizációs intézkedések és vagyontértékesítés

Az MKB Bank hosszú távú életképességének helyreállítása és egy válságálló bank alapjainak megteremtése érdekében a szanalás elrendelését követően haladéktalanul megkezdődött – a szanalási akciótervvel összhangban – a szanalási és reorganizációs intézkedések végrehajtása.

A szanálási célok és intézkedések megfelelő érvényre juttatása érdekében az MNB a szanálási jogosultságokat a szanálás elrendelését követően négy szanálási biztoson keresztül gyakorolta. A szanálási biztosok az MKB Bank igazgatóságának és közgyűlésének jogkörében jártak el az MNB által meghatározott keretek között. A szanálási eljárás és a reorganizáció tervek szerinti alakulása lehetővé tette, hogy az MNB 2015 júliusában visszahívja a kirendelt szanálási biztosokat (*MNB 2015a*). Ezzel egyidejűleg az MKB Bank megújult igazgatósága ismét jogosultságot szerzett az igazgatósági jogkörök gyakorlására, azzal együtt, hogy a tulajdonosi jogokat továbbra is az MNB gyakorolta a Pénzügyi Stabilitási Tanácson keresztül.

A reorganizáció keretében leépítésre kerültek az MKB Bank kereskedelmi banki alaptervekenységét nem szolgáló, veszteséget termelő és tőkét túlzottan lekötő üzletágak. Az átalakítási program első lépéseként még 2014 decemberében az MKB Bank értékesítette majdnem teljes kisebbségi részesedését az MKB biztosítótársaságokban a többségi tulajdonos Versicherungskammer Bayern részére, a veszteséges működés miatt szükséges további tőkeinjekciók elkerülése érdekében. Az MKB Bank egy százalék tulajdoni részesedést megtartott, mindemellett az exkluzív stratégiai együttműködés továbbra is folytatódik.

A leányvállalatok átalakítása keretében rendezésre került az Euroleasing cégcsoport tulajdonosi szerkezete. A felek megállapodása alapján a cégcsoport szétválásával az MKB Bank 100 százalékos tulajdonába kerültek a gépjármű-finanszírozási üzletágat alkotó cégek, a társtulajdonos pedig átvette a gépjármű-kereskedelemmel, biztosításközvetítéssel foglalkozó cégeket. A megállapodás alapján a flottakezeléssel foglalkozó MKB-Euroleasing Autópark Zrt. közös értékesítésre került. A szétválasztási folyamat teljes lezárultát követően az MKB Bank tőkehelyzete javult, jelentős potenciális veszteséget sikerül elkerülni, miközben az MKB Bankhoz került cégek irányítási jogainak átvétele hozzájárult ezen cégek értékének növekedéséhez, ami végső soron az MKB Bank kedvezőbb feltételekkel történő értékesítését is elősegítette.

A reorganizáció keretében sor került az MKB Bank működésének racionalizálására és a felesleges költségtényezők megszüntetésére, így többek között a fiókok számának csökkentésére, a szervezeti struktúra és a vezetői pozíciók számának racionalizálására, a szállítói szerződések felülvizsgálatára. A középtávú jövedelmezőség biztosítása érdekében 2015-ben elindított, átfogó, 20 százalékos költségcsökkentési program teljes hatása 2016 végéig fog megjelenni.

Kiemelt figyelmet kapott továbbá az MKB Bank középtávú stratégiájának meghatározása. Ennek keretében megkezdődött a kockázatkezelés módszertanának és informatikai hátterének fejlesztése, egy központi üzleti támogató terület kialakítása, a termékportfólió felülvizsgálata, az ügyfélkapcsolatok elmélyítése tanácsadói jellegű szolgáltatásokkal, a befektetési szolgáltatások fejlesztése és a digitális banki szolgáltatások feltételeinek kialakítása.

A szanalási akcióterv szerint az MKB Bankról leválasztásra kijelölt eszközöket (hitelköveteléseket) először az átláthatóság és a minél magasabb vételár elérése érdekében a vagyonértékesítés szanalási eszköz alkalmazásával kellett értékesíteni a piacon, így megfelelően érvényre juthatott a lehetséges vevőként számba vehető piaci szereplők hatósági kényszertől mentes, rossz eszközök vételére irányuló akarat. A fennmaradó, piacon nem értékesíthető eszközök kerültek az eszközelkülönítés keretében leválasztásra. A vagyonértékesítés esetén a Szantv. az alábbi szigorú eljárási követelmények betartását írja elő:⁵

- a) az értékesítésnek a lehető legátláthatóbbnak kell lennie, figyelembe véve a körülményeket és különösen a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitása fenntartásának szükségességét;
- b) az értékesítés során kizárólag objektív szempontok alapján tehető megkülönböztetés a lehetséges átvevők között;
- c) egyik lehetséges átvevő sem juthat tisztességtelen piaci előnyhöz az értékesítés révén;
- d) az értékesítés során figyelembe kell venni a szanalási intézkedés gyors végrehajtásának szükségességét, és a szanalási célok megvalósulásának lehető legteljesebb biztosítását;
- e) az értékesítés során az intézményben lévő tagsági részesedés, illetve eszközök és források értékesítési árának maximalizálására kell törekedni, figyelembe véve a szanalási célokat is;
- f) nem állhat fenn összeférhetlenség.

A piaci értékesítés több irányban zajlott. Nemzetközi szinten elismert tanácsadó cég közreműködésével lebonyolított nyílt piaci eljárásban befektetők pályázhattak a leválasztandó portfólió csomagban, illetve egyedi ügyletek szintjén történő megvásárlására. A potenciális befektetők adatszobán keresztül ismerhették meg a leválasztandó portfólió elemeit, és tehettek vételi ajánlatot. Szindikált hitelpartnerekkel is folytak egyeztetések az MKB Bank meghatározott ügyletekben fennálló részesedéseinek értékesítésére a vagyonértékesítés szanalási eszköz alkalmazásának elősegítése céljából.

Az MNB-nek az MKB Bank esetében a fenti feltételek figyelembe vételével összesen 130 milliárd forint bruttó kitettséget jelentő állományt sikerült közel 100 milliárd forintos vételáron értékesítenie piaci szereplők részére a vagyonértékesítés szanalási eszköz alkalmazásával. A Szantv. adta lehetőséggel élve egy esetben került sor szindikált hitelezőpartner részére történő értékesítésre az ármaksimalizálás elérése

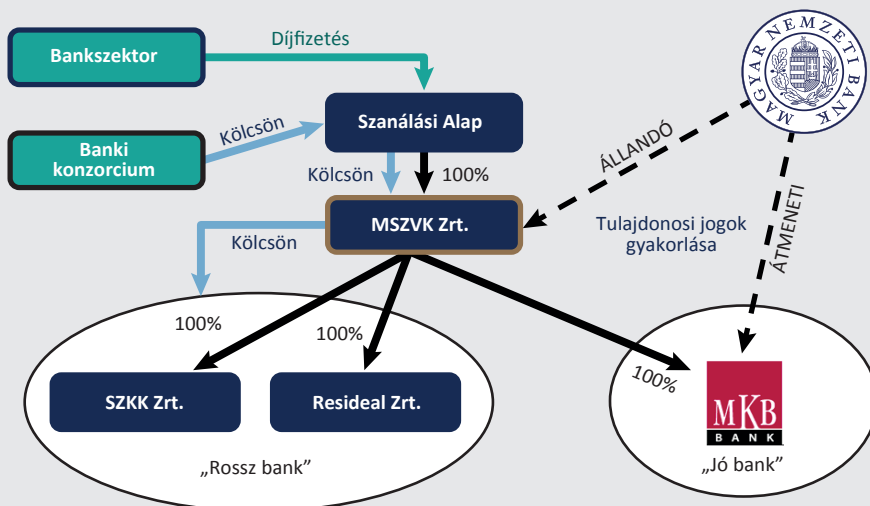
⁵ Szantv. 42. § (2) bekezdés

érdekében. Nyílt értékesítésre ebben az esetben azért nem került sor, mert a portfólió átruházásának elmaradása jelentősen hátráltatta volna a vagyontértékesítés hatékonyságát, mivel más átvevő számára jelentőséggel nem bíró rossz eszközök szükségszerűen alacsonyabb értéket képviseltek volna, az ügyletek együttesen az eszközök összefüggő csoportjának minősülnek, így azok a szindikált hitelpartnernek számára szükségszerűen nagyobb értéket jelentenek, mint más piaci szereplő számára. Az MNB eljárása teljes mértékben összhangban volt a Szantv. és az európai uniós jog vonatkozó rendelkezéseivel, amelyek több esetben is eltérést engednek a fenti szigorú feltételektől, így – többek között – ha az említett követelményeknek való megfelelés alááná a vagyontértékesítés szanálási eszköz hatékonyságát (MNB 2015b).

4.3. A toxikus, piacon nem értékesíthető eszközállomány hatósági úton történő leválasztása

A piacon nem értékesíthető eszközök az eszközelkülönítés szanálási eszköz alkalmazásával kerültek az MKB Bankról leválasztásra és szanálási vagyongazdálkodóhoz (Magyar Szanálási Vagyongazdálkodó Zrt., a továbbiakban MSZVK Zrt.) átruházásra, az alábbi folyamat szerint:

3. ábra
Az eszközelkülönítés alkalmazása



Forrás: Saját összeállítás

Az eszközelkülönítés során az MNB figyelembe vette az alkalmazás törvényi feltételeinek teljesülését⁶:

- a) az érintett eszközök piacán olyan helyzet áll fenn, amelyben az eszközök vagyoneértékesítési eszköz útján történő értékesítése hátrányosan érinthetne egy vagy több pénzügyi piacot;
- b) az átruházás a szanálás alatt álló intézmény vagy áthidaló intézmény megfelelő működésének biztosításához szükséges; vagy
- c) az átruházás az értékesítésből, végelszámolásból és felszámolásból származó bevételek maximalizálásához szükséges.

A szanálási vagyongazdálkodó mint sajátos piaci szereplő

A szanálási vagyongazdálkodó egy sajátos státusszal rendelkező pénzügyi intézmény, mely csak az állam vagy a Szanálási Alap tulajdonában vagy ellenőrző befolyása alatt állhat, és amelyet azzal a céllal hoznak létre, hogy egy vagy több szanálás alatt álló intézmény vagy áthidaló intézmény eszközeinek, forrásainak, jogainak és kötelezettségeinek egy részét vagy összességét átvegye.

Magyarországon jelenleg egyetlen szanálási vagyongazdálkodó létezik, a pénzügyi vállalkozásként felügyeleti engedéllyel rendelkező MSZVK Zrt.-t, mely a Szanálási Alap 100 százalékos leányvállalataként jött létre 2015 őszén 200 millió forint jegyzett tőkével és 1,8 milliárd forint tőketartalékkal, azzal az elsődleges céllal, hogy az akkor még szanálás alatt álló MKB Banktól átvegye a piaci úton nem értékesíthető, a szanálási akcióterv szerint leválasztandó portfólióelemeket.

Az MSZVK Zrt. azzal a céllal kezeli a hozzá került portfólióelemeket, hogy azok értékét egy későbbi értékesítés útján, vagy más módon maximalizálja. Az MKB Bank szanálását követően az MSZVK Zrt. más hitelintézetek szanálása során is elláthatja a szanálási vagyongazdálkodói szerepkört, így – a mindenkori döntéshozói szándéktól függően – nemcsak rövid távon, hanem közép- és hosszú távon is szolgálhatja a pénzügyi stabilitás fenntartását.

Az MNB koncepciójának megfelelően a szanálási vagyongazdálkodó határozatlan időre jött létre, holdingszerű struktúrában. A holdingstruktúra kialakításával külön leányvállalatok kezelhetik a különböző szanálások során az egyes intézményektől átvett eszközöket, ami erősíti a transzparenciát és mérhetővé teszi az egyes portfóliók

⁶ Szantv. 54. §.

teljesítményét. Emellett jelentős költséghatékonyságot is jelent a struktúra, hiszen a közös szolgáltatásokat (pl. számvitel, HR, beszerzés, üzemeltetés) ki lehet szervezni a holding-anyavállalathoz (MSZVK Zrt.), illetve az ingatlankezelést a holding alá tagozódó ingatlankezelőhöz.

Az MSZVK Zrt. működésének és a leválasztandó portfólióért az MSZVK Zrt. által az MKB Banknak fizetendő vételár biztosításához szükség volt a Szanálási Alap segítségével (lásd a keretes írást).

A Szanálási Alap szerepe az MKB Bank szanálásának finanszírozásában

A Szanálás Alap (a továbbiakban: Alap) 2014 nyarán jött létre önálló jogi személyként, azzal a céllal, hogy a szanálási műveletekhez szükséges forrásokat biztosítsa.

Az Alap fő bevételét – az Országos Betétbiztosítási Alaphoz és a Befektetővédelmi Alaphoz hasonlóan – a piaci szereplők befizetései jelentik, a hitelintézetek és a befektetési vállalkozások kockázat alapú éves díjat fizetnek. Az Alapnak 10 év alatt kell elérnie a jogszabályok által meghatározott célszintjét (2014-2024 között nagyságrendileg 82 milliárd forint). Előfordulhat azonban, különösen a feltöltési szakasz kezdetén, hogy a szanálás végrehajtásához szükséges összeg nem áll rendelkezésre az Alapban, ezért a jogszabály lehetővé teszi, hogy az Alap feladatai végrehajtásához hitelt vegyen fel, vagy kötvényt bocsásson ki.

Az Alap az MKB Bank sikeres szanálásához több alkalommal és többféle módon járult hozzá. Egyrészt 2015 őszén, a Magyar Szanálási Vagyonkezelő Zrt. (MSZVK Zrt.) alapításakor a 2 milliárd forintnyi alapítói tőkejuttatással megteremtette az egyik létfontosságú előfeltételét az MKB Bankról szanálási eszközökkel leválasztandó portfólió fogadásának, másrészt 2015 decemberében az eszközelkülönítéshez és a vagyonértékesítéshez szükséges, közel 100 milliárd forintnyi külső finanszírozást is biztosította, amelynek segítségével az MSZVK Zrt. képes volt az MKB Banktól megvásárolni a leválasztott portfóliót.

Az MSZVK Zrt. alapításához szükséges kiadásokra még volt fedezete az Alapnak a piaci intézmények 2014 óta felhalmozott befizetéseiből, azonban a leválasztott portfólió vételárának biztosításához már külső forrást kellett bevonnia. Az Alap igazgatótanácsa vizsgálta a kölcsönfelvétel és a kötvénykibocsátás lehetőségét, ajánlatokat kért be a piaci szereplőktől, majd minden releváns körülményt mérlegelve a hitelfelvétel mellett döntött. A legkedvezőbb ajánlatot benyújtó K&H Bank Zrt. kapott konzorciumalapítási megbízást, melynek

eredményeképpen az Erste Bank Hungary Zrt., a K&H Bank Zrt., az OTP Bank Nyrt. és az UniCredit Bank Hungary Zrt. alkotta konzorciummal kötött az Alap finanszírozási megállapodást⁷, majd a felvett hitelt továbbadta 100 százalékos leányvállalatának, az MSZVK Zrt.-nek.

A fentiek jól mutatják, hogy az Alap az MKB Bank szanálása során megfelelően ellátta jogszabályi feladatát, és adófizetői pénzek bevonása nélkül, részben a felhalmozott befizetésekből, részben külső piaci forrásból biztosította a szanáláshoz szükséges összegeket. A Szanálási Alap hatékony közreműködése nélkül az MKB Bank szanálása nem lett volna megvalósítható.

Az eszközelkülönítés szanálási eszköz alkalmazásakor szintén kiemelt szerep jutott az MNB által kirendelt független értékelők által végzett utólagos, végleges értékeléseknek, amelyek alapján meghatározásra került az MKB Banktól leválasztásra kijelölt portfólióelemek egyedi és portfóliószintű piaci értéke. Az MKB Bank vagyoneértékesítés szanálási eszköz keretében nem értékesíthető bruttó 214 milliárd forint értékű eszközei két lépcsőben kerültek az MKB Banktól leválasztásra. Először az MKB Bank kizárólagos tulajdonában álló MKB Pénzügyi Zrt.-hez (követelések) és Resideal Zrt.-hez (ingatlanok) kerültek átadásra, majd e két leányvállalat által kibocsátott részvények, valamint a Banknak az MKB Pénzügyi Zrt.-vel szemben fennálló hitelkövetelése az MSZVK Zrt.-hez került átruházásra az eszközelkülönítés keretében (MNB 2015c). Az MKB Pénzügyi Zrt. cégneve az eszközátruházást követően, az MKB-tól való intézményi elkülönülés hangsúlyozása érdekében Szanálási Követeléskezelő Zrt.-re (SZKK Zrt.) módosult.

Az MKB Bank az átruházott eszközökért a kedvezőtlen piaci körülményekből származó alacsony piaci értéküket 32 milliárd forinttal meghaladó ellenértékhez (tényleges gazdasági érték – a bruttó könyv szerinti kitettség 45 százaléka) jutott annak érdekében, hogy tőkehelyzete stabilizálódjon. Az átruházott eszközökért kapott ellenérték és azok piaci értékének a különbözete az európai uniós jog alapján állami támogatásnak minősül, amelyet az Európai Bizottság 2015 decemberében a belső piaccal összeegyeztethetőnek minősített a benyújtott szerkezetátalakítási terv és az intézmény vonatkozásában tett kötelezettségvállalások alapján (Európai Bizottság 2015).

⁷ A Szanálási Alap által felvett konzorciális hitelért a *Szantv. 133. § (5)* bekezdése alapján az állam készfizető kezesként felel a Kormány által jóváhagyott összegig. Az érintett hitelügyletre vonatkozó kormánydöntés az „1861/2015. (XII. 2.) Korm. határozat az MKB Bank Zrt. szanálása tekintetében felmerülő állami szerepvállalásról” (Magyar Közlöny 2015), mely legfeljebb 45 500 millió forint és 166,9 millió euró összegű hitel felvételére vonatkozik és az állam részére fizetendő kezességvállalási díjat is meghatároz. Míg az Országos Betéttbiztosítási Alap és a Befektető-védelmi Alap hitelfelvételéhez jogszabály alapján járó állami készfizető kezesség vállalásáért az államnak nem jár ellentételezés, a Szanálási Alap díjat fizet az államnak az ilyen típusú biztosíték nyújtásáért. Az állami költségvetés tehát nem finanszírozta a Szanálási Alapot és az MKB Bank szanálását, hanem jogszabályi kötelezettség alapján készfizető kezes volt a forrásbevonásnál, amiért anyagi ellentételezést kap, tehát jövedelmet realizál az ügyleten.

Állami támogatások (State aid) európai uniós keretrendszere⁸

Állami támogatás nyújtása főszabály szerint tiltott, azonban bizonyos típusú támogatások a belső piaccal összeegyeztethetőnek tekinthetők, ennek megítélésre az EU Bizottsága kizárólagos hatáskörrel rendelkezik. Egy intézkedés európai uniós jogi értelemben vett állami támogatásnak minősül, ha

- 1) valamely vállalkozást/terméket szelektív előnyben részesít,
- 2) az állam által ellenőrzött forrásból származik,
- 3) torzítja a versenyt, vagy azzal fenyeget, és
- 4) érinti a tagállamok közti kereskedelmet.

A Szanálási Alap, valamint az OBA eszközeinek válságkezelési célú felhasználása, ideértve a szanálási vagyongazdálkodón keresztül nyújtott támogatást is – a Bizottság által kiadott irányadó közlemény (*Európai Bizottság 2013⁹, 64. pont*) szerint – állami támogatásnak minősül.

Hitelintézetnek nyújtandó állami támogatást a Bizottság akkor tekint a belső piaccal összeegyeztethetőnek és ebből következően akkor hagyja jóvá annak nyújtását, ha az valamely tagállam gazdaságában bekövetkezett komoly zavar megszüntetésére szolgál. Az állami támogatás jóváhagyásához szerkezetátalakítási tervet kell benyújtani a Bizottsághoz, amelynek tartalmaznia kell, hogy az intézmény milyen módon kívánja a problémákhoz vezető okokat megszüntetni és biztosítani a hosszú távú, állami támogatások nélküli életképességhez történő visszatérést. A Bizottság abban az esetben nyilvánítja a belső piaccal összeegyeztethetőnek és így megengedettnek az állami támogatást, ha az intézmény tulajdonosai és hitelezői megfelelő mértékben viselik az intézménynél felmerült veszteségeket, valamint az intézményre vonatkozóan olyan magatartásbeli és szerkezetátalakítási kötelezettségeket vállalnak, amelyek megvalósítása lehetővé teszi az intézmény problémáihoz vezető okok kiküszöbölését, és az állami támogatás nyújtotta előnyből származó esetleges versenytorzító hatásokat minimalizálják.

⁸ Az Európai Unió Működéséről szóló Szerződés 107-109. cikke által, valamint ezek alapján megalkotott vagy elfogadott uniós jog aktusok – többek között rendeletek, iránymutatások és közlemények – által létrehozott keretrendszer

⁹ „A bankokról szóló közlemény”

Az MSZVK Zrt. által a társasági részesedésekért fizetett ellenérték azért minősül állami támogatásnak, mert az MSZVK Zrt. közigazgatási hatósági irányítás alatt álló intézmény, így a forrás felhasználásakor nem kizárólagosan piaci, hanem legalább bizonyos mértékben állami szempontok érvényesültek. Ahogy fentebb kifejtésre került, az állami támogatás összege nélkülözhetetlen az MKB Bank tőkehelyzetének helyreállításához és ahhoz, hogy annyi saját tőkéje legyen, ami – az új üzleti tervre is tekintettel – elegendő arra, hogy a veszteséges működés helyett jövedelmező működést folytasson. A piaci árnál magasabb vételár ellentételezéseként az MNB a Bizottság határozata alapján az MKB Bank által kibocsátott valamennyi részvényt – a későbbi piaci értékesítés kötelezettsége mellett – az MSZVK Zrt.-re ruházta át, amely így az MKB Bank kizárólagos tulajdonosává vált.

A szanalási keretrendszer egyik meghatározó alapelve, hogy az intézmény felmerülő veszteségeit elsődlegesen saját tulajdonosaiknak kell viselniük.¹⁰ Az Európai Unió Bizottsága az állami támogatások értékelése tekintetében kialakított gyakorlata alapján egy intézmény csak úgy részesülhet állami támogatásban, ha a tulajdonosa – jelen esetben a Magyar Állam – megfelelő arányban, vagyis a lehető legnagyobb mértékben részt vesz az MKB Bank veszteségeinek viselésében. A Bizottság közleménye szerint a támogatást a szükséges minimumra kell korlátozni (*Európai Bizottság 2009, 22. pont*), a támogatás kedvezményezettjének (jelen esetben az MKB Banknak) pedig megfelelő mértékben hozzá kell járulnia a szerkezetátalakítási költségekhez, és a lehetséges mértékig a tulajdonosokkal együtt saját forrásból kell finanszíroznia az átalakítást (*Európai Bizottság 2013, 15. pont*). A megfelelő teherviselést rendszerint először az elsődleges alapvető tőkéből (CET1 tőkéből) kell biztosítani (*Európai Bizottság 2013, 41. pont*). Ennek elégtelensége esetén a tőkehiány csökkentését a kiegészítő alapvető (AT1 tőke), majd a járulékos tőkeelemekből (T2 tőke) történő pótlással kell folytatni ezek veszteségviselő képességének erejéig. Tekintettel azonban arra, hogy az MKB Bank tőkéje kizárólag CET1 tőkéből állt, és így AT1 és T2-ből történő veszteségcsökkentésre nem volt lehetőség, az MKB Bank tulajdonosa általi megfelelő teherviselés az MKB Bank által kibocsátott, a Magyar Állam kizárólagos tulajdonában álló összes részvénynek az állami támogatást nyújtó MSZVK Zrt.-re történő, az állami támogatás folyósításával egy időben, jelképes ellenérték fejében történő átruházásával lehetett biztosítani. Az EU Bizottsága határozatában rögzíti, hogy az MKB Bank tulajdonosa (Magyar Állam) a lehető legnagyobb mértékben hozzájárult a terhek viseléséhez.

A fenti reorganizációs és szanalási intézkedésekkel az eltervezetteknek megfelelően megvalósult az MKB Bank portfóliójának megtisztítása, továbbá a hosszú távú életképesség és jövedelemtermelő-képesség helyreállításának megalapozása. A Bizottság rögzítette, hogy az eszközkülönítés szanalási eszköz alkalmazása összhangban áll a Bizottság vonatkozó közleményeivel és a döntő részben 2019 végéig vállalt kötelezettségvállalások megfelelő biztosítékot nyújtanak az állami támogatásból eredő versenytorzító hatások korlátozására.

¹⁰ Szantv. 20. § (1) bekezdés a) pont

Az MKB Bank vállalásai a szerkezetátalakítási tervhez kapcsolódóan

Az MKB Bank szerkezetátalakítási terve végrehajtásának biztosításán túl a magyar hatóságok – a vonatkozó EU-s versenyjogi szabályozással és a kapcsolódó joggyakorlattal összhangban – azt is vállalták az EU Bizottság felé, hogy a következő **vállalások** (*commitments*) betartását is kikényszerítik **az MKB Bank és leányvállalatai vonatkozásában**:

1. A veszteséget generáló üzletágak értékesítése;
2. A kereskedelmi ingatlanok hitelezésének megszüntetése és a meglévő állomány jelentős mértékű leépítése;
3. Lakossági devizahitelezés tilalma, vállalati devizahitelezés csak természetes fedezettség esetén lehetséges;
4. Költségcsökkentés;
5. A kockázatkezelési rendszerek fejlesztése;
6. Osztalékfizetési tilalom;
7. Bizonyos befektetések korlátozása (pl. alacsony hitelminősítési értékpaírok vásárlásának tilalma);
8. Az MKB Bank részvényeinek szabályozott piacra történő bevezetése;
9. A mérlegfőösszeg és a kockázattal súlyozott eszközérték (*risk-weighted assets – RWA*) növekedésének korlátozása;
10. Bizonyos összeghatár feletti felvásárlások korlátozása (ilyeneknél az EU Bizottsága egyedi engedélyre szücséses);
11. A marketingkiadások meghatározott szint alá szorítása;
12. Az állami támogatásra történő hivatkozás tilalma a hirdetésekben;
13. Javadalmazási plafon (az állami támogatás visszafizetéséig);
14. Az MKB Bank részvényei 100 százalékának értékesítése 2016. június 30-ig;
15. Az agresszív kereskedelmi gyakorlat tilalma;
16. A vállalások teljesítését nyomon követő megbízott (*Monitoring Trustee*) megbízása a szerkezetátalakítási időszak idejére;
17. A szerkezetátalakítási terv változásainak bejelentése (*re-notification*) az EU Bizottság felé.

A vállalások részletes ismertetése megtalálható a Bizottság döntésének nyilvános változatában (*Európai Bizottság 2015:28-33, 1. melléklet*).

4.4. Az MKB Bank értékesítése

Miután az MKB Bank a vagyoneértékesítés és eszközkelkülönítés szanalási eszközökkel megszabadult toxikus eszközállományától, valamint a végrehajtott reorganizációs intézkedések is hozzájárultak megerősödéséhez, a részvényeinek piaci értékesítése a Bizottság határozatában előírt feltételek szerint – nyílt, átlátható, versenyfeltételeket alkalmazó, hátrányos megkülönböztetéstől mentes és az európai uniós versenyjogi értelemben vett állami támogatásokra vonatkozó előírásoknak megfelelően – zajlott le.

A fenti feltételek teljesítését támogatta, hogy az értékesítési folyamatot a Bizottság által kiválasztott Monitoring Trustee, a Bizottság által támasztott elvárások érvényesülését vizsgáló független tanácsadó cég felügyelte. Az MKB Bank részvényeinek értékesítéséhez az MNB igénybe vette egy, a bankok értékesítésében jártas globális befektetési bank segítségét. Az értékesítés előkészítése során több tucat szakmai, banki és egyéb befektető került közvetlen megkeresésre nyílt eljárásban. A folyamat közben, a befektetői tárgyalások során láthatóvá vált, hogy banki szereplők nem mutattak érdeklődést, elsősorban tőkealapok voltak hajlandók részletesen átvizsgálni a bankot, illetve vételi ajánlatot tenni.

Az átláthatóság érdekében az ajánlattevőkkel kapcsolatos eladói elvárásokat, illetve a vevők által kért információkat az MKB Bank egy minden ajánlattevő által látható, úgynevezett virtuális adatszobán keresztül osztotta meg a vételi szándékukat kifejező érdeklődőkkel.

Az ajánlatok elbírálásánál az MNB számára az eladási ár maximalizálása bírt a legnagyobb jelentőséggel, miközben pénzügyi stabilitási szempontokat is figyelembe vett azzal, hogy a vevőkkel szemben minőségi kritériumokat állított fel, illetve jelentős, az MKB Bank jövőbeni tőkemegfelelését és stabilitását támogató vállalásokat követelt meg a vevőktől. Az MNB tehát az értékelés során két szempontnak történő megfelelést vett figyelembe: (1) a piaci magánbefektetői szemléleten alapuló ármaximalizálást elsődleges szempontnak tekintő állami támogatások EU-s keretrendszerének történő megfelelést és (2) az ár mellé a pénzügyi stabilitási érdekeket felsorakoztató szanalási hatósági szemléletet. Az értékelési szempontrendszerben a két szemléletet egyszerre kellett érvényesíteni. Ennek érdekében egy külső tanácsadó cég arra kapott megbízást, hogy a nyertes ajánlattevő kiválasztási szempontjainak kidolgozásában a nemzetközi gyakorlati tapasztalatok beépítésére vonatkozó tanácsadással vegyen részt, ezzel is biztosítva a diszkriminációmentes eljárást. Az összegzett legjobb nemzetközi tapasztalatok felhasználásával kialakított értékesítési eljárás egyesítette a különféle elvárásoknak való megfelelést.

Kötelező érvényű vételi ajánlatot végül csak tőkealapok tettek, azok közül egyértelműen az ajánlott vételár mértéke bírt döntő jelentőséggel a végleges eredmény tekintetében. A vételár értékelése során figyelembevételre került, hogy az MKB

Bankot az eladás előtt külső tanácsadó is értékelt, egy sávot adva meg piaci értéként. A legjobb ajánlat az értékelési sáv közepénél magasabb volt, és az MKB Bank részére korábban nyújtott állami támogatás értékét is meghaladta.

A fentiek alapján a szanálási intézkedések záró lépéseként az MNB az MKB Bank részvényeit piaci értékesítés keretében, vagyonértékesítés szanálási eszköz alkalmazásával értékesítette. A legjobb ajánlattevő a Blue Robin Investments S.C.A. – METIS Magántőkealap – Pannónia Nyugdíjpénztár konzorciuma volt, így az MKB Bank részvényeit ők szerezték meg 45-45-10 százalékos arányban, a befolyás szerzésének engedélyezését, valamint a 37 milliárd forintos vételár kifizetését követően (*MNB 2016a*). Az értékesítési folyamat során az MNB mint felügyeleti szerv ellenőrizte, hogy a vételi ajánlatot benyújtó társaságok megfelelnek-e a befolyásszerzés jogszabályi követelményének.

5. Az MKB Bank szanálásának zárása – összegzés

Az MKB Bank másfél éves reorganizációja volt az első hazai szanálási eljárás, ráadásul egy rendszerszinten jelentős, országos lefedettségű, nagy, univerzális bank vonatkozásában, amelyet az MNB mint szanálási hatóság – az Európai Unió helyreállítási és szanálási irányelve szerint, globális piaci elismertségnek örvendő tanácsadók bevonásával – eredményesen hajtott végre.

A szanálási eljárásban számos szanálási intézkedést alkalmaztak, de a toxikus eszközök leválasztása kulcsfontosságú volt az MKB Bank fenntartható pályára helyezésében. A Bizottság által elfogadott és 2015 végéig megvalósított portfólió-leválasztás nélkül az MKB Bank belső feltökésítésre szorult volna, a leválasztandó problémás eszközállományt piaci értékre kellett volna leértékelnie, és így tőkeemfelelési mutatója nem érte volna el a jogszabályi minimumot sem. Ebben az esetben az MKB Bank hitelezőinek pénzét is be kellett volna vonni a tőke rendezésbe (bail-in), ami tovább csökkentette volna az MKB Bank értékét. A sikeres portfólió-leválasztással az MNB megvalósította azt a célkitűzését is, hogy a betétesek és a hitelezők pénzének maximális védelme mellett, nekik veszteséget nem okozva kerüljön sor az MKB Bank hosszú távú fenntarthatóságának helyreállítására, működésének stabilizálására és az új tulajdonos részére történő átadására (*MNB 2016b*).

Az MKB Bank értékesítéséből befolyt vételár révén az MSZVK Zrt. vagyona nettó módon 35,2 milliárd forinttal növekedett, mivel a 37 milliárd forint vételárat az adófizetési kötelezettségek és a Szanálási Alap MKB Bank szanálása miatt felmerülő költségei csökkentik, amely így is meghaladja az állami támogatás 32 milliárd forintos összegét, ezért egyidejűleg az állami támogatás is visszafizetésre került a támogatást nyújtó MSZVK Zrt. részére. A Szanálási Alap tulajdonában álló MSZVK Zrt. vagyonának az MKB Bank értékesítésével lehetővé tett növekedése azért bír nagy jelentőséggel, mert a csak két évvel ezelőtt létrejött Szanálási Alap még nem

érte el a jogszabályban előírt feltöltöttségi szintet. Egy újabb szükséges bankmentés esetén ezért külső forrás bevonás válhatna szükségessé. A pénzügyi stabilitás fenntartása érdekében így rendkívüli állami költségek merülhetnének fel, valamint a hitelintézetek és a befektetési vállalkozások Szanálási Alapba fizetett éves díjai is megemelkedhetnének. Továbbá a portfólió átvételével az MSZVK Zrt. olyan eszközökhöz jutott, amelyeket ha sikeresen, a bekerülési érték (tényleges gazdasági érték) feletti megtérüléssel tud hasznosítani, akkor további vagyonnövekedést generálhat a Szanálási Alapnak.

A szanálási intézkedések eredményeként megszűntek az MKB Bank szanálására okot adó körülmények, és a 2016. június 30-án ismert adatok alapján a bank tőkehelyzete stabil, és előretekintve sem várható újabb fizetéseképtelenségi, illetve szanálási helyzet bekövetkezése a következő egy évben. Az MNB mint szanálási hatóság további alkalmazásra váró vagy szükségesnek mutatkozó szanálási intézkedést – minden releváns körülményt figyelembe véve – nem azonosított, erre figyelemmel az MKB Bank szanálási eljárását 2016. június 30. napján megszüntette. A szanálás megszüntetését követően „a piacra teljesen visszahelyezett” MKB Bank felett a tulajdonosi jogokat már nem a szanálási feladatkörében eljáró MNB, hanem az új tulajdonosok gyakorolják. Ezen túlmenően, természetesen a Felügyelet továbbra is folyamatos felügyeletet gyakorol az MKB Bank felett.

A szanálás sikerét elismerve a 2016 júliusában a Moody's Investors Service¹¹ nemzetközi hitelminősítő megerősítette, és stabilról pozitívrá javította az MKB Bank hosszú lejáratú betéti besorolását, továbbá az MKB Bank alapvető hitelbesorolását és partnerkockázati minősítését egy szinttel javította.

Az MKB Bank sikeres szanálása a pénzügyi stabilitásért felelős szervezetek (a Kormány, az MNB, a Szanálási Alap és az MSZVK Zrt.) hatékony együttműködésének eredménye, ami megadja a reményt arra, hogy a szanálási feladatkörében eljáró MNB későbbi bankmentés során is sikerrel tudja majd alkalmazni a szanálási eszköztárat, és a partner szervezetekkel szorosan együttműködve ily módon is képes lesz óvni a pénzügyi stabilitást.

¹¹ Moody's: Completion of MKB Bank's Resolution Is Credit Positive <https://www.moodys.com/credit-ratings/MKB-Bank-Zrt-credit-rating-600018782>

Felhasznált irodalom

Európai Bizottság (2008): *State aid: Commission approves state support for BayernLB*. http://europa.eu/rapid/press-release_IP-08-2034_en.htm, letöltve: 2016. július 15.

Európai Bizottság (2009): *Commission communication on the return to viability and the assessment of restructuring measures in the financial sector in the current crisis under the State aid rules*. [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52009XC0819\(03\)&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52009XC0819(03)&from=EN), letöltve: 2016. július 19.

Európai Bizottság (2012a): *New crisis management measures to avoid future bank bail-outs*. http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-570_en.htm?locale=en, letöltve: 2016. július 11.

Európai Bizottság (2012b): *Javaslat az Európai Parlament és a Tanács irányelvére a hitelintézetek és befektetési vállalkozások helyreállítását és szanálását célzó keretrendszer létrehozásáról és a 77/91/EGK és 82/891/EK tanácsi irányelv, a 2001/24/EK, 2002/47/EK, 2004/25/EK, 2005/56/EK, 2007/36/EK és 2011/35/EU irányelv, valamint az 1093/2010/EU rendelet módosításáról (EGT-vonatkozású szöveg), COM(2012) 280 final, 2012/0150(COD)*. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/HTML/?uri=CELEX:52012PC0280&from=EN>, letöltve: 2016. július 15.

Európai Bizottság (2012c): *State aid: Commission approves restructuring aid to BayernLB subject to repayment of €5 billion of aid*. http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-847_en.htm, letöltve: 2016. július 15.

Európai Bizottság (2013): *Information from European Union Institutions, Bodies, Offices and Agencies*. [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013XC0730\(01\)&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013XC0730(01)&from=EN), letöltve: 2016. július 15.

Európai Bizottság (2015): *State aid SA.40441 (2015/N) – Hungary Restructuring of Magyar Kereskedelmi Bank Zrt.*: http://ec.europa.eu/competition/state_aid/cases/261437/261437_1721348_166_2.pdf, letöltve: 2015. július 15.

FSB (2011): *Financial Stability Board: Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*. http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111104cc.pdf?page_moved=1, letöltve: 2016. július 15.

FSB (2014): *Financial Stability Board: Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions (revised version)*. http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141015.pdf, letöltve: 2016. július 15.

Magyar Közlöny (2015): *Az MKB Bank Zrt. szanálása tekintetében felmerülő állami szerepvállalásról*. 1861/2015. (XII. 2.) Korm. határozat. <http://www.kozlonyok.hu/nkonline/MKPDF/hiteles/MK15187.pdf>, letöltve: 2016. július 15.

Magyar Nemzeti Bank (2015a): *Rendben zajlik az MKB Bank szanálása*. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozolemenyek/2015-evi-sajtokozolemenyek/rendben-zajlik-az-mkb-bank-szanalasa>, letöltve: 2016. július 19.

Magyar Nemzeti Bank (2015b): *Összefoglaló a Magyar Nemzeti Bank H-SZN-I-6/2015. számú határozatáról, amelynek tárgya a szanálás alatt álló MKB Bank Zrt. vonatkozásában a vagyonértékesítés szanálási eszköz alkalmazása*. <https://www.mnb.hu/letoltes/szanalasi-intezkedest-bemutato-osszefoglalo.pdf>, letöltve: 2016. július 19.

Magyar Nemzeti Bank (2015c): *A rossz eszközöktől megtisztított MKB Bank már sikeresen értékesíthető*. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozolemenyek/2015-evi-sajtokozolemenyek/a-rossz-eszkozoktol-megtisztitott-mkb-bank-zrt-mar-sikeresen-ertekesitheto>, letöltve: 2016. július 19.

Magyar Nemzeti Bank (2016a): *Az Európai Bizottság szoros felügyelete mellett kiválasztásra kerültek az MKB Bank Zrt. új tulajdonosai*. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozolemenyek/2016-evi-sajtokozolemenyek/az-europai-bizottsag-szoros-felugyelete-mellett-kivalasztásra-kerultek-az-mkb-bank-zrt-uj-tulajdonosai>, letöltve: 2016. július 19.

Magyar Nemzeti Bank (2016b): *Összefoglaló a Magyar Nemzeti Bank H-SZN-I-75/2016. számú határozatáról, amellyel az MKB Bank Zrt. szanálási eljárása megszüntetésre került*. <https://www.mnb.hu/letoltes/mkb-szanalas-zarasa-osszefoglalo-hu.pdf>, letöltve: 2016. július 19.

Moody's (2016): *Completion of MKB Bank's Resolution Is Credit Positive (2016. július 11.)* <https://www.moody.com/credit-ratings/MKB-Bank-Zrt-credit-rating-600018782>, letöltve: 2016. július 15.

Nagy Márton (2016): *Banki tisztítókúra – Az MKB esete*, MNB: <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/tovabbi-szakmai-cikkek/nagy-marton-banki-tisztitokura-az-mkb-esete>, letöltve: 2016. július 19., az írás szerkesztett formában is megjelent: Nagy Márton (2016): *Sikeres banki tisztítókúra*, Figyelő 2016/28. szám, Budapest: pp. 14-15.

A pénzügyi közvetítőrendszer makroprudenciális szabályozásának és felügyeletének közigazgatási jogi aspektusai – normativitás, szervezet, eszközrendszer*

Kálmán János

A makroprudenciális politika az állam gazdasági viszonyokba történő, közigazgatási típusú beavatkozási mechanizmusainak új eszközrendszerét alakította ki. A gazdasági világválság és a gyors cselekvés szükségszerűsége azonban nem hagyott időt a makroprudenciális politika közigazgatási jogi dogmatikába való beépítésére, ezért szükséges annak utólagos elvégzése. A tanulmány elemzés alá vonja a makroprudenciális politikára vonatkozó normatív szabályozás jogi természetét, a makroprudenciális hatóság szervezeti jellemzőit, valamint a makroprudenciális eszközök jogi megjelenését. A tanulmány végkövetkeztetése, hogy a makroprudenciális politika által megvalósítandó közjó vagy közcél, azaz a pénzügyi stabilitás rendkívül határozatlan tartalommal bír. A szabályozási környezetnek, erre figyelemmel, a pénzügyi stabilitás teljesülésének értékelése, vagyis a közcél hatékony megvalósításának állami kontrollálása érdekében hatékony jogi garanciarendszert kell kialakítania.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E30, E44, K23

Kulcsszavak: állami beavatkozás, CRDIV/CRR, makroprudenciális hatóság, makroprudenciális politika, pénzügyi stabilitás, piacfelügyelet

1. Bevezetés

A 2007-es világgazdasági válság kitörése jelentős figyelmet kapott az akadémiai szférától és a közpolitika alakítótól is. Annak ellenére, hogy a világgazdasági válság kialakulásának pontos okairól és „ösztönzőiről” megoszlanak a vélemények (Asztalos 2009; Móczár 2010; Losoncz 2010; Stiglitz 2009; Jickling 2010; Lipshaw 2011) a legtöbb elemzés megegyezik abban, hogy kirobbanása az adósságpiacon (*debt*

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Kálmán János a Széchenyi István Egyetem Deák Ferenc Állam- és Jogtudományi Kar, Közigazgatási és Pénzügyi Jogi Tanszékének egyetemi tanársegédje. E-mail: janos.kalman88@gmail.com.

A kutatás a „Az egyedi fejlesztést biztosító ösztöndíjak” című, NTP-EFÖ-P-15 számú projekt keretében valósult meg. A tanulmány elkészítéséhez nyújtott segítségért és az értékes tanácsokért köszönettel tartozom Méri Katalinnak, Kreis Brigittának, valamint a tanulmány lektorainak.

A kézirat első változata 2016. május 30-án érkezett szerkesztőségünkbe.

market) kialakuló likviditási válságból indult ki, amely később a – válság szimbolikus kezdődőpontjának is tekintett – Lehman Brothers csődjéhez vezetett. A Lehman Brothers és más bankok csődje pedig költséges szabályozói beavatkozásokat és állami kimentéseket (*bail-out*) vont maga után (*Brunnermeier et al. 2009:18; Kern et al. 2007*). A nemzetközi szabályozói reformok a makroprudenciális szabályozás és felügyelet gyengéségét azonosították abban, hogy a pénzügyi szervezetek növelhették a mérlegüket a tőkeáttételükkel együtt anélkül, hogy figyelemmel lettek volna a pénzügyi rendszerben felépülő rendszerkockázatokra (*Kern 2014; Lastra – Wood 2010*). A központi bankárok pedig nem fordítottak kellő figyelmet a monetáris politika és a prudenciális szabályozás közötti szoros összefüggésre, különösen arra, hogy a jegybanki alapkamat hogyan járulhat hozzá az „eszközárborékok” (*asset price bubbles*), valamint a tőkeáttételek (*leverage*) magas mértékének kialakulásához a pénzügyi rendszerben, ami jelentős gazdasági visszaeséseket okozott.¹

A fentiek mellett a világgazdasági válság kialakulásának időszakáig a prudenciális szabályozás és felügyelet uralkodó szemlélete a mikroszintű megközelítés, vagyis a *mikroprudenciális szabályozás és felügyelet* volt (*Kálmán 2015*). A mikroprudenciális felügyelet alapvetően az egyedi pénzügyi intézmények biztonságos működésére és a bank kockázatainak menedzselésére koncentrált, és figyelmen kívül hagyta a pénzügyi rendszerben felépülő strukturális, illetve időbeli kockázatokat. A makroprudenciális szabályozás és felügyelet (a továbbiakban együtt: makroprudenciális politika) közfeladat, éppen ezért a rendszerszintű kockázatok azonosítását és kezelését tartja szem előtt, amely célrendszert megalapozó fogalmi keret, jogi szabályozás, szervezetrendszer és eszközrendszer jelenleg is kialakítás alatt van. A világgazdasági válságra adandó gyors és hatékony válaszok szükségszerűsége – a válságjogalkotás – maga után vonja a jogi kérdések – ideiglenes – háttérbe szorulását a szabályozás kialakításának kezdetén, ám ahogy rendeződnek a gazdaság fundamentumai, a jogtudománynak vizsgálat alá kell vonnia a kialakuló *új gazdasági szakigazgatási területet*, és le kell vonnia a szükséges következtetéseket.

E rövid tanulmány arra tesz kísérletet, hogy vázolja a makroprudenciális politika – tekintettel gazdasági szakigazgatási jellegére – közigazgatási jogi elemzési keretének főbb sarokpontjait, továbbá összefoglalja a vizsgálat kiinduló kérdéseit.

¹ A monetáris politika és a prudenciális szabályozás közötti szoros összefüggések azért is alulértékelték maradhattak, mert a világgazdasági válságot megelőzően a monetáris politikai döntéshozók is téves konjunktúraértékelésre alapították monetáris politikai döntéseiket. Ld. Donald Kohn – aki ekkor a Federal Reserved System elnökhelyettese volt – megállapításait a Federal Market Open Committee 2007. augusztus 7. napján tartott ülésén: „My forecast for the most likely outcome for output over the next few years is close to that of the staff—growth a little below potential for a few quarters, held down by the housing correction, and the unemployment rate rising a little further. (...) I see a number of reasons to think that moderate growth remains the most likely outcome going forward.” Ld. Transcript of the Meeting of the Federal Open Market Committee on August 7, 2007, 64. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20070807meeting.pdf>. Letöltés ideje: 2016. május 20.

2. A makroprudenciális politika közigazgatási jogi elemzési kerete

A makroprudenciális politika közigazgatási jogi elemzéséhez, pontosabban a releváns közigazgatási jogi problémakörök azonosításához *három pillérre* építem a tanulmányt: a makroprudenciális politikára vonatkozó – nem a makroprudenciális hatóságok által alkotott – *normatív szabályozás, amely* kijelöli a makroprudenciális hatóság mozgásterét; a *makroprudenciális hatóság szervezeti jellemzői, melyek* elhelyezik a makroprudenciális hatóságot a közigazgatás szervezetén belül; végül a makroprudenciális hatóságok által, a közfeladatuk megvalósítása érdekében alkalmazott jogi eszközök. E három pillér alapjaként tekintem át a *pénzügyi stabilitás fogalmát*, amely fogalomban, lényegét tekintve, megtestesül a makroprudenciális politika által megvalósítandó közjószág és egyben az állam gazdasági beavatkozásának oka.

2.1. A makroprudenciális politika fogalmi kerete és központi eleme, a pénzügyi stabilitás

Nem könnyű feltárni a *makroprudencia fogalmának* pontos eredetét, azonban a szakirodalom annak megalkotását a Nemzetközi Fizetések Bankjában (*Bank of International Settlements*, a továbbiakban: BIS) folyó szakértői munkához vezeti vissza. *Piet Clement* kimutatta – a BIS archívuma alapján –, hogy a makroprudencia fogalmának első megjelenése nemzetközi környezetben 1979-re, a Cooke Bizottság egyik ülésére datálható, amelyen a szakértők a nemzetközi bankközi hitelek lejáratí idejében rejlő kockázatokat vitatták meg (*Clement 2010:59-60*). Ez a dokumentum azonban még egy belső szakmai anyag volt, tehát a nyilvánosság előtt nem jelent meg a fogalom. Az első nyilvános dokumentum, amely kifejezetten figyelmet szentelt a makroprudenciális politikának, a BIS egyik bizottságának (*Committee on the Global Financial System*) 1986-os jelentése volt (*BIS 1986:233-244*). A makroprudenciális politika szükségességének kérdése nem véletlenül a derivatívák piacával és az értékpapírosítás folyamatában rejlő kockázatokkal kapcsolatban került előtérbe. A „ciklikus eufória”² azonban a szakértői felvetéseket – párhuzamosan a pénzügyi piac liberalizációjával és deregulációjával³ – elhalványította, és egészen a 2000-es évek elejéig a „makroprudencia” fogalma csak elvétve került elő.⁴ A fogalom „újra-éledése” a BIS vezérigazgatójának és egyben a Pénzügyi Stabilitási Fórum (*Financial*

² A kifejezés Raghuram G. Rajan-tól származik, amellyel azt írja le, hogy a szigorú szabályozásba vetett hit a recesszió mélypontján a legerősebb, pont akkor, amikor a piaci szereplők szigorú szabályozására nincs szükség. A növekedés, bővülés csúcspontján, amikor a legnagyobb az esély arra, hogy a piaci szereplők túlzott kockázatokat vállaljanak, mindenki bizik a piac önszabályozó mechanizmusainak működésében (*Rajan 2009:397*).

³ A liberalizáció alapvetően a piacgazdaság viszonyainak helyreállítását jelenti, olyan területeken, ahol az állami beavatkozás jelentős méretet ért e, a dereguláció pedig a különböző pénzügyi szektorok, pénzügyi szolgáltatások eltérő szabályozásának, a szektorok egymás közötti átjárhatósága tilalmának megszüntetését, általánosságban a korlátozó jogszabályok leépítését jelenti.

⁴ Annnyit azonban fontos kiemelni ebből az időszakból, hogy maga a fogalom elhagyta a „jegybankárok” berkeit, és az IMF is használni kezdte, először a dél-kelet ázsiai válsággal összefüggésben (*IMF 1998:13*). Ennek a policy jellegű következménye az lett, hogy az IMF elkezdett jobb statisztikai módszereket kifejleszteni a pénzügyi rendszer sérülékenységének vizsgálatára, ezek voltak az ún. makroprudenciális indikátorok, amelyek később beolvadtak az IMF Financial Sector Assessment Programjába (*Owen et al. 2000*).

Stability Forum) elnökének, *Andrew Crockett*nek a 2000 szeptemberében tartott beszédéhez köthető (*Crockett 2000*). Crockett összefoglalta a különbségeket a szabályozás és felügyelet makroprudenciális és mikroprudenciális megközelítési módja között, valamint kifejezte abbéli meggyőződését, hogy a pénzügyi stabilitás eléréséhez szükséges erősíteni a makroprudenciális megközelítést. A fenti folyamatok mellett az akadémiai folyóiratok és tudományos munkák is egyre nagyobb számban foglalkoztak a rendszerkockázatokkal, illetve a bankrendszer prociklikusságának kérdésével, anélkül, hogy makroprudenciális politikaként nevesítették volna (*Horváth et al. 2002; Mérő 2003; Mérő – Zsámboki 2003; Lúboy 2003; Rochet 2005; Borio 2005*). Fenti folyamatok alapján látható, hogy ugyan a makroprudenciális gondolkodás (többnyire a rendszerkockázatokra utalva) folyamatosan fejlődött, robbanásszerű – a bevezetőben is jelzett válságjogalkotás részeként megjelenő – intézményi, jogi fejlődését azonban a világgazdasági válság indította el.

A makroprudenciális politikát úgy definiálhatjuk, mint *elsődlegesen prudenciális eszközök használatát a rendszerkockázatok kezelése és a pénzügyi rendszer stabilitásának biztosítása érdekében* (*Viñals 2011*). Erre figyelemmel rögzíti *Lastra (2015 316)*, hogy a makroprudenciális nézőpontot kifejezetten nehéz megragadni, beavatkozási eszközeinek természetét tekintve valahol a mikroprudenciális felügyelet és a monetáris politika között helyezkedik el.⁵ A határvonalakat azonban nem mindig egyszerű megvonni. Az *Európai Rendszerkockázati Testület (European Systemic Risk Board, a továbbiakban: ESRB)* – cél felőli – meghatározása szerint a makroprudenciális politika célja *„a pénzügyi rendszer egészének védelméhez való hozzájárulás – beleértve a pénzügyi rendszer ellenálló képességének növelését és a rendszerszintű kockázatok felgyülemelésének csökkentését keresztül történő hozzájárulást –, ezzel biztosítva a pénzügyi szektor gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulását.”*⁶ A makroprudenciális politika fogalmának, így a gazdasági beavatkozás megalapozásának központi eleme maga a rendszerkockázat, valamint *a pénzügyi stabilitás fogalma*. A rendszerkockázat *Scott (2010:763)* meghatározása szerint az a kockázat, amely a nemzeti, illetve a globális pénzügyi rendszert romba döntheti. A rendszerkockázat fogalma tehát a pénzügyi rendszer egészének vagy egy részének gyengülése következtében a pénzügyi szolgáltatások ellátásának visszaesését ragadja meg, mégpedig úgy, hogy ennek a visszaesésnek komoly negatív hatásai lehetnek a reálgazdaságra.⁷ A rendszerkockázatok felépülése, illetve léte pedig veszélyt jelent a pénzügyi stabilitás fenntartására mint a makroprudenciális politika végső céljára nézve. A pénzügyi stabilitás fenntartásával kapcsolatban azonban szükséges megjegyezni, hogy a makroprudenciális politikának nincs kizárólagos felelőssége ezen

⁵ Lastrához hasonlóan vélekedett a makroprudenciális politika céljának természetéről *Tommaso Padoa-Schioppa (2002:3)* is, aki szerint a pénzügyi stabilitás a monetáris politika és a pénzügyi felügyelet által határolt földön fekszik.

⁶ Ld. Recommendation of the European Systemic Risk Board of 4 April 2013 on intermediate objectives and instruments of macro-prudential policy (ESRB/2013/1) (a továbbiakban: ESRB/2013/1. számú ajánlása).

⁷ A rendszerkockázat fogalmának szakirodalmi megközelítéseiről ld. bővebben *Lubóy (2003:77-81)*.

a területen, ugyanis a pénzügyi stabilitás biztosítása alapvetően kétféle folyamatra bontható, a válságmegelőzésre (mellyel tulajdonképpen a makroprudenciális politika a legszorosabban azonosítható) és válságkezelésre (mely viszont már elkülönül a makroprudenciális politikától).

A makroprudenciális politika végső célja tehát – a fent értelmezett keretek között, a válságkezelés eszközrendszerétől megkülönböztetve – a pénzügyi rendszer sokkokkal szembeni ellenálló képességének növelése. Ebből következően a makroprudenciális politika mint gazdasági igazgatási eszközrendszer akkor avatkozik a gazdaság működésébe, ha a pénzügyi stabilitás veszélyeztetését érzékeli.⁸ A pénzügyi stabilitás fogalma azonban rendkívül határozatlan – pozitív – tartalommal bír.⁹ Valójában a pénzügyi stabilitást általában negatív megközelítéssel, úgy definiálják, hogy mi az, ami nem az, vagyis a pénzügyi stabilitás a jelentős pénzügyi válságok hiányát jelenti. (*Das et al. 2004:6; Lastra 2015:313*). Az ún. *Ingves-jelentés*, amellyel a BIS-nek az volt a célja, hogy megalkosson egy fogalmat a pénzügyi stabilitásra a Bázeli III¹⁰ keretében kialakítandó makroprudenciális keretrendszer implementációja érdekében, legalább ötféle fogalmat határoz meg a vonatkozó szakirodalmi munkák alapján (*BIS 2011*). *Glavanits (2015:84)* meghatározása szerint „a pénzügyi stabilitás elérése érdekében a jogalkotó és jogalkalmazó szervek, a pénzügyi intézmények és a pénzpiac egyéb szereplői meghatározott magatartások tanúsítására kötelesek, valamint kötelesek egyes más magatartásoktól tartózkodni, egymással együttműködve eljárni a jóhiszeműség és tisztesség alapelveinek megfelelően”.

A makroprudenciális politika végső céljának bizonytalansága – amely vezérli az eszközrendszer működését is – tehát rendkívül szélesre nyitja a rendszerkockázatok felépülését megelőzni hivatott *ex ante*, valamint a felépült rendszerkockázatok hatástalanítását célzó *ex post* állami beavatkozás lehetőségét. A makroprudenciális politika a fentiekből következően *rendkívül széles mérlegelési jogkörrel rendelkezik az eszközök aktiválása tekintetében*.

⁸ Az „érzékelés” eszközei alapvetően a közvetlenül meghatározott indikátorok (pl. a hitel/GDP rés, ciklikus rendszerkockázati térkép), a szakértői értékelés, valamint a külső kockázatértékelések. Magyarország vonatkozásában szükséges kiemelni a magyar pénzügyi rendszerre fejlesztett rendszerszintű pénzügyi stresszindexet, a REPSI-t. Az indikátor a magyar pénzügyi rendszer legfontosabb hat szegmensének (a spot-devizapiacnak, a devizawap-piacnak, az államkötvények másodpiacának, a fedezetlen bankközi forintpiacnak, a tőkepiacnak, valamint a bankrendszernek) az együttes stressz-szintjét méri (*Holló 2013*). Az MNB a forintosítás következtében a közelmúltban megújította a REPSI-mutatót (*MNB 2016b*).

⁹ A fogalmi tisztázatlanság mellett azonban szükséges azt rögzíteni, hogy a szakirodalomban széleskörű közmegegyezés alakult ki a pénzügyi stabilitás közjószág (public good), sőt globális közjószág (global public good) természetéről (*Quintyn – Taylor 2002:8; Turnbull 2006*).

¹⁰ A Bázeli III szabályozási csomag a bankszabályozás megújításának komplex rendszere, amely számos elemből áll. Ezek közül a legfontosabbak a tőkére és a likviditásra vonatkozó új szabályok, valamint a rendszerkockázattal kiemelten fontos intézményekkel szembeni többletkövetelmények előírása. A Bázeli III szabályozáscsomag részleteinek áttekintése elérhető: <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm?m=3%7C14%7C572>. Letöltés ideje: 2016. április 23.

2.2. A makroprudenciális politika normatív pillére

A pénzügyi piac globalizációja nyilvánvalóvá tette, hogy a piaci szereplők összefonódásával és integrációjával párhuzamosan, egységes elveken alapuló, nemzetközileg nagymértékben harmonizált szabályozási keretre van szükség (Erdős – Mérő 2010:226). Ennek hiányában a kockázatos tevékenységek – a kisebb ellenállás elve alapján – abba a szabályozási környezetbe csoportosulnának, ahol kevésbé szigorú szabályok érvényesülnek, így pedig lerontanák a rendszerkockázatok kezelésére irányuló törekvéseket. Ez az ún. *szabályozási arbitrázs* jelensége. Ennek kiküszöbölésére a makroprudenciális politika szabályozásának normatív pillére három, egymásra épülő szabályozási szinten valósul meg: a) a *nemzetközi*, b) az *európai unió*s, valamint c) a *nemzeti szintű* szabályozás szintjén. A területi korlátok okán az egyes szabályozási szintek részletes elemzésétől eltekintek, a továbbiakban kizárólag az egyes szintek egymáshoz való viszonyára, valamint a makroprudenciális hatóságok szabályozás által kijelölt mozgásterére fókuszálok.

A nemzetközi makroprudenciális szabályozással kapcsolatban rögzíteni szükséges, hogy alapvetően ún. „*soft law*” természetű normák¹¹ – szabványok, ajánlások, állásfoglalások, iránymutatások, egyéb nyilatkozatok – összességét jelenti, ugyanis *e szabályozási szint* – szuverenitás, illetve szuverenitástranszfer hiányában – *nélkülözi* – jelenleg¹² – *a jogilag kötelező normaalkotás lehetőségét* (Brummer 2011). A jogi kötőerő hiánya miatt jogi úton nem is lehetséges kikényszeríteni a nemzetközi szinten megjelenő makroprudenciális szabályokat, azonban számos nemzetközi szervezet – különösen igaz ez az IMF-re, a BIS-re és a Financial Stability Boardra – szakértői nyomást gyakorol az államokra annak érdekében, hogy beépítsék a nemzetközi szabványokat a saját jogrendjükbe.¹³ A „*soft law*” típusú normák érvényesítését szolgálja adott esetben a piac is, ugyanis a nemzetközi szabványoknak való megfelelés elősegítheti a szuverén adósság olcsóbb finanszírozását és kedvezőbb feltételek kialakulását a nemzetközi pénzügyi intézményekkel (Ferran – Kern 2011:6). Fontos ezért hangsúlyozni, hogy jogi kötőerő hiányában is komoly hatást tud kifejteni a nemzetközi „*soft law*” a szupranacionális, valamint az állami szabályozásra azáltal, hogy implementálásra kerülnek a szuverének – vagy azok nemzetek feletti szervezetei – által a saját jogrendjükbe.

¹¹ Giovanni (2000:9) megjegyzi, hogy néhány kivételtől eltekintve (pl. az IMF-szerződés) a legtöbb nemzetközi pénzügyi dokumentum, amely a határokon átnyúló pénzügyi kapcsolatokra vonatkozik „*soft law*”-nak tekinthető.

¹² Fontos azonban megjegyezni, hogy a jogi kötőerőt nélkülöző szabályozási elemek a jelen viszonyainak jellemzésére szolgálnak, ki nem lehet azonban zárni a nemzetközi szint „*jogiasodását*” azáltal, hogy az állami szuverenitás részleges átruházásával létrehozhatnak olyan szervezeteket, amelyek már jogilag kötelező döntések meghozatalára lesznek feljogosítva. Megemlíthető például Erik Denters és Rosa M. Lastra koncepciója a Pénzügyi Világszervezet (World Financial Organisation) létrehozásáról (Denters 2009, Lastra 2014). Ehhez kapcsolódva pedig megemlíthetők a szakirodalomban megjelenő nemzetközi pénzügyi jog vagy *lex financiera* kialakulására vonatkozó elemzések (Lastra 2014).

¹³ Erre példa az IMF-nek és a Világbanknak a tagországok pénzügyi szektorának helyzetét értékelő programja (Financial Sector Assessment Program) (Gola – Spadafora 2009).

Az Európai Unión belül az egyes tagállamok rendszerszintű pénzügyi kockázatai szoros kölcsönhatásban állhatnak egymással, ezért a tagállami makroprudenciális politikák egymástól nem választhatók el. Ebből kiindulva a nemzetközi szinten ugyan „soft law”-ként megjelenő – a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság (*Basel Committee on Banking Supervision*) által kidolgozott – Bazel III javaslatcsomagot – az Európai Unió sajátosságainak megfelelő korrekciókkal (*Ayadi et al. 2012:1*) – a Tanács és az Európai Parlament 2013-ban a CRD IV/CRR szabályozási csomagon¹⁴ keresztül – amely 2014. január 1-én lépett hatályba – implementálta az Európai Unió jogrendjébe.

A CRD IV/CRR kifejezetten az *egységes európai szabályozás kereteinek kialakítása* érdekében tett lépés (*Mérő – Piroska 2013:315*), amely következik abból, hogy egyrészt a CRD IV már ún. maximum harmonizációs irányelv, vagyis a tagállamoknak be kell építeniük rendelkezéseit a belső jogukba, azonban nem fogadhatnak el a rendelkezéseinél szigorúbb előírásokat, másrészt a CRR rendeleti formában került kibocsátásra, amely közvetlen hatállyal rendelkezik, vagyis közvetlenül – tagállami implementáció nélkül – kell alkalmazni az uniós tagállamokban. Szabályozási szempontból jelentős, hogy a CRR nem zárja ki, hogy az általa szabályozott intézmények – hitelintézetek és befektetési vállalkozások – a CRR által előírtat meghaladó mértékű szavatolótőkét és szavatolótöke-elemeket tartsanak, és az előírtnál szigorúbb intézkedéseket alkalmazzanak,¹⁵ sőt a tagállami hatóságoknak is lehetővé teszi, hogy *negatív változások esetén szigorúbb nemzeti intézkedéseket vezessenek be* – ha más eszköz nem alkalmas a kezelésükre, speciális tájékoztatási eljárás mellett –, ha azokkal jobban kezelhetők a rendszerkockázatok (ún. *rugalmassági klauzula*).¹⁶

Az Európai Unió makroprudenciális keretének kialakítása szempontjából kétségkívül legjelentősebb újdonságai a CRD IV/CRR csomagnak a makroprudenciális politikára vonatkozó rendelkezések (*ESRB 2014a:4*), illetve a pénzügyi stabilitást fenyegető rendszerszintű kockázatok megelőzésére vagy megfékezésére dedikált, EU-szinten harmonizált jogintézmények – beavatkozási eszközök – uniós jogban való megjelenése. A CRD IV szabályozásával kapcsolatban szükséges arra rámutatni, hogy a bennük rögzített makroprudenciális eszközök *tagállami* jogalkotáson, illetve az arra épülő hatósági jogalkalmazáson keresztül fejtik ki hatásukat. Ez alól kivételt képez az Európai Központi Bank (*European Central Bank*, a továbbiakban: ECB), amely az Egységes Felügyeleti Mechanizmus (*Single Supervisory Mechanism*, a továbbiakban: SSM) keretében, a bankunióban résztvevő tagállamok esetében szintén makroprudenciális hatóságnak minősül. Az ECB jogosult a CRD IV/CRR-ben

¹⁴ Ld.: Az Európai Parlament és a Tanács 575/2013/EU rendelete (2013. június 26.) a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről és a 648/2012/EU rendelet módosításáról, EGT-vonatkozású szöveg (a továbbiakban: CRR); Az Európai Parlament és a Tanács 2013/36/EU irányelve (2013. június 26.) a hitelintézetek tevékenységéhez való hozzáférésről és a hitelintézetek és befektetési vállalkozások prudenciális felügyeletéről, a 2002/87/EK irányelv módosításáról, a 2006/48/EK és a 2006/49/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről, EGT-vonatkozású szöveg (a továbbiakban: CRD IV).

¹⁵ CRR 3. cikk.

¹⁶ CRR 458. cikk (2) bek.

szabályozott makroprudenciális eszközök alkalmazására.¹⁷ A CRR – eltérően a CRD IV-től – olyan makroprudenciális eszközöket szabályoz, amelyeket a makroprudenciális hatóságok közvetlenül – a CRR alapján – alkalmazhatnak. A CRR alapján közvetlenül alkalmazott, valamint CRD IV alapján a belső jogba átültetett makroprudenciális eszközök mellett a tagállamok joga, hogy a *belső jogukban speciális* – uniós szinten nem szabályozott – *makroprudenciális eszközöket vezessenek be* a rendszerszintű kockázatok kezelésére.

A rendszerszintű kockázatok kezelésének, a makroprudenciális eszközök használatának *elődleges felelőssége* tehát a *nemzeti szinten nyugszik*. Az uniós szabályozás ebből következően elsődlegesen a makroprudenciális hatóságok jogalkalmazó és – amelyik tagállamban erre felhatalmazása van a makroprudenciális hatóságnak – jogalkotási tevékenységén keresztül érvényesül.

A pénzügyi stabilitásnak, mint a makroprudenciális politika végső céljának korábban kifejtett bizonytalanságából fakadóan a normativitás vonatkozásában az egyik legjelentősebb kérdés, hogy a jogszabályok a makroprudenciális hatóságok számára milyen *döntéshozatali mechanizmust* hoznak létre, a makroprudenciális politika, így az állam gazdasági beavatkozási eszközeinek alkalmazásával kapcsolatban. A tagállami jogalkotás két jól elkülöníthető szabályozási módszer mint két szélsőérték között szabályozhatja a döntéshozatali mechanizmusokat. A szabályozás egyik végpontja az ún. szabály alapú (*rules-based*), míg a másik végpontja a diszkrecionális (*discretionary*) döntéshozatali mechanizmus meghatározása (*Agur – Sharma 2013*). A szabály alapú döntéshozatal arra épül, hogy az előre meghatározott indikátorok előre meghatározott módon jelzik a rendszerszintű pénzügyi kockázatokat, amely alapján a makroprudenciális hatóság automatikusan alkalmazza a rendelkezésre álló eszközöket. Ennek a megközelítésnek az előnye a megfelelően aktív, kiszámíthatóbb és átláthatóbb, nemzetközileg jobban koordinált makroprudenciális politika, amely pontosabban képes alakítani a piaci várakozásokat. A szabály alapú megközelítéshez képest a diszkrecionális szabályozás esetén a makroprudenciális hatóság szabad belátására van bízva a makroprudenciális eszközök alkalmazása. Ennek a megközelítésnek az előnye, hogy az új ismeretek és szakértői értékelések is felhasználhatók, a makroprudenciális politika folyamatos felülvizsgálatára ösztönöz, célzottabb beavatkozást tesz lehetővé, alkalmasabb a váratlan események rugalmasabb kezelésére, a szabályozás megkerülése könnyebben korlátozható, valamint bizonyos rendszerkockázatok kezelését nehéz automatikusan elvégezni (*MNB 2016a:23-24*). *A két működési mód sokféle kombinációja alakítható ki, ami szélesebb, vagy szűkebb körű mérlegelési jogkört biztosít a makroprudenciális hatóságnak.*

¹⁷ Az EKB makroprudenciális hatásköre azonban komoly korlátok között gyakorolható, ugyanis: a) az SSM nem terjed ki az egész Európai Unióra, csak az euróövezet országaira, valamint a szoros együttműködésben részt vevő államokra, b) az SSM kizárólag a bankszektorra vonatkozik, valamint c) az EKB kizárólag a CRD IV/CRR-ben szabályozott makroprudenciális eszközöket alkalmazhatja, új eszközöket nem hozhat létre.

Az Európai Unió kialakulóban lévő gyakorlatában¹⁸ az ún. irányított mérlegelés elve (*guided discretion*) érvényesül (*BoE 2014; SNB 2014; ESRB 2014a*), ami azt jelenti, hogy léteznek makroprudenciális beavatkozásokat alakító szabályok, amelyekről viszont konkrét döntési helyzetekben a makroprudenciális hatóságnak el lehet térni, amennyiben azt megfelelő módon indokolja.

A makroprudenciális politika normatív pillére tehát a keretek kijelölése mellett alapvetően a makroprudenciális hatóságok – *széleskörű – mérlegelési jogkörébe utalja* a makroprudenciális politika kialakítását és a makroprudenciális – beavatkozási – eszközök alkalmazását, amellyel párhuzamosan felértékelődik a makroprudenciális hatóság felelőssége, valamint a makroprudenciális eszközök alkalmazásával kapcsolatos jogállami garanciák érvényesülése.

2.3. A makroprudenciális politika szervezeti pillére: a makroprudenciális hatóság

A független ügynökségek (*independent agency*), vagy független szabályozó bizottságok (*independent regulatory commission*) kialakítása, mint a modern állam egyre bonyolultabb működésére adott szervezeti válasz, jelentős hagyományokkal bír az Amerikai Egyesült Államokban. Ez hatékony szervezeti megoldásnak tekinthető a gazdaság bizonyos ágazataiban: energia, telekommunikáció, környezetvédelem, pénzügyi piac stb. Ezek a független hatóságok végrehajtó hatalmi tevékenységet látnak el azzal, hogy általában *rendelkeznek (kvázi) jogalkotási és kvázi juriszdiációs hatáskörökkel is*. A kontinentális európai szakirodalomban és a tételes jogban általában *a szabályozó hatóság* fogalmát alkalmazzák. A szabályozó hatóság – amely alapvetően elméleti kategória – azoknak a közigazgatási szerveknek a gyűjtőfogalma, amelyek szabályozó hatósági tevékenységet végeznek, attól függetlenül, hogy milyen szervtípusba tartoznak (*Lapsánszky 2014; Kovács 2009; Horváth 2004; Bán – Könyves 1997*). „*A szabályozó hatósági tevékenység lényege, hogy a szerv általános magatartási szabályokat, normákat alkot, ugyanakkor formálisan nincs feltétlenül felruházva jogalkotó hatáskörrel*” (*Fazekas 2015:16*). A független szabályozó hatóságokkal kapcsolatban az alapvető kérdés a tevékenységük legitimitációja: az általuk gyakorolt hatásköröket miképpen lehet összeegyeztetni a demokrácia követelményével. A demokratikus legitimitás előfeltétele, hogy a független hatóság létrehozatala az ország alkotmányos szabályainak megfelelően demokratikusan elfogadott jogszabályban történjen. A jogalap legitimálja a szerv létrehozatalát, azonban önmagában nem legitimálja a független szerv működését és a hatásköreinek gyakorlását, amire figyelemmel meg kell teremteni a független hatóság felelősségét, vagyis az elszámoltathatóság mechanizmusait. Lényegében erre épül a hatósági döntések bírósági felülvizsgálata is.

¹⁸ Szükséges megjegyezni, hogy az IMF is ezt a megközelítést támogatja (*IMF 2014*).

A fentiekre figyelemmel röviden szükséges áttekinteni, hogy a tagállami makroprudenciális hatóságok kialakítása milyen uniós keretek között indult meg, illetve melyek a főbb sajátosságaik és ezek milyen viszonyban vannak a szabályozó hatóságokkal kapcsolatos dogmatikai kerettel.

Az Európai Unióban a makroprudenciális hatóságok szervezetének kialakítása nem tartozik kizárólag a tagállamok kormányzatának szervezetelakítási szabadsága alá, tekintettel arra, hogy a hatóság szervezetének kialakítását meghatározó fő elvárásokat az ESRB határozta meg. Erre figyelemmel az *ESRB/2011/3. számú ajánlása* (a továbbiakban: Ajánlás)¹⁹ összefoglalta a nemzeti hatóságok makroprudenciális felhatalmazásának alapvető elveit, amelyek iránymutatásul szolgálnak a tagállami makroprudenciális hatóságok létrehozatala során.²⁰ Az Ajánlás öt alapvető témakört ölel fel, a tagállami makroprudenciális hatóságok *a) célrendszerét, b) intézményrendszerét, c) jogköreit és eszközeit, d) átláthatóságát és elszámoltathatóságát, valamint e) függetlenségét.*

A *célrendszer* tekintetében az Ajánlás rögzíti, hogy a makroprudenciális politika végső célja a pénzügyi rendszer egésze stabilitásának megőrzéséhez való hozzájárulás, ezzel biztosítva a pénzügyi szektor gazdasági növekedéshez való, fenntartható hozzájárulását. Rögzíti továbbá, hogy a nemzeti szintű makroprudenciális politikának a nemzeti makroprudenciális hatóság kezdeményezésére, illetőleg az ESRB ajánlásai vagy figyelmeztetései alapján kell megvalósulnia. A célrendszer kialakítása vonatkozásában az *ESRB/2013/1. számú ajánlása* kimondja továbbá, hogy a tagállami makroprudenciális hatóságoknak a nemzeti pénzügyi rendszerük egészére vonatkozóan makroprudenciális politikai köztes célkitűzéseket – pl. a túlzott hitelnövekedés és tőkeáttétel mérséklése és megelőzése, a közvetett és közvetlen kitéttység koncentráltságának korlátozása – kell meghatározniuk és követniük. A célrendszer meghatározása tekintetében a makroprudenciális hatóságok makroprudenciális politikai stratégiáit áttekintve megállapítható, hogy jelentős mértékben az ESRB ajánlásain alapulnak.²¹

Az *intézményi szabályozás* tekintetében az Ajánlás kimondja, hogy a makroprudenciális politika vitelével megbízott hatóság lehet egyetlen intézmény, vagy azon hatóságokból álló tanács, amelyek intézkedései a pénzügyi stabilitásra érdemi hatást gyakorolnak. Amennyiben a tagállam makroprudenciális hatóságként egyetlen intézményt jelölt ki, biztosítani kell, hogy a központi bank vezető szerepet töltsön

¹⁹ Recommendation of the European Systemic Risk Board of 22 December 2011 on the macro-prudential mandate of national authorities (*ESRB/2011/3*).

²⁰ Az ajánlásnak való megfelelés első vizsgálata alapján az ESRB 2014 júniusában bocsátotta ki jelentését. A jelentés megállapította, hogy hét tagállam – köztük Magyarország is – teljesen megfelel, tizenhét tagállam túlnyomórészt megfelel, míg öt tagállam részben felel meg az Ajánlásban foglaltaknak. A vizsgálat Norvégiára is kiterjedt (*ESRB 2014b*). A jelentés megállapította, hogy az Ajánlásban foglaltak implementációs folyamata alapvetően sikeres, azonban további fejlesztésekre van még szükség, így a felülvizsgálati folyamat újratekintendő 2016-ban.

²¹ A teljesség igénye nélkül *MNB 2016; CBM 2015; BoP 2015; BoS 2015; BoI 2014*.

be a makroprudenciális politikában. A tagállami szabályozásnak biztosítania kell továbbá a határokon átnyúló együttműködés és az ESRB jelentősebb makroprudenciális döntéseket megelőző tájékoztatásának kereteit.

Az Ajánlás szövegéből kiolvasható, hogy a tagállamoknak széleskörű szervezetalakítási szabadságot élveznek az intézményi keretek kialakítása során. A létrehozott makroprudenciális hatóságok alapján a tagállamok alapvetően két csoportba sorolhatók. Az első csoportba tartoznak azok az államok, amelyek esetében a makroprudenciális felelősség megosztásra kerül több intézmény között, és jellemzően egy koordinatív tanácsot, bizottságot hoznak létre a felelősségi körök összehangolására. A másik csoportba tartoznak azok az államok, amelyek esetében a makroprudenciális politika megvalósítását egy hatóság hatáskörébe utalják, amely lehet – a monetáris politika ellátása mellett – a központi bank, vagy – a mikroprudenciális felügyeleti feladatok mellett – a felügyeleti hatóság, illetve – kivételként – Dánia esetében a Pénzügyminisztérium (ASC 2014:11). A makroprudenciális hatósági hatáskörökkel kapcsolatban – az ESRB Tudományos Tanácsadó Testületének vizsgálata alapján – megállapítható, hogy kétharmad részt a tagállami központi bankok gyakorolják, vagyis a makroprudenciális hatóságok jelentős részére egyúttal – ahogy ezt a továbbiakban látni fogjuk – a nemzeti bankok függetlenségére vonatkozó szabályok alkalmazandók (ASC 2014).

A *jogköreit* tekintve a tagállami makroprudenciális hatóságnak legalább a pénzügyi stabilitást fenyegető kockázatok azonosítására, figyelemmel kísérésére és értékelésére, illetőleg az e kockázatok kiküszöbölésére és mérséklésére vonatkozó célkitűzéseinek elérését szolgáló politikák érvényesítésére kell hatáskörrel rendelkeznie. Biztosítani kell, hogy a makroprudenciális hatóság *megfelelő eszközökkel* rendelkezzen a céljai elérése érdekében. A CRR hatályba lépésével, illetve a CRD IV implementációjával az Ajánlásban foglalt követelmények tartalmilag a legmagasabb megfelelést mutatják, hiszen az alapvető makroprudenciális eszközök ezen jogi aktusok alapján a makroprudenciális hatóságok rendelkezésére állnak, illetve kötelezettségük az eszközök alkalmazására kijelölni egy tagállami makroprudenciális hatóságot.

Az *átláthatóság* tekintetében rögzíti az Ajánlás, hogy a tagállami szabályozásnak biztosítania kell a transzparencia legmagasabb szintjét. Ennek érdekében a makroprudenciális politikai döntések és azok indokainak – *kivéve, ha ez pénzügyi stabilitási kockázatot jelentene* – időben nyilvánosságra kell kerülniük, továbbá lehetőséget kell biztosítani arra, hogy a makroprudenciális hatóság nyilvánosan értékelje a rendszerkockázatok alakulását. Az elszámoltathatóság tekintetében az Ajánlás kimondja, hogy a makroprudenciális hatóság a nemzeti parlamenteknek tartozik felelősséggel.

A tagállami makroprudenciális hatóságok működési függetlenségének kerete-ként kell tekinteni az átláthatóság és a makroprudenciális döntések nyilvános és

egyértelmű kommunikációját biztosító mechanizmusokra. A tagállami gyakorlatban a makroprudenciális hatóságok jellemzően a *nemzeti parlamentek alárendeltségében működnek*, a parlamenti nyilvánosságban jelenik meg a demokratikus kontroll e testületek vagy intézmények felett. Tipikus megoldás a makroprudenciális hatóságok éves – egyes esetekben gyakoribb – *beszámolója* a parlament, valamint az illetékes parlamenti bizottság előtt.

A makroprudenciális politikai szándékok egyértelmű kommunikációja javíthatja makroprudenciális eszközök transzmissziós mechanizmusát, akkor is, ha a makroprudenciális hatóság intézkedéseket tett, és akkor is, amikor elmaradt az intézkedés (Giese et al. 2013). A kommunikáció – a transzmissziós mechanizmus hatékonyságának növelése mellett – elősegíti a közmegegyezés kialakulását és erősítheti a piaci feyelmet abban a tekintetben, hogy szükség van makroprudenciális intézkedésekre. Jelezheti, hogy a hatóság képes a piaci problémák kezelésére, ezáltal megerősítheti a legitimitációját és egyúttal a makroprudenciális politika elszámoltathatóságát. A makroprudenciális politika kommunikációjának – tagállami gyakorlatban megjelenő – legfontosabb elemei a *pénzügyi stabilitási jelentések* vagy riportok (*financial stability reports*) kibocsátása. A jelentések jellemzően olyan átfogó dokumentumok, amelyek áttekintik és elemzik a pénzügyi stabilitás különböző aspektusait. Általában a pénzügyi stabilitás átfogó értékelésével kezdődnek az adott ország tekintetében, amely gyakran magában foglalja a nemzetközi kontextusba helyezést is (Born et al. 2010). A stabilitási jelentéseket kiegészítik a sajtónyilatkozatok (*press release*), a közpolitikai nyilatkozatok (*policy statements*), a háttéranyagok (*background notes*), valamint a gyakran ismételt kérdések (*frequently asked questions*).

Az Ajánlás pedig végül kimondja, hogy a tagállami makroprudenciális hatóságoknak *működési függetlenséggel* kell rendelkezniük, vagyis biztosítani kell, hogy a szervezeti és pénzügyi szabályozás ne veszélyeztesse a makroprudenciális politika vitelét. Továbbá abban az esetben, ha a makroprudenciális felhatalmazással a nemzeti központi bank rendelkezik, az Európai Unió Működéséről szóló Szerződés (a továbbiakban: EUMS) 130. cikke értelmében véve kell függetlennek lenniük. Annak ellenére rendelkezik így az Ajánlás, hogy a makroprudenciális hatóságok mint felügyeleti szervek függetlensége nem egyenlő a központi bank függetlenségével.

Ahogy az a fentiekben kiemelésre került, a tagállami makroprudenciális hatóságok jelentős részét a tagállami nemzeti bankok képezik, így esetükben eleve érvényesül a függetlenség EUMS-ben rögzített szintje. Azokban az esetekben azonban, amikor nem a tagállami nemzeti bank a makroprudenciális hatóság, ahogy az ESRB (2014b:17) is kiemeli, már több esetben sérül a működési függetlenség elve, tekintettel arra, hogy a kormányzatnak jelentős ráhatása van a döntéshozatalra.

Összegezve, a makroprudenciális hatóságok vonatkozásában ki kell emelni, hogy az ESRB ajánlásai és a tagállami gyakorlatok is abba az irányba mutatnak, hogy

a makroprudenciális hatóságok jogállásukra tekintettel erőteljesen hasonuljanak a központi bankokhoz. Ebből fakadóan eleve elsődlegesen a tagállami nemzeti bankokra telepítik a jogalkotók a makroprudenciális hatásköröket. Ha azonban a központi bank nagyobb szerepet kap a pénzügyi stabilitási keretrendszerben, méghozzá úgy, hogy erősödik a szerepe a nem banki pénzügyi intézmények szabályozásában, valamint a makroprudenciális eszközök kialakításában és végrehajtásában, akkor ezeket a hatásköröket ki kell egészíteni az átláthatóság és az elszámoltathatóság hatékony mechanizmusainak bővítésével, illetve erősítésével (Duff 2014:207).

Az elszámoltathatóság és az átláthatóság biztosítása a monetáris politika tekintetében viszonylag egyszerű. A monetáris politika elsődleges célja az infláció visszaszorítása, vagyis az árstabilitás elérése és fenntartása, ami könnyen számszerűsíthető (ld. fogyasztói árindex és a nemzeti bank inflációs célkitűzésének összevetése), és e cél elérésének elsődleges eszköze, a jegybanki alapkamat meghatározása viszonylag könnyen érthető. Az árstabilitás szintjének mérhetősége egyszerűsíti a központi bank elszámoltathatóságát, és így csökkenti a függetlenség biztosításával kapcsolatos, demokratikus legitimitáció hiányából fakadó aggodalmakat (Goodhart 2011:6-7). Elméleti értelemben sokkal nehezebb azonos szintű elszámoltathatósági szintet elérni a makroprudenciális hatóság tekintetében. Ellentétben az árstabilitással, a pénzügyi stabilitást nehéz egyetlen mutatószám alapján értékelni, ugyanis még a fogalmában sincs megegyezés, ahogy ezt korábban részletesen kifejtettem, és nem létezik olyan – közmegegyezésen és tudományos megalapozáson nyugvó – mutató, mint az infláció esetében.²² Főleg nehéz a pénzügyi stabilitást értékelni a makroprudenciális hatóság működése során *ex ante*, vagyis egy pénzügyi válság bekövetkezése előtt, tekintettel arra, hogy a makroprudenciális politika elsődlegesen preventív jellegű, vagyis a pénzügyi válság kialakulásának megakadályozását célozza.

A makroprudenciális politika normatív pillére tehát a makroprudenciális hatóságok részére széleskörű mérlegelési jogkört biztosít a makroprudenciális politika megvalósítása során, amelyet a szervezeti pillér a kormányzattól való széleskörű függetlenséggel támogat meg, azzal, hogy az elszámoltathatóság mechanizmusa tartalmilag – a viszonyítási, hozzá mérési pont bizonytalansága miatt – a makroprudenciális hatóság beszámoltathatóságára korlátozódik.

²² Ebben a tekintetben a legrészletesebb elemzést az amerikai Dodd-Frank Act-tel felállított Office of Financial Research nevű intézményben végezték el, ahol 31 olyan kvantitatív mérőszámot azonosítottak, amelyet a szakirodalomban a pénzügyi stabilitás mérésére használnak (Bisias et al. 2012).

2.4. A makroprudenciális politikát megvalósító alapvető eszközök

A makroprudenciális hatóságoknak a makroprudenciális eszköztár transzparens alkalmazása érdekében, ki kell dolgozniuk a *makroprudenciális politikai stratégiájukat*.²³ A makroprudenciális politikai stratégia körkörös folyamatként fogható fel. Az *első szakaszban* azonosítani és elemezni kell a felmerülő kockázatokat, amelyek során a makroprudenciális hatóságok a releváns indikátorok segítségével feltérképezik a pénzügyi rendszer sebezhető pontjait. A *második szakaszban* megtörténik az alkalmazható eszközök *ex ante* hatásvizsgálata, majd az eszközök kiválasztása és kalibrálása, valamint az eszközök alkalmazását megelőző konzultációk lefolytatása. A *harmadik szakaszban* a makroprudenciális hatóságok aktiválják és a nyilvánosság teszti a makroprudenciális eszközöket. Végül a *negyedik szakaszban* folyamatosan figyelemmel kísérik és értékelik az alkalmazott eszközök hatásait, amely tapasztalatokat visszacsatornázva újraindul a stratégiai folyamat (Fáykiss – Szombati 2013).

A makroprudenciális politikai stratégia kiemelt jelentőségű területe a makroprudenciális hatóság eszköztárának összeállítása. A makroprudenciális célok megvalósítására – elméletben – rendkívül széleskörű eszköztár állhat rendelkezésre. Ezek az eszközök lehetnek rendszerszinten kalibrált mikroprudenciális eszközök, egyéb szabályozási eszközök, fiskális politikai eszközök – úgymint különböző adók, illetve díjak –, vagy új, kifejezetten makroprudenciális célokra kifejlesztett eszközök. A makroprudenciális politika rövid „történelmének” köszönhetően az egyes – makroprudenciális célokra használt – eszközök javarészt kísérleti fázisban, kidolgozás alatt állnak.

A szakirodalomban számos szempontból állítják rendszerbe a makroprudenciális eszköztár egyes elemeit. *Viñals (2011:22-23)* különbséget tesz olyan eszközök között, amelyeket kifejezetten a rendszerkockázatok időbeli és strukturális dimenziójának kezelésére alakítottak ki (pl. az anticiklikus tőkepuffer), valamint olyan eszközök között, amelyeket eredetileg nem a rendszerkockázatok kezelésére hoztak létre, azonban rendszerszinten is kalibrálhatóak (pl. az LTV- és LTI-ráták). *Hoogduin és munkatársai (2010:4)* a pénzügyi rendszer sebezhetősége szempontjából megkülönböztetik a tőkeáttételből származó kockázatokat kezelő eszközöket (pl. a makroprudenciális tőkeáttételi ráta), a likviditási és piaci kockázatokat kezelő eszközöket (pl. biztonsági letét ráta), valamint az összekapcsolódottságból eredő kockázatokat kezelő eszközöket (pl. koncentrációs plafonok). *Monroe és munkatársai (2010:13)* megkülönböztetik azokat az eszközöket, amelyek a mérleg eszközoldalára és amelyek a forrásoldalára vannak hatással. A hazai szakirodalomban *Szombati (2013)* megkülönbözteti a rendszerszintű likviditási kockázatok korlátozására szolgáló

²³ A makroprudenciális politikai stratégiákat az Európai Unió makroprudenciális hatóságai változatos jogi formákban fogadják el. A makroprudenciális hatóságok nagy része jogi kötőerővel, így normatív erővel nem rendelkező dokumentumot bocsát ki ld. pl. *MNB 2016a; BoS 2015*. Egyes makroprudenciális hatóságok azonban jogi kötőerővel rendelkező normatív aktusokban rögzítik a makroprudenciális stratégiájukat, ld. pl. Directive No. 11. on macro-prudential policy, Central Bank of Malta.

eszközöket (pl. a likviditási ráták, a lejárateltérési szabályok), a prociklikus bankrendszeri viselkedés mérséklését szolgáló eszközöket (pl. az anticiklikus tőkepuffer), a túlzott hitelkiáramlást korlátozó eszközöket (pl. LTV- és PTI-ráták), valamint a rendszerszinten jelentős intézmények csődvalószínűségét csökkentő eszközöket (pl. a mérlegfőösszegre vonatkozó korlátok).

Magam a szakirodalom által alkalmazott csoportosítási szempontok mellett az eszközrendszer praktikus áttekintésének biztosítása érdekében a *makroprudenciális politika célja felől közelítem meg az eszközök rendszerbe állítását*.²⁴ A makroprudenciális politika végső célja elősegíteni a pénzügyi rendszer egészének stabilitását, annak megőrzését, ezzel járulva hozzá fenntartható módon a pénzügyi szektor részéről a gazdasági növekedéshez.²⁵ Ezt a végső célt a pénzügyi stabilitást veszélyeztető konkrét piaci kudarcok alapján köztes célokra lehet bontani, annak érdekében, hogy a makroprudenciális eszközök világosabban osztályozhatók és kalibrálhatók legyenek. A *makroprudenciális politika köztes céljainak* – az ESRB/2013/1. számú ajánlása alapján – legalább: *a)* a túlzott hitelnövekedés és tőkeáttétel mérséklésére és megelőzésére; *b)* a futamidő-szerkezetek túlzott mértékű eltérésének és a piaci likviditáshiány enyhítésére és megelőzésére; *c)* a közvetett és közvetlen kitettség koncentrátságának korlátozására; *d)* az erkölcsi kockázat csökkentése céljából a rossz irányba ható ösztönzők rendszerhatásának korlátozására; valamint *e)* a pénzügyi infrastruktúra alkalmazkodóképességének megerősítésére kell fókuszálniuk. Az ún. *Tinbergen-szabály* alapján *minimálisan legalább egy eredményes eszközre van szükség minden egyes köztes cél eléréséhez (Tinbergen 1952)*. Fontos azonban jelezni, hogy a makroprudenciális politika hatékony működéséhez a gyakorlatban szükség van arra, hogy egymást kiegészítő eszközök álljanak a makroprudenciális hatóság rendelkezésére, ezzel is mérsékelve a szabályozói arbitrázs jelenségét és a transzmissziós mechanizmussal kapcsolatos bizonytalanságokat. A makroprudenciális politika egyes eszközeinek részletes vizsgálatát mellőzve (*Claessens 2014; BoE 2011*) az *1. melléklet* összefoglalja az egyes köztes célok megvalósítására alkalmas és legelterjedtebb makroprudenciális eszközöket.

A makroprudenciális eszközök tehát – a fent rögzítettek szerint – a makroprudenciális hatóság rendszerszintű felügyeleti – közigazgatási jogi dogmatikának megfelelően *piacfelügyeleti* – tevékenységének megállapításait – a pénzügyi stabilitási kockázatokot – kezelni hivatott *közhatalmi típusú aktusok*.²⁶ Fontos megjegyezni, hogy az

²⁴ Ahogy az ESRB fogalmaz: „A köztes célok azonosítása a makroprudenciális politikát operatívabbá, átláthatóbbá és elszámoltathatóbbá teszi, valamint megteremti az eszközválasztás gazdasági alapját.” Ld. *ESRB/2013/1. számú ajánlása, par. 5.*

²⁵ Ahogy az MNB makroprudenciális stratégiája fogalmaz: „(a) makroprudenciális politika alapvető célja a túlzott mértékű rendszerszintű pénzügyi kockázatok mérséklése. Ez azt jelenti, hogy a jelentős pénzügyi válságok megelőzésére kell törekednie, és arra, hogy a mégis bekövetkező pénzügyi válságok minél kisebb reálgazdasági veszteségeket okozzanak.” (*MNB 2016a:4*)

²⁶ A piacfelügyelet közigazgatási jogi fogalma, elméleti alapja legáltalánosabban a liberalizált piaci közszolgáltatások – ideértve a pénzügyi szolgáltatásokat – körében szükségszerű állami – gazdasági – beavatkozáshoz, a gazdasági verseny igazgatásához, valamint a fogyasztóvédelmi igazgatáshoz kötődik.

ügynevezett piacfelügyeleti jogkör, a szokványos (hatósági) ellenőrzési-felügyeleti jogkörnél annyival szélesebb, hogy gyakorlása, valamint az adatszolgáltatás iránti igények nem feltétlenül köthetők egyes hatósági határozatok ellenőrzéséhez, jogszabályok betartásának ellenőrzéséhez vagy egyetlen ügyfélhez (Kovács 2008:27).²⁷ Dogmatikai szempontból a közigazgatási tevékenységfajták körében a piacfelügyelet a speciális hatósági felügyelet önálló, elhatárolható, sajátos fogalmi, illetve tartalmi elemekkel bíró típusa (Lapsánszky 2012). Az elméleti alapokat tekintve a piacfelügyeletet is két részre lehet bontani: a) a piacfelügyeleti ellenőrzésre és b) az ellenőrzés eredményeként alkalmazható piacfelügyeleti jogkörökre.

A piacfelügyeleti jogkört tölti ki tartalommal – elméletben a teljes pénzügyi közvetítőrendszerre, a gyakorlatban azonban csak a bankszektorra ható – makroprudenciális politikai eszköztár, amely gazdaság szabályozó hatásait ismételten fontos kiemelni. A makroprudenciális politikai eszköztárral kapcsolatban azonban rá kell mutatni, hogy – a rendszerszintű hatásaira tekintettel – az eszközök egyrészt normatív, másrészt egyedi közhatalmi aktusokon keresztül érvényesülnek az Európai Unió tagállamainak jogában. A normatív eszközök jellemzője, hogy kizárják az aktuálisan szembeni jogorvoslati jogot, a jogalkotási eljárás garanciális szabályainak érvényesülése mellett. A makroprudenciális eszközök alkalmazására pedig jellemzően – a makroprudenciális hatóságok által kibocsátható – normatív aktusokon keresztül kerül sor. A hatályos jogra épülő gyakorlatra tekintettel a normatív aktusok rendeleti jogalkotásból, illetve – a nem konkrét címzetteknek szóló – ún. általános határozatokból tevődnek össze.²⁸ E két aktusfajta jogorvoslatihoz való joggal kapcsolatos viszonya, pontosabban a jogorvoslatihoz való jog sérelme jelentős jogi kérdéseket vet fel a makroprudenciális politikával, valamint a makroprudenciális eszközökkel kapcsolatban.

3. Záró gondolatok

A makroprudenciális politika által megvalósítandó közfeladat – (globális) közjó – a pénzügyi stabilitás fenntartásához való hozzájárulás, amely alapvetően a pénzügyi rendszer sokkokkal szembeni ellenálló képességének kialakításában, illetve a pénzügyi stabilitást veszélyeztető rendszerkockázatok felépülésének megakadályozásában

²⁷ Ebben a tekintetben a piacfelügyelet közigazgatási jogi fogalma szélesebb kört fed le, mint a pénzügyi szabályozási szakirodalomban használt piacfelügyelet (market conduct) fogalma, amely a pénzügyi piacok korrekt, szabályszerű működésének, a tőkepiaci szereplők jogositványaik szerinti, fair ügyfélkezelési és befektetési magatartásának felügyeletét foglalja magába (de Haan – Oosterloo – Schoenmaker 2015:420-421).

²⁸ Az általános hatályú rendelkezésekre ld.: Provision of a general nature on setting the countercyclical capital buffer rate for the Czech Republic No. IV/2015 of 3 December 2015. (Csehország); Általános határozat, elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/srb-altalanos-hatarozat-20151118-hu.pdf> (2016. május 20.) (Magyarország). Rendeleti szabályozásra ld. Règlement CSSF N° 16-02 sur la fixation du taux de coussin contracyclique pour le second trimestre 2016 (Luxemburg); Finansinspektionen's regulations regarding the countercyclical buffer rate (Svédország); Décision n°D-HCSF-2016-2 du 1er avril 2016 relative au taux du coussin de fonds propres contracyclique (Franciaország).

ölt testet. Ilyen értelemben véve a makroprudenciális politika *ex ante* szemléletű a válságkezelés *ex post* jellegű eszközrendszeréhez képest, amely megvalósításában természetesen egyéb szereplők – a központi bank rendkívüli likviditási segítségnyújtása, vagy szélsőséges esetekben a betétbiztosítási, illetve a szanálási rendszer – mellett a makroprudenciális hatóságnak is szerepe van. A makroprudenciális politika által megvalósítandó közjó vagy közcél azonban rendkívül határozatlan – széles mérlegelési jogkört biztosító – tartalommal bír, amelyből következően teljesülésének értékelése, vagyis a közcél hatékony megvalósítása rendkívül nehéz feladat. Az alapok tisztázatlansága, illetve széles mérlegelési teret engedő természete maga után vonja a jogi szabályozás terjedelmének és mélységének kérdéseit, ugyanis a jog garanciális szabályozása és felelősségi köröket telepítő jellemzője képes lehet ezeknek a réseknek a kitöltésére.

A makroprudenciális politika normatív oldala, vagyis a jogi keretek kialakítása azonban tovább tágítja a mérlegelési jogkör terjedelmét, amelyet a szervezeti szabályozás sem határol le, hiszen jellemzően rendkívül széles működési függetlenséget biztosít a makroprudenciális hatóságnak. Jogállami keretek között a makroprudenciális döntések mint gazdaságigazgatási aktusok – amelyek szükségképpen jogi hatással is járnak – vitathatósága a jogorvoslati jogon keresztül megteremtheti e szervek jogi kontrollját, illetve a társadalom tagjainak jogvédelmét. A makroprudenciális döntések azonban természetüket tekintve a teljes pénzügyi közvetítőrendszerre – de legalábbis annak rendszerkockázatot hordozó részére – egyidejűleg – nyitott címzetti körre vonatkozóan – fejtik ki jogi hatásukat, amely a gyakorlatban tipikusan *normatív aktusokon keresztül érvényesül*. Ebből az is következik, hogy a makroprudenciális politika gazdaságigazgatási aktusai általában jogorvoslattal nem támadhatóak meg, legfeljebb normakontroll eljárás alá vonhatók. Normakontroll eljárásban a hatáskörrel rendelkező szervek – alkotmánybíróság, rendes bíróság – alapvetően formális normakontrollt végezve a jogalkotási felhatalmazottságot, valamint a felhatalmazás terjedelmének betartását vizsgálhatják, továbbá esetlegesen a makroprudenciális eszköz alkalmazásának más alapjogokkal – pl. tulajdonjoggal – való kollíziója esetén a vizsgálat kiterjedhet az alapjog-korlátozás megengedhetőségére is. A makroprudenciális politika *egyedi, hatósági típusú döntései* esetén a jogorvoslathoz való jog – a makroprudenciális hatóság működési függetlenségéből fakadóan jellemzően bírósági felülvizsgálaton keresztül – formálisan érvényesül, azonban a rendkívül széles mérlegelési jogkörből fakadóan a bíróságnak a döntés törvényességére irányuló felülvizsgálati tevékenysége kételyeket vethet fel annak érdemi és hatékony jellegével kapcsolatban. A makroprudenciális hatóságok jogi kontrollja – a fentiekre tekintettel – a hatályos szabályozás tükrében inkább formálisnak, mintsem a döntésekkel érintettek hatékony jogvédelmét biztosító jellegűnek tekinthető.

A gazdasági világválság és a gyors cselekvés szükségszerűsége – a válságjogalkotás – nem hagyott időt a makroprudenciális politika garanciális jogi kereteinek

kialakítására. A pénzügyi stabilitás iránti igény, mint globális közjó, alapvetően a nemzeti – az Európai Unió esetében részben regionális – keretek között megvalósítandó közfeladat, a makroprudenciális politika keretében vált értelmezhetővé a világgazdasági válságot követően, a rendszerszintű kockázatok országhatárokat nem ismerő jellegére tekintet nélkül. A globális közjó lokális megvalósítása szükségszerűen feszültségeket okozhat és hatékonysági kérdéseket is felvet a makroprudenciális politika vonatkozásában, amelyeknek azonban további vizsgálatok tárgyát kell képezniük. A jogi szabályozásnak reagálnia kell a makroprudenciális hatóság mérlegelési jogkörének széles terjedelmére, és ki kell építeni azokat a jogi szabályozásban még csak szűk körben megjelenő, de a makroprudenciális hatóságok kommunikációjában, gyakorlatában jelentős szerepet betöltő mechanizmusokat, amelyek biztosítják a közigazgatás közhatalmi tevékenységének törvényességét és a döntésekért való felelősségét.

Felhasznált irodalom

- Agur, I. – Sharma, S. (2013): *Rules, Discretion, and Macro-Prudential Policy*. IMF Working Paper, No. 65.
- ASC (2014): *Allocating macro-prudential powers*. Reports of the Advisory Scientific Committee, No. 5.
- Asztalos László Gyula (2009): *A pénzügyi és a pénzintézeti válság kapcsolata*. Pénzügyi Szemle, 54. évf. 2-3. szám, pp. 360-394.
- Ayadi, R. – Arbak, E. – De Groen, W. P. (2012): *Implementing Basel III in Europe: Diagnosis and avenues for improvement*. CEPS Policy Brief, No. 275.
- Bán Tamás – Könyves Tóth Pál: *A szabályozó felügyeleti hatóság alkotmányos feltételeinek megteremtéséről*. Jogtudományi Közlöny, 52. évf. 4. szám, pp. 165-171.
- BIS (1986): *Recent innovations in international banking (Cross Report)*. CGFS Publications, No 1. <http://www.bis.org/publ/ecsc01.htm>. Letöltés ideje: 2016. március 21.
- BIS (2011): *Central bank governance and financial stability A report by a Study Group*. <http://www.bis.org/publ/othp14.pdf>. Letöltés ideje: 2016. március 21.
- Bisias, D. – Flood, M. – Lo, A. W. – Valavanis, S. (2012): *A Survey of Systemic Risk Analytics*. Office of Financial Research Working Paper, No. 0001. https://www.treasury.gov/initiatives/wsr/ofr/Documents/OFRwp0001_BisiasFloodLoValavanis_ASurveyOfSystemicRiskAnalytics.pdf. Letöltés ideje: 2016. május 16.

- BoE (2011): *Instruments of macroprudential policy A Discussion Paper*, Bank of England. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/financialstability/discussionpaper111220.pdf>. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- BoE (2014): *The Financial Policy Committee's powers to supplement capital requirements A Policy Statement*. <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Documents/fpc/policystatement140113.pdf>. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- BoI (2014): *A Macro-Prudential Policy Framework for Ireland*.
- BoP (2015): *Macro-Prudential Policy Strategy*.
- BoS (2015): *Guidelines for the Macro-Prudential Policy of the Bank of Slovenia*.
- Borio, C. (2005): *Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?* National Institute Economic Review, Vol. 192. Issue 1. pp. 84-101.
- Born, B. – Ehrmann, M. – Fratzscher, M. (2010): *Macroprudential policy and central bank communication*. BIS, 2010. <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap60n.pdf>. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- Brummer, C. (2011): *How International Financial Law Works (and How It Doesn't)*. The Georgetown Law Journal, Vol. 99. Issue 1. pp. 257-327.
- Brunnermeier, M. – Crockett, A. – Goodhart, C. – Persaud, A. D. – Shin, H. (2009): *The Fundamental Principles of Financial Regulation*. Geneva Report on the World Economy 11, International Center for Monetary and Banking Studies, Genf-London.
- CBM (2015): *Macro-prudential Policy Strategy of the Central Bank of Malta*.
- Claessens, S. (2014): *An Overview of Macroprudential Policy Tools*. IMF Working Paper, No. 214. (2014).
- Clement, P. (2010): *The term „macroprudential”: origins and evolution*. BIS Quarterly Review. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1003h.htm. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- Crockett, A. D. (2000): *Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability*. Basel. <http://www.bis.org/speeches/sp000921.htm>. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- Das, U. S. – Quintyn, M. – Chenard, K. (2004): *Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability? An Empirical Analysis*. IMF Working Paper, No. 89.
- de Haan, J. – Oosterloo, S. – Schoenmaker, D. (2015): *Financial Markets and Institutions. A European Perspective*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Denters, E. (2009): *Regulation and Supervision on the Global Financial System – A Proposal for International Reform*. Amsterdam Law Forum, Vol. 1. No. 3. pp. 63-82.

- Duff, A. W. S. (2014): *Central Bank Independence and Macroprudential Policy: A Critical Look at the U.S. Financial Stability Framework*. Berkeley Business Law Journal, Vol. 11. Issue 1. pp. 183-220.
- Erdős Mihály – Mérő Katalin (2010): *Pénzügyi közvetítő intézmények*. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- ESRB (2014a): *The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector*. https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140303_esrb_handbook_mp.en.pdf. Letöltés ideje: 2016. május 20.
- ESRB (2014b): Recommendation on the macro-prudential mandate of national authorities (ESRB/2011/3) Follow-up Report – Overall assessment.
- Fáykiss Péter – Szombati Anikó (2013): *Makroprudenciális felügyelet az eurozónán kívüli európai országokban*. MNB szemle, Különszám, október, pp. 63-70.
- Fazekas János (2015): *Az önálló szabályozó szervek rendeletalkotási tevékenysége Magyarországon*. Új Magyar Közigazgatás, 8. évf. 2. szám, pp. 15-21.
- Ferran, E. – Kern A. (2011): *Can Soft Law Bodies be Effective? Soft Systemic Risk Oversight Bodies and the Special Case of the European Systemic Risk Board*. University of Cambridge Faculty of Law Research Paper, No. 36/2011. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1676140. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- Giese, J. – Nelson, B. – Tanaka, M. – Tarashev, N. (2013): *How could macroprudential policy affect financial system resilience and credit? Lessons from the literature*. Financial Stability Paper, No. 21.
- Giovanni, M. (2000): *A New Architecture for the Global Financial Market: Legal Aspects of International Financial Standard Setting*. In: Giovanni, M. (Eds.): *International Monetary Law, Issues for the New Millennium*. Oxford University Press, Oxford, pp. 3-60.
- Glavanits Judit (2015): *A pénzügyi piac szabályozásának és felügyeletének új irányai*. In: Kálmán János (szerk.): *A pénzügyi piac szabályozásának és felügyeletének aktuális kérdései*. Batthyány Lajos Szakkollégiumért Alapítvány, Győr.
- Gola, C. – Spadafora, F. (2009): *Financial Sector Surveillance and the IMF*. IMF Working Paper, No. 09/247.
- Goodhart, C. A. E. (2011): *The Macro-Prudential Authority: Powers, Scope and Accountability*. OECD Journal: Financial Market Trends, Issue 2.
- Holló Dániel (2013): *Rendszerszintű stresszindex a magyar pénzügyi rendszerre*. Hitelintézeti Szemle, 12. évf. 4. szám, pp. 253-284.

- Hoogduin, L. (et. al.) (2010): *Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*. CGFS Papers, No. 38.
- Horváth Edit – Mérő Katalin – Zsámboki Balázs (2002): *Tanulmányok a bankszektor tevékenységének prociklikusságáról*. MNB Műhelytanulmányok, No. 23.
- Horváth M. Tamás (2004): *A szabályozó hatóság típusú közigazgatási szervek szabályozási koncepciója*. Magyar Közigazgatás, 54. évf. 7. szám, pp. 403-407.
- IMF (1998): *Key Aspects of a Framework for a Sound Financial System*. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wefstoward/pdf/file03.pdf>. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- IMF (2014): *Staff Guidance Note on Macroprudential Policy*. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/110614.pdf>. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- Jickling, M. (2010): *Causes of the financial crisis*. Congressional Research Service, Washington.
- Kálmán János (2015): *A makroprudenciális politika fogalmi keretei és helye a gazdaságpolitika rendszerében*. Jog – Állam – Politika, 7. évf. 2. szám, pp. 27-44.
- Kern, A. – Eatwell, J. – Persaud, A. – Reoch, R. (2007): *Financial Supervision and Crisis Management in the EU*. European Parliament.
- Kern, A. (2014): *International economic law and macro-prudential regulation*. In: Cottier, T. – Lastra, R. M. – Tietje, C. – Satragno, L. (Eds.): *The Rule of Law in Monetary Affairs*. Cambridge University Press, Cambridge, pp. 519-544.
- Kovács András György (2009): *Mitől szabályozó egy hatóság?* In: Valentiny Pál – Kiss Ferenc László: *Verseny és szabályozás 2008*. MTA Közgazdaságtudományi Intézet, Budapest, pp. 13-45.
- Lapsánszky András (2012): *A hatósági ellenőrzés és a hatósági felügyelet alapkérdései*. In: Patyi András (szerk.): *Hatósági eljárásjog a közigazgatásban*. Budapest-Pécs, Dialóg Campus.
- Lapsánszky András (2014): *A szabályozó hatóság jogállásának, szervezetének és „szabályozó” feladatainak elméleti alapjai, sajátosságai*. Új Magyar Közigazgatás, 7. évf. 3. szám, pp. 1-10.
- Lastra, R. M. – Wood, G. (2010): *The Crisis of 2007-09: Nature, Causes, and Reactions*. Journal of International Economic Law, Vol. 13. No. 3. pp. 531-550.
- Lastra, R. M. (2014): *Do We Need a World Financial Organization?* Journal of International Economic Law, Vol. 17. No. 4. pp. 787-805.

- Lastra, R. M. (2015): *Systemic Risk and Macro-prudential Supervision*. In: Moloney, N. – Ferran, E. – Payne, J. (Eds.): *The Oxford Handbook of Financial Regulation*. Oxford University Press, Oxford.
- Lipshaw, J. M. (2011): *The Financial Crisis of 2008-2009: Capitalism Didn't Fail, but the Metaphors Got a "C"*. *Minnesota Law Review*, Vol. 95. Issue 5. pp. 1532-1567.
- Losonczi Miklós (2010): *A globális pénzügyi válság és az Európai Unió*. *Pénzügyi Szemle*, 55. évf. 4. szám, pp. 765-780.
- Lublóy Ágnes (2003): *Rendszerkockázat a bankszektorban*. *Hitelintézeti Szemle*, 2. évf. 4. szám, pp. 70-90.
- Mérő Katalin (2003): *A gazdasági növekedés és a pénzügyi közvetítés mélysége*. *Közgazdasági Szemle*, L. évf. július-augusztus, pp. 590-607.
- Mérő Katalin – Zsámboki Balázs (2003): *A bázis II. tőkeegyezmény és a prociklikusság egyes összefüggései. Várható magyarországi hatások a nemzetközi tapasztalatok tükrében*. In: *Tanulmányok az új bázis tőkeegyezmény várható hatásairól*. MNB Műhelytanulmányok, No. 27. pp. 21-46.
- Mérő Katalin – Pirooska Dóra (2013): *A makroprudenciális bankszabályozás és -felügyelet keretrendszerének kialakítása. Egy paradigmaváltás elemzése*. *Hitelintézeti Szemle*, 12. évf. 4. szám, pp. 306-325.
- MNB (2016a): *A Magyar Nemzeti Bank makroprudenciális stratégiája*. <https://www.mnb.hu/letoltes/az-mnb-makroprudencialis-strategiaja-2016.pdf>. Letöltés ideje: 2016. május 20.
- MNB (2016b): *Pénzügyi Stabilitási Jelentés*. <https://www.mnb.hu/letoltes/penzugyi-stabilitasi-jelentes-2016-majus.pdf>. Letöltés ideje: 2016. július 27.
- Móczár József (2010): *A globális pénzügyi válság anatómiája és tanulságai*. *Pénzügyi Szemle*, 55. évf. 4. szám, pp. 727-749.
- Monroe, M. F. (et. al.) (2010): *Preliminary Considerations for a Macro-prudential Supervisory Framework*. International Banking Federation Working Group on Macro-Prudential Supervision.
- Owen, E. (et al.) (2000): *Macroprudential Indicators of Financial System Soundness*. IMF, Washington. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/192/op192.pdf>. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- Padoa-Schioppa, T. (2002): *Central Banks and Financial Stability: Exploring A Land in Between*. Policy Panel Introductory Paper, ECB. <https://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/tps.pdf>. Letöltés ideje: 2016. május 16.

- Quintyn, M. – Taylor, M. (2002): *Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability*. IMF Working Paper, No. 46.
- Rajan, R. G. (2009): *The Credit Crisis and Cycle-Proof Regulation*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 91. No. 5. Part 1. pp. 397-402.
- Rochet, J. C. (2005): *A Framework for Macroprudential Banking Regulation*. Revista de Economía, Vol. 12. Issue 1. pp. 6-16.
- Scott, H. S. (2010): *Reducing Systemic Risk Through the Reform of Capital Regulation*. Journal of International Economic Law, Vol. 13. No. 3. pp. 763-778.
- SNB (Swiss National Bank 2014): *Implementing the countercyclical capital buffer in Switzerland: concretising the Swiss National Bank's role*. https://www.snb.ch/en/mmr/reference/CCB%20communication/source/CCB%20communication_e%20ng.pdf. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- Stiglitz, J. E. (2009): *The current economic crisis and lessons for economic theory*. Eastern Economic Journal, Vol. 35. No. 3. pp. 281–296.
- Szombati Anikó (2013): *A makroprudenciális felügyeleti hatáskör Magyarországon*. In: Lenter Csaba (szerk.): Bankmenedzsment. Bankszabályozás – pénzügyi fogyasztóvédelem. Nemzeti Közszerkesztési és Tankönyvkiadó.
- Tinbergen, J. (1952): *On the Theory of Economic Policy*. North-Holland Publishing Company, Amsterdam.
- Turnbull, J. (2006): *Financial Stability: A Global Public Good*. Expert Paper Series Three: Financial Stability, Stockholm. <http://www.regeringen.se/contentassets/931b86080a7547b698a-4441a2440c4db/global-public-goods-financial-stability>. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- Viñals, J. (2011): *Macroprudential Policy: An Organizing Framework*. IMF.

1. melléklet

1. A túlzott hitelnövekedés és tőkeáttétel mérséklése, megelőzése
a) az anticiklikus tőkepuffer b) a szektorális tőkekövetelmények c) a makroprudenciális tőkeáttételi ráta d) az LTV-, LTI/DSTI-követelmények e) a tőkemegőrzési pufferek
2. A futamidő-szerkezetek túlzott mértékű eltérésének és a piaci likviditáshiánynak az enyhítése és megelőzése
a) a finanszírozási forrásokkal kapcsolatos makroprudenciális korlátozások (a nettó stabil finanszírozási ráta) b) a likviditási ráták c) az egyéb makroprudenciális határértékek d) biztonsági letét és haircut-követelmények
3. A közvetett és a közvetlen kockázati pozíciók koncentrátságának korlátozása
a) a nagy nyitott pozíciók korlátozása b) a különböző tőke alapú eszközök
4. A rossz irányban ható ösztönzők rendszerhatásának korlátozása az erkölcsi kockázat csökkentése céljából
a) többlet-tőkekövetelmény a jelentős pénzügyi intézményekre vonatkozóan
5. A pénzügyi infrastruktúra alkalmazkodóképességének megerősítése
a) a betétbiztosítási rendszereket b) a fokozott közzétételi kötelezettségeket c) a strukturális rendszerkockázati puffert

Felügyelés robusztus kockázati monitoring alkalmazásával – ciklusfüggetlen magyar vállalati minősítő rendszer*

Inzelt György – Szappanos Gábor – Armai Zsolt

A nemzetközi és a hazai prudenciális szabályozás elsődlegesen a felügyelt hitelintézetek hitelezési politikájának, valamint, kapcsolódóan, az abban felhasznált belső modelleknek az ellenőrzését utalja a felügyelet hatáskörébe. A 2009. évvel kezdődő válságidőszak ugyanakkor rámutatott arra, hogy sok esetben azonos hitelezési politikával rendelkező hitelintézetek materiálisan eltérő tőke- és kockázati költséget kivetítő belső modelleket alkalmaznak ügyfelek minősítése során. Emiatt a közelmúltban a nemzetközi felügyeleti munkában is hangsúlyos szerepet kapott az egyes belső modellek összehasonlíthatóságát lehetővé tevő, valamint az egyes intézmények hitelezési gyakorlatát folyamatosan nyomon követő monitoringeszközök fejlesztése. Jelen tanulmány egy lehetséges, egyszerű, ugyanakkor stabil és jól alkalmazható vállalati monitoring-keretrendszert ismertet, amely összhangban van a hazai és a nemzetközi jogszabályi háttérrel és legjobb gyakorlattal.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: C55, C53

Kulcsszavak: modellezés és elemzés nagy adatbázisokon, előrejelzés

1. A monitoringeszköz fejlesztési jellemzői és célkitűzések

1.1. Az ügyfélminősítésben alkalmazott belső modellek

Az ügyfélminősítésben a hitelintézetek által alkalmazott belső, hitelképességet, nem-telejesítési valószínűséget (probability of default – PD) felmérő modellek esetében általánosságban kijelenthető, hogy legfontosabb célkitűzésként a szeparáló erő maximalizálása jelentkezik. A szabályozói elvárás elsődlegesen a minél erősebb szeparáló erő [CRR 174. cikk (a)], és csak mintegy másodlagosan kerül rögzítésre, hogy a minősítési kategóriákba soroláshoz, valamint a kalibrált PD-értékeknek az intézmény üzleti és kockázatkezelési folyamatait kell tükröznie [CRR 171. cikk (c)]. Részben talán ebből is következően, sok esetben az intézmény maga sem deklarálja

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Inzelt György az MNB Hitelintézeteki Felügyeleti Igazgatóságának osztályvezetője. E-mail: inzeltgy@mnb.hu.

Szappanos Gábor az MNB Hitelintézeteki Felügyeleti Igazgatóságának vezető felügyelője.

E-mail: szappanosg@mnb.hu.

Armai Zsolt az FHB Nyrt. vezető modellvalidációs szakértője.

E-mail: armai.zsolt@t-online.hu (külső konzulens).

A kézirat első változata 2016. július 10-én érkezett szerkesztőségünkbe.

egyértelműen, hogy milyen célokkal fejleszti a belső modelljét – a gazdasági ciklus minden pontján stabil minősítés vagy adott időpontra vonatkozó minél pontosabb PD-bebecslés a cél. Természetesen a hitelezett ügyfélkörnek nyújtott termékek lejáratának függvényében mindkét megközelítés életképes és indokolt lehet, ugyanakkor sok esetben tapasztalható, hogy rövid távú termékek árazásában cikluson átívelő PD kerül felhasználásra, valamint fordítva, hosszú távú terméket áraznak adott időpillanatot jellemző kockázati tényezőkkel, és gyakori a „hibrid” minősítési és PD-kalibrálási megközelítés is.

Jelen tanulmányban egy ciklusokon átívelő belső kockázati besorolást leginkább megközelítő módszertant alkalmazunk, mely a következő kívánalmaknak felel meg:

- (1) az egyes minősítési kategóriákba sorolt vállalatok száma (aránya) közel változatlan a ciklus minden pontján, tehát
- (2) az egyes minősítési kategóriák közötti rövid- és középtávú migráció nagyobb mértékben a külső makrogazdasági környezet megváltozására, kisebb mértékben egy-egy adott vállalat pénzügy-gazdasági jellemzőinek megváltozására vezethető vissza.
- (3) Az egyes kategóriák nem csupán az egyes vállalatok közötti relatív kockázatos-ságot ragadják meg, hanem mindez olyan módon valósul meg, hogy az egyes kategóriákban megfigyelt PD-érték módosul a külső gazdasági környezet kedvezőtlenebbé válásával. Természetesen sem tökéletes cikluson átívelő, sem tökéletesen az adott időpillanatot jellemző modellezési keretrendszer nem létezik, ugyanakkor – a lentebbiek szerint – a változók megfelelő megválasztásával, legalábbis a mikro- és kisvállalati szegmensekben, elérhető egy közel gazdasági ciklustól független monitoring- és besorolási módszertan.

A modellezés célja és kiindulópontja elsődlegesen tehát a fentebbi kritériumoknak megfelelő, hosszú távú besorolási minősítő rendszer létrehozása volt, a rangsoroló erő mellett különös tekintettel a megfelelő kalibrálhatóságra a PD-paraméter tekintetében. Másodsorban célként jelölhető meg egy robusztus, azaz újrakalibrációra és újrabecslésre csak kivételes események előfordulásakor, vagy akkor sem szoruló módszertan és szegmentációs keretrendszer megalkotása. A lentebbiekben ismertetett kvalitatív és kvantitatív tesztek tehát e kettős célrendszernek való megfelelést vizsgálják.

A módszertani célkitűzések mellett a monitoringeszköz fejlesztésének végső célkitűzése annak gyakorlati, a rendszeres felügyelés keretében történő felhasználása. Ezt a célt szolgálja a robusztus jelleg, amely könnyű vezetői interpretálhatóságot és az üzemeltető szakértők részéről minimális karbantartási igényt von maga után. Továbbá a cikluson átívelő kalibráció egy adott pénzintézmény vállalati portfóliójának hosszú távú kockázatának részletes elemzését teszi lehetővé, és a további

fejlesztési irányok viszonylag egyszerű, moduláris beépítését. Végezetül említést érdemel az célkitűzés is, amely a nemzetközi felügyeleti gyakorlattal, módszertannal való összhangot, a legjobb nemzetközi gyakorlatok hazai implementációját kívánja elérni. Ezek között említhetjük a *Bank of England (2015, 2. alpont)* egyszerűsített hitelkockázati tőkekövetelmény-számítási szegmentációját, valamint az Európai Központi Bank referenciaszámításainak alkalmazását a különböző, első és második pilléres modell-felülvizsgálatok során (*Schoenmaker és Véron 2016:130*).

1.2. A felhasznált adatbázisok

A szegmentáció és a modellezés során felhasznált adatokat a NAV és az Opten adatbázisából nyertük. Az adatbázisokat kizárólag statisztikai, azaz anonim módon használtuk fel, sem a szegmentáció, sem a modellezési lépések során nem támaszkodtunk egyedi ügyfeladatokra. Ügyféltörzsként a NAV-adatbázist jelöltük ki, tekintettel arra, hogy ezen adatbázis tartalmazza az adott vállalkozás hivatalos mérleg- és eredményadatait, valamint teljes körű cégregiszterként fogható fel. Az Opten-adatbázis megfelelő mezője szolgált a negatív jogi események (ezek tételesen: felszámolási eljárás, csődeljárás, bírósági törlési eljárás, befejezett felszámolás, kényszer-végelszámolás) mint „kemény” nem-teljesítési esemény jelzőjeként, azaz kimeneti változóként. Tekintettel arra, hogy a negatív jogi események elindulása után elenyésző hányadban (lényegében alacsonyabb, mint 1 százalékos mértékben) tér vissza működő, tiszta státuszba az adott vállalkozás, a modellezés során minden, negatív eseménnyel érintett vállalkozást az első negatív eseménnyel vettünk figyelembe.

Ahogy az a fentiek alapján is kiténik, a magyarázó változók köre (mérleg- és eredményadatok) éves gyakoriságú, és a hitelintézeti modelleket tekintve „applikációs” jellegű. Amint azt a későbbiekben bemutatjuk, e megközelítéssel is elfogadható pontossággal elvégezhető a kockázati szegmentáció.

A NAV- és az Opten-adatbázis elemzése tekintetében a rendelkezésre álló szakirodalom (*Bauer és Endrész 2016, 1.táblázat*) részletesen ismerteti, hogy a beszámoló leadásától számítva átlagosan a negatív események 33,8 százaléka az első éven belül, 21,1 százaléka az első és a második év között, míg 14,7 százaléka a második és harmadik év között következik be, és a fennmaradó, hozzávetőleg 30 százalék pedig a későbbi években. A hivatkozott elemzést ehelyütt nem ismételjük meg, tekintettel arra, hogy nem tapasztaltunk eltérő jelenséget az adatbázisok elemzése során. Amit lényegesnek tartunk kapcsolódóan kiemelni, az az, hogy a fentiek megfelelő fejlesztési és folyamatos validációt tesznek szükségessé. Ezen validációs elemzéseket jelen tanulmány megfelelő alrészeiben ismertetjük.

1.3. Alkalmazott szegmentációs és modellezési megközelítés

A vállalati nem-teljesítés vagy csődkockázat modellezése, annak módszertana meglehetősen hosszú előzményekre tekint vissza. Ehelyütt terjedelmi okokból nem vállalkozunk teljeskörűséget akár csak megközelítő áttekintés nyújtására, mindössze a nemzetközi és hazai legjelentősebb előzményeket tekintjük át – a nemzetközi irodalmat a cikksorozat motivációja, míg a hazai irodalmat a felhasznált adatbázisok és gyakorlatok tekintetében mutatjuk be.

1.3.1. Szakirodalmi áttekintés

Nemzetközi kitekintésben elmondható, hogy mind üzleti, mind felügyeleti-prudenciális oldalról rendkívül sokszínű a vállalati nem-teljesítés vagy csődkockázat modellezésére alkalmazott módszertan. A Bank for International Settlements egy nemzetközi felügyelési felmérés keretében vizsgálta meg az első pilléres kockázati súlyban „hasonlónak” tekinthető kockázati profilú nagybankok esetében megfigyelhető eltéréseket (*BIS 2013*). A tanulmány a vállalati szegmens esetében elsődlegesen a PD-paraméter eltéréseire vezeti vissza a kockázati súlyban jelentkező, teljes mértékben nem indokolható variabilitást. Hasonló következtetésre jutott a brit jegybank 2012. novemberi stabilitási jelentésében (*Bank of England 2012*), amelynek 3. fejezetében a vállalatok kockázati súlyainak vonatkozásában rendkívül magas, időpillanattól függően 50-150 százalék között szóródó variabilitást mutat be. Ennek magyarázata részben nyilvánvalóan az intézmények kockázati profilja, ugyanakkor jelentős mértékben az intézmények számára becsléshez rendelkezésre álló mintaméret, valamint az alkalmazott módszertan is befolyásolja. Utóbbi még viszonylag nagy, több tízezres ügyfélszámú portfóliók esetében is a materiális eltérés egyik legjelentősebb forrása volt. Mindez tehát azt jelenti, hogy egy felügyeleti referencia- vagy monitoringmodellnek nem pusztán belsőleg, módszertanilag kell konzisztensnek lennie, hanem a lehetséges legszélesebb mintát kell lefednie. Éppen ezért mi a hazánkban bejegyzett kettős könyvelést vezető nem-pénzügyi vállalatok teljes körét bevonjuk az elemzésbe, egységes módszertan alapján.

A hazai szakirodalom a nemzetközi szakirodalomhoz hasonlóan meglehetősen változatos. A legelső publikációk között, amelyek a hazai kis- és középvállalkozások nem-teljesítési kockázatának becslését kísérelték meg, említhetjük *Hajdu és Virág (1996 és 2001)* két publikációját. Az MNB szakértői vállalati hitelkockázati témakörben az elmúlt években több megközelítést is ismertetnek, ehelyütt módszertan és megközelítés tekintetében jelen tanulmányhoz némely tekintetben hasonló megközelítést mutatnak be *Banai és szerzőtársai (2013)*, valamint *Bauer és Endrész (2016)*. Tanulmányunk legközelebbi „rokonaként” ez utóbbi említhető, tekintettel arra, hogy ugyanazon adatkörre (NAV- és Opten-adatbázis) és ugyanazon kimeneti, azaz a jogi negatív eseménykörre került becslésre és kalibrálásra, továbbá, összhangban a banki üzleti folyamatokkal, vállalati alszegmensen meghatározott előrejelző modelleket

mutat be. A lényeges eltérések Bauer és Endrész megközelítéséhez viszonyítva a cél-és eszközrendszerünkben vannak:

- Jelen tanulmányban elsősorban a monitoringszempontok dominálnak, míg az MNB műhelytanulmánya makrogazdasági változók beépítésével hangsúlyozottabban előrejelző modell építését tűzte ki célul.
- Kapcsolódóan, jelen tanulmány és cikksorozat elsődleges célkitűzése a hosszú és rövid távú kalibráció módszertanilag minél tisztább megvalósítása, míg az említett szakirodalomban a szerzők kizárólag a minél magasabb rangsoroló erő elérését célozták, kalibrációs szempontokat nem, vagy csak nagyon korlátozottan vettek figyelembe.
- A hivatkozott szerzőpáros klasszikus logisztikus regressziós becslési és változószelekciós módszertant alkalmaz, míg jelen tanulmányban szakértői kiigazításokkal alkalmaztunk gépi tanulási algoritmusokat, bár ugyanúgy logisztikus regresszió felhasználásával.
- Bauer és Endrész negatív eseményként a csődeljárást, a felszámolást, valamint végelszámolást határozta meg, míg jelen tanulmányban a már bemutatott módon ennél valamelyest bővebb kört, azaz a felszámolási eljárást, a csődeljárást, a bírósági törlési eljárást, a befejezett felszámolást, valamint a kényszer-végelszámolást tekintettük negatív eseménynek. Az e helyen ismertetett eltérés sem a negatív esemény rátaszintjében, sem annak dinamikájában nem okoz lényeges eltérést.

Összegezve tehát: míg Bauer és Endrész széles változókört felhasználva erős prediktív negatív esemény előrejelzésére alkalmas modell meghatározását tűzte ki célul, makrogazdasági változókat is a modellbe építve, jelen tanulmányban egy „minimalista”, könnyen karban tartható, adott esetben felügyeleti monitoringcélokra is alkalmas szegmentációs és modellezési keretrendszert mutatunk be.

1.3.2. Alkalmazott adatképzési és modellezési módszertan

Az előző pontokban ismertetett elvekkel összhangban, a szegmentáció és a modellezés során cikluson átívelő, könnyen karbantartató, stabil monitoringeszköz összeállítása volt a cél. Tekintettel arra, hogy a pénzügyi profilú vállalkozások (hitelintézetek, biztosítók, pénzügyi vállalkozások stb.) sajátos, a nem-pénzügyi vállalatoktól eltérő kockázati profillal rendelkeznek, jelen tanulmányban a kettős könyvelést vezető, nem-pénzügyi vállalatokra fejlesztettünk szegmentációs eszközt. A nemzetközi, nagy adatbázisokon történő modellezési gyakorlatot áttekintve, többféle megközelítés ismeretes, ezek közül az adatvezérelt megközelítést alkalmaztuk (Norvig 2009). Ez azt jelenti, hogy a nagy adatbázisok összeállítása után a lehető legegyszerűbb, könnyen karban tartható modelleket választottuk, minimális szakértői kiigazítás mellett. Ennek előnye, hogy bár további változók és összetettebb modellek alkalmazása mellett erősebb, jobb ügyfélminőség-szeparációs teljesítmény érhető el, annak hosszabb

távú stabilitása kérdéses, valamint a tapasztalatok szerint a hitelkockázati modellek esetén a relatív teljesítményjavulás sem minden esetben jelentős.

A fejlesztés, azaz mind a mintán belüli paraméterbecslés, mind a mintán kívüli, valamint az időkizárt tesztelés során a beszámoló fordulónapjától (jellemzően és túlnyomó részben adott év december 31. napja) számított 1 éves kimeneti időablakot alkalmaztunk. Az 1.2. pontban már hivatkozott, rendelkezésre álló szakirodalom (Bauer – Endrész 2016) a fejlesztés során 2 éves kimeneti időablakot használt, mert adott évi beszámoló után a negatív események átlagosan 55 százalékban az első két évre koncentrálnak. Jelen tanulmányban ettől eltérően, de összhangban az éves adóbevallási ciklussal, 1 éves kimeneti ablakon fejlesztettük a modellt, majd megvizsgáltuk, hogy középtávú időkizárt mintán (azaz 1 ¼ éves időtávon), valamint hosszú távon (azaz adott évi beszámoló leadása után évekre előretekintve) stabil-e a minősítési kategóriákba rendezés.

Összegezve tehát, a kettős könyvelést vezető nem-pénzügyi vállalatokra vonatkozóan adatvezérelt, stabil, könnyen interpretálható és karbantartható szegmentációs és modellezési megközelítést alkalmaztunk, melyet kimeneti változóként az Opten-adatbázis negatívesemény-érintettsége, míg magyarázó változóként a vállalkozások mérleg- és eredményadatai vezéreltek. (Egy későbbi tanulmányban érdemes a szegmentációs modellek finomhangolásának lehetőségét vizsgálni további adatok bevonásával.)

Végezetül kiemelendő, hogy az úgynevezett speciális finanszírozási céllal létrehozott vállalkozásokat nem szűrtük ki az adatbázisból. Tekintettel arra, hogy ezen vállalkozások körének pontos körülhatárolása, leválasztása a cégcsoportról nem minden esetben kézenfekvő feladat, valamint hogy a modellezés darabszám alapon történt, ezen vállalkozások mintában maradása nem okoz materiális torzítást (tekintettel arra, hogy összességében néhány 10-100 vállalkozásról van szó), szükség esetén, pontos beazonosítás után következmények nélkül kiemelhetőek a mintából.

2. Vállalati monitoring

2.1. Szegmentáció

A szabályozó elvárása szerint a kockázati modellezés során [CRR 170. cikk (4)] a portfóliót homogén kockázati szegmensekre kell osztani. Az elvárás közgazdasági háttere a vállalati szegmens esetében az, hogy egy néhány főt foglalkoztató mikro- vagy kisvállalkozás – bevételi forrásait tekintve – sokkal kevésbé diverzifikált, mint egy közép- vagy nagyvállalat, valamint tőke- és likviditási tartalékai is relatíve alacsonyabbak, mint egy érett vállalatéi. Mindezt megerősíti a már hivatkozott adatbázisokon a 2014. évi beszámolók alapján készített statisztika (1. táblázat).

1. táblázat

Összegző tábla a vállalati szegmensek jellemzőiről (nem-pénzügyi vállalatok)

	Alkalmazott szegmens-határ (mrd Ft)	Vállal-kozások száma (db)	Összes nettó árbe-vétel (mrd Ft)	Jegyzett tőke / Mérleg-főösszeg	Nyeréséges vállal-kozások aránya	Átlagos létszám (fő)	Átlagos mérleg-főösszeg (mrd Ft)
Nagyvállalat	>15	576	43.305	11,8%	82%	840	63,86
Középvállalat	2 – 15	3.525	16.860	8,0%	88%	121	5,17
Kisvállalat	0,3 – 2	18.268	12.791	2,9%	89%	25	0,70
Mikrovállalat	0 – 0,3	345.959	9.191	0,5%	67%	2	0,03

Forrás: A NAV adatbázisa alapján saját számítás

A táblázatban felhasznált, nettó árbevétel alapú szegmentáció részben igazodik a nemzetközi szabályozásban elvárt szegmenshatárokhoz (*EU KKV-törvény 2005; CRR 174. cikk*). Ugyanakkor a közép- és nagyvállalati szegmens leválasztásakor a szegmentációban elsődlegesen hazánk sajátosságaihoz igazodtunk, részben szakértői, részben a szegmentációs modell kialakításakor a 2000-2016 közötti évek kvantitatív eszközök (döntési fa) által lényegében konzisztens módon meghatározható nettó árbevétel alapú szegmenshatárok figyelembe vételével. A létszámadatok áttekintésével megállapítható, hogy jelentősen eltérő szegmentációhoz nem jutnánk a létszámadatok további elemzése és figyelembe vétele mellett sem.

2.2. Alkalmazott modellezési gyakorlat

Ahogy arra a korábbiakban utaltunk, a modellezés az egyes vállalati szegmenseken belül adatvezérelt módon, szakértői kiigazítás alkalmazásával történt, a következő lépésekben:

- (1) Az adott nettó árbevételű szegmens leválogatása az adott évi, végleges (adott esetben javított) beszámoló alapján. A modellezés során minden évben csak azon vállalkozásokat vettük figyelembe, amelyek benyújtottak adóbevallást – amelyek esetében ez hiányzott, azokkal az adott évben nem számoltunk, hiszen ezek lényegében „alvó” vállalkozások, jellemzően több évi negatív eredménnyel, amelyek magasabb kockázatát a korábbi évi beszámolók már megragadják.
- (2) A mérleg- és eredménykimutatás változók felhasználásával minden egyes évben (az 1999-2013 közötti időszakban) kiválasztásra kerültek azon pénzügyi változók, amelyek a legerősebb előrejelző erővel rendelkeztek a beszámoló után egy éven belül bekövetkező jogi negatív események tekintetében. Ezen változókból szakértői megítélés alapján képeztünk összetett pénzügyi mutatókat (ld. lentebb). A kiugró értékek szűrése érdekében a változók „pseudo”-logaritmusát képeztük (negatív értékű mutató esetén az abszolút értékének logaritmusának mínusz egyszeresét képeztük).

- (3) Logisztikus regresszióval minden egyes évre megbecsültük a kiválasztott összetett pénzügyi mutatók együtthatóit, majd a ciklus (1999-2013) egyes pontjain kapott paramétereket kiátlagoltuk. Az alkalmazott módszer lényegében a gépi tanulásban jól ismert „bagging” (*bootstrap aggregating*), azaz bootstrap módszerrel létrehozott almintákon becsült paraméterek értékeit átlagoltuk ki (*Breiman 1996*), ahol az összes előrejelző modell logisztikus regressziós eljárás volt. A módszer a gyakorlati felhasználás során csaknem az összes tanuló algoritmus, így a logisztikus regresszió esetében is demonstrálhatóan stabilabb eredményekre vezet – a később bemutatott eredmények alapján jelen esetben is.
- (4) Az adott nettó árbevételű szegmensen belül, a (3) pontban meghatározott „ciklusfüggetlen” modellel pontszámot rendeltük minden egyes vállalathoz, majd sávhatárok meghatározásával kockázati kategóriákba rendeztük azokat.

Természetesen a fentebbi négy modellezési lépés (2)-(4) pontja között iteratív megközelítést alkalmaztunk, melynek során azon változókat, amelyek nem bizonyultak stabilnak – akár adatminőségi, akár más okból –, nem használtuk fel az adott, végső, nettó árbevétel-határokkal definiált alszegmens modellezése során.

A fenti (2) pont fedi le a modellezés során kötelezően elvégzendő változószelekciós lépést. A változószelekciót első lépésként, a fentebb ismertetett iteratív folyamat megkezdése előtt, az egyes pénzügyi (mérleg- és eredményadatok) esetében felmértük az egyes változók sorbarendezési erejét, minden évre és minden szegmensre vonatkozóan. Ezután, kizártuk azon változókat, amelyek együtthatói instabilnak, volatilisnek bizonyultak a modellezési mintán. Végül a stabil, erős sorbarendezési erejű változókból a már ismertetett módon képeztük az összetett változókat, amelyek minden esetben erősebbnek bizonyultak a változók külön-külön mért sorbarendezési erejénél.

A fenti (4) pont keretében végeztük el a vállalkozások pontozását a hosszú távú paraméterek felhasználásával, majd a kockázati kategóriákba rendezést. Utóbbi lépést döntési fa alkalmazásával, optimális vágási pontok meghatározásával végeztük (*Joopia 2016*). Ezen lépés csaknem teljes mértékben adatvezérelten került végrehajtásra, egy kiigazítással: az évente meghatározott kockázati pontszám-sávhatárok számosság tekintetében nem egyeztek meg minden évben, értékük szerint ezzel szemben lényegében ugyanazon sávhatárok ismétlődtek. Ebből következően a leggyakoribb, stabilnak tekinthető sávhatárokat választottuk ki a végleges kockázati besorolás meghatározása során.

2.3. Monitoringmodellek az egyes szegmenseken belül

A nagyvállalatok hitelkockázati minősége számosságukat tekintve egyedileg is kiértékelhető, és esetükben speciális jellegükből következően helytállóbb is az elemzői jellegű kockázatértékelési megközelítés. Ebből következően lejjebb a 2.1. pontban

bemutatott nettó árbevétel alapján szétválasztott mikro-, kis- és középvállalati szegmensek további szegmentációját mutatjuk be.

2.3.1. Mikroállalati szegmens

A mikroállalati szegmensben a 2.2. alpontban leírt iterációs folyamat eredményeképpen a 2. táblázatban bemutatott változók bizonyultak stabil magyarázó erővel rendelkező, a ciklus minden pontján megfelelő teljesítményt mutató indikátornak.

2. táblázat														
A mikroállalati szegmenshez kiválasztott magyarázó változók és értékük az adott évi beszámoló mellett														
Beszámoló éve (fordulónap: dec. 31.)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Átlag
Adósságteher	0,085	0,070	0,090	0,100	0,089	0,100	0,085	0,094	0,092	0,080	0,069	0,053	0,088	0,084
Befektetett eszközök / Hosszú kötelezettségek	0,065	0,081	0,050	0,043	0,044	0,039	0,066	0,065	0,071	0,060	0,077	0,086	0,061	0,062
Likvid eszközök / Rövid kötelezettségek	-0,206	-0,200	-0,185	-0,166	-0,148	-0,153	-0,158	-0,155	-0,141	-0,170	-0,168	-0,144	-0,220	-0,170
Ráfordítások / Árbevétel	0,063	0,076	0,024	0,029	0,037	0,017	0,040	0,025	0,019	0,020	0,029	0,045	0,017	0,033

Forrás: A NAV és az Opten adatbázisa alapján saját számítás

A változókészletben a következő összetett pénzügyi mutatók szerepelnek:

- adósságszolgálatot megjelenítő mutató

$$\text{adósságteher} = \frac{\text{adózás előtti eredmény}}{\text{fizetett kamatok} + \text{rövid kötelezettségek}}$$

- rövid- és hosszú távú likviditási helyzetet megjelenítő mutatók

$$\text{hosszú távú likviditási helyzet} = \frac{\text{befektetett pénzügyi eszközök} + \text{tárgyi eszközök} + \text{immateriális javak}}{\text{hosszú távú kötelezettségek}}$$

$$\text{rövid távú likviditási helyzet} = \frac{\text{pénzeszközök} + \text{értékpapírok}}{\text{rövid távú kötelezettségek}}$$

- termelékenység mutató

$$\text{termelékenység mutató} = \frac{\text{anyag} + \text{személyi} + \text{egyéb ráfordítások}}{\text{árbevétel}}$$

A mutatók, hasonlóan a hazai szabályozás lakossági szegmensen érvényben lévő hitelfedezeti- és jövedelemarányos törlesztőrészlet mutatóihoz, a vállalati ügyfelek adósságszolgálati képességét, valamint a hiteltörlesztéshez fedezetként rendelkezésre álló eszközök körét használják fel kockázati mutatóként.

A fenti változókat, valamint a kiátlagolt paramétereket felhasználva minden egyes évre vonatkozóan, valamint az ezen módon képzett pontszámok alapján a vállalati ügyfeleket kategóriákba sorolva, a 3. táblázatban bemutatott, minősítési kategóriánkénti egy éves negatív esemény-érintettséget kapjuk eredményül. E táblázat alapján a modell a ciklus minden évében monoton sorbarendezést biztosít, azaz az 1.1. pontban jelzett minimumelvárás a ciklus minden pontján meglévő monotonitással kapcsolatban teljesül. Figyelemre méltó továbbá, hogy az egyes kategóriák között a nem gazdasági dekonjunktuurával jellemezhető években csaknem egyenletes módon kétszereződik a vállalatok negatív esemény érintettségének valószínűsége. A makrogazdasági stresszel jellemezhető időszakban – így a 2009. és 2010. években – a minősítési kategóriák közötti relatív kockázat csökken, amely ugyanakkor nem ismeretlen jelenség. A jobb kategóriákban ugyanis sokkal inkább várható a relatív kockázat megnövekedése, a gyengébb minőségű vállalatok esetében egy válsághelyzet már csak az utolsó lökést adja meg az adott vállalkozás működésképtelenség felé vezető útján.

3. táblázat

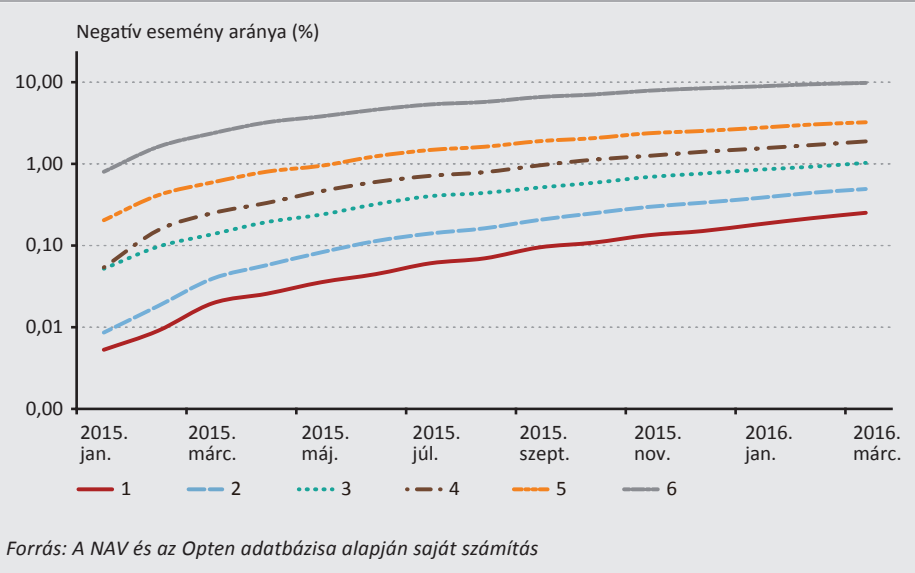
Egy éves negatív esemény-érintettség a mikrovállalati szegmens minősítési kategóriáin belül

Minősítés	NAV-beszámoló éve															
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Átlag
1	0,22%	0,25%	0,19%	0,25%	0,25%	0,26%	0,33%	0,33%	0,43%	0,47%	0,63%	0,80%	0,21%	0,23%	0,18%	0,3%
2	0,42%	0,53%	0,36%	0,45%	0,50%	0,47%	0,51%	0,48%	0,63%	0,75%	0,88%	0,92%	0,37%	0,40%	0,38%	0,6%
3	1,00%	1,35%	0,88%	0,99%	0,90%	1,05%	0,93%	0,97%	1,18%	1,39%	1,32%	1,32%	0,65%	0,76%	0,80%	1,0%
4	1,76%	2,02%	1,48%	1,78%	1,55%	1,44%	1,68%	1,65%	2,08%	2,21%	2,05%	2,08%	1,04%	1,35%	1,47%	1,7%
5	3,33%	3,84%	2,65%	2,82%	2,36%	2,54%	2,63%	2,67%	3,15%	3,43%	3,08%	3,09%	2,01%	2,34%	2,55%	2,8%
6	9,98%	11,67%	7,81%	9,02%	7,32%	7,96%	7,82%	7,85%	9,08%	9,80%	9,94%	8,82%	6,88%	7,96%	7,97%	8,5%
Szegmens	1,2%	1,3%	0,9%	1,1%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,3%	1,6%	1,8%	1,8%	1,0%	1,2%	1,1%	1,2%

Forrás: A NAV és az Opten adatbázisa alapján saját számítás

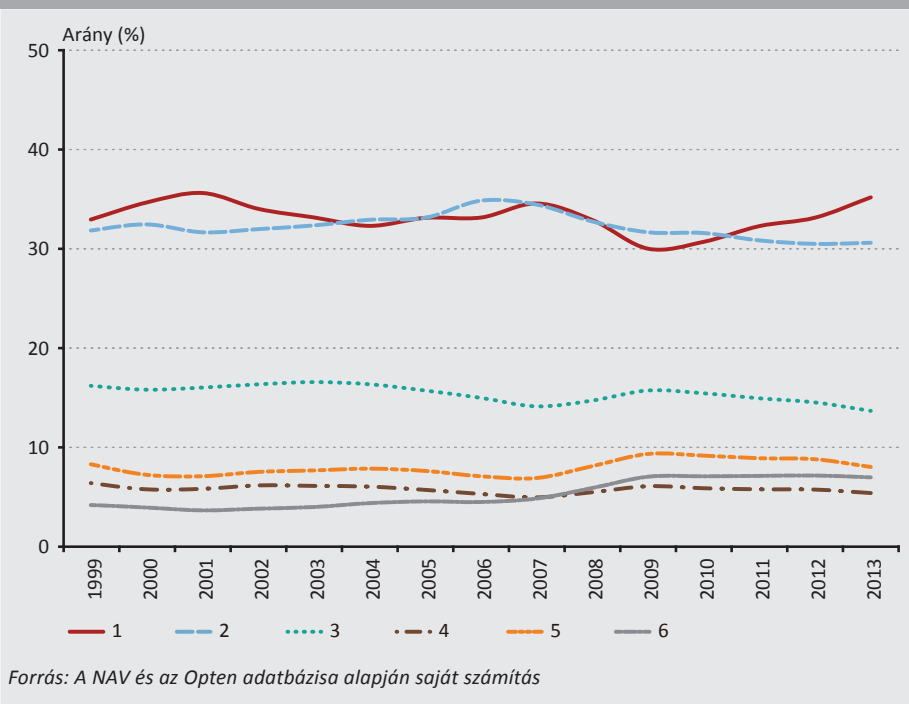
Annak érdekében, hogy teszteljük a modell mintán kívüli teljesítményét, a 2014. évi beszámoló alapján elvégeztük a kockázati kategóriákba sorolást. Az 1. ábra alapján a modell mintán kívüli teljesítménye megfelelő, minden időpillanatban szeparál az egyes kockázati kategóriák között.

1. ábra
A 2014. évi beszámolóval rendelkező mikrovállalkozások havi kumulált negatív esemény-érintettsége



Második tesztként megvizsgáltuk a modell hosszú távú besorolásának megfelelőségét az ügyfelek minősítési kategóriánkénti migrációján keresztül is. A 2. ábrán bemutatottak ugyan azt mutatják, hogy válságidőszakban történik egy enyhébb lefele irányuló, valamint annak elmúltával, egy ezzel ellentétes irányú migráció, ugyanakkor összességében nem befolyásolja döntően a modell ciklusokon átívelő jellegét. Mindez tehát azt is jelenti, hogy a modell elsősorban a kategórián belüli nem-teljesítési valószínűség magasabb értékén, és nem a vállalat lefelé történő migrációján keresztül rendel magasabb kockázatot az adott vállalathoz.

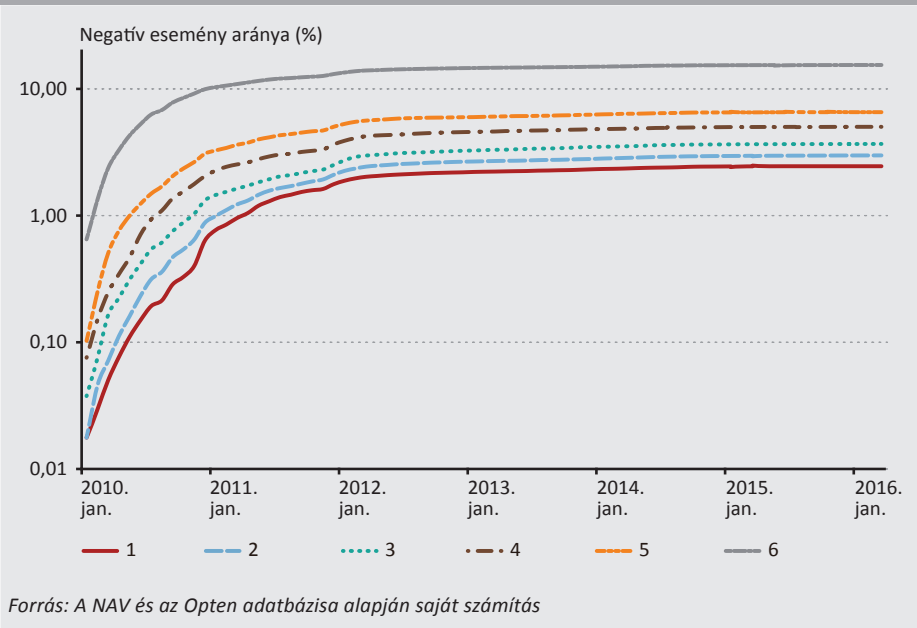
2. ábra
A mikrovállalatok megoszlása a mikrovállalati modell minősítési kategóriáin belül



Végezetül megvizsgáltuk, hogy a kockázati besorolás hosszú távon is monoton szeparációt biztosít-e, amelynek nem pusztán a modell ciklusokon átívelő jellegének tesztelése szempontjából van jelentősége, hanem a már korábban, az 1.2. és 1.3. alpontokban ismertetett folyamati (hiányzó beszámoló), valamint fejlesztési (a kimeneti időablak megválasztásának relevanciája) szempontokból is lényeges kérdés. A 3. ábra alapján megállapítható, hogy a modell hosszú kimeneti ablakon is stabil szeparáló erővel rendelkezik, valamint az 1 éves kimeneti ablakon fejlesztett besorolás rendkívül hosszú időtávon is alkalmazható.¹

¹ Jelen tanulmányban kizárólag a 2009. december 31. és a 2014. december 31. fordulónapokon beszámolóval rendelkező mikro-, kis és középvállalkozásokra mutatjuk be ezen tesztek. A szerzők kérés esetén más fordulónapokra vonatkozóan is küldenek kimutatást a stabilitás bemutatása érdekében.

3. ábra
A 2009. évi beszámolóval rendelkező mikrovállalkozások havi kumulált negatív esemény-érintettsége



Összegezve tehát, a mikrovállalati szegmensen négy, erős közgazdasági tartalommal bíró változó alkalmazásával erős szegmentációs erő érhető el a vállalkozások negatív eseménnyel történő érintettsége tekintetében. A változók stabilak mind eloszlásukat, mind a vállalatokra vonatkozó besorolási képességüket tekintve, és a ciklus minden pontján, hónapról-hónapra stabilan választják szét a vállalatokat túlélőképesség szerint.

2.3.2. Kis- és középvállalati szegmens

A kisvállalati szegmensen erős és stabil változónak – hasonlóan a mikrovállalati szegmenshez – az adósságteher és a rövidtávú likviditást leíró indikátor bizonyult – ezt szemlélteti a 4. táblázat (a változók definíciója megegyezik a 2.2.1. pontban ismertetettekkel). A paraméterek értékéből megállapítható, hogy a kisvállalati szegmens a mikrovállalati szegmenshez mérten érzékenyebb mind az adósságcsökkentés mértékére, mint a rövid távú likviditási problémákra – feltételezve természetesen, hogy minden más változatlan.

4. táblázat

A kisvállalati szegmenshez kiválasztott magyarázó változók és értékük az adott évi beszámoló mellett

Beszámoló éve (fordulónap: dec. 31.)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Átlag
Adósságteher	0,145	0,106	0,117	0,111	0,120	0,105	0,096	0,112	0,101	0,101	0,090	0,073	0,103	0,105
Likvid eszközök / Rövid kötelezettségek	-0,334	-0,167	-0,201	-0,333	-0,232	-0,237	-0,202	-0,227	-0,192	-0,273	-0,256	-0,240	-0,186	-0,237

Forrás: A NAV és Opten adatbázisa alapján saját számítás

A középvállalati szegmensben a modellezés az alacsony negatív esemény-szám – évi 10-30 körül, gazdasági fellendüléstől vagy lejtmenettől függően hozzávetőleg évi 3000 vállalkozáson – stabil modell építése nem volt lehetséges. Éppen ezért, „árnyék”-modellként a kisvállalati modellt és minősítési kategóriáinként a sávhatárokat használtuk fel, a következőkben bemutatottak szerint elfogadható, bár némileg finomhangolásra szoruló eredménnyel. Mind a kis-, mind a középvállalati szegmens esetében az adósságteher, valamint a likvid eszközök és a rövid kötelezettségek részletesebb definíciója megfelel a mikrovállalati szegmens változóit bemutató részletes definícióknak, azaz a képzési mód megegyezik az ott ismertetettekkel.

2.3.3. Kisvállalati szegmens

Az előző alpontban bemutatott, a modellezésben felhasznált két változó stabil és erős, ugyanakkor a pontozás optimális szegmentációja csak négy minősítési kategóriára történő bontást tett lehetővé. Ez egyben azt is bemutatja, hogy önmagában az AUC-mutató magasabb értéke nem feltétlenül jelent erősebb modellt – a szegmentációs képesség, azaz a hamis és a valós pozitív esetek elválasztása adott esetben egy alacsonyabb AUC-mutatóval rendelkező modell esetében erősebb lehet.

5. táblázat

Egyéves negatív esemény-érintettség a kisvállalati szegmens minősítési kategóriáin belül

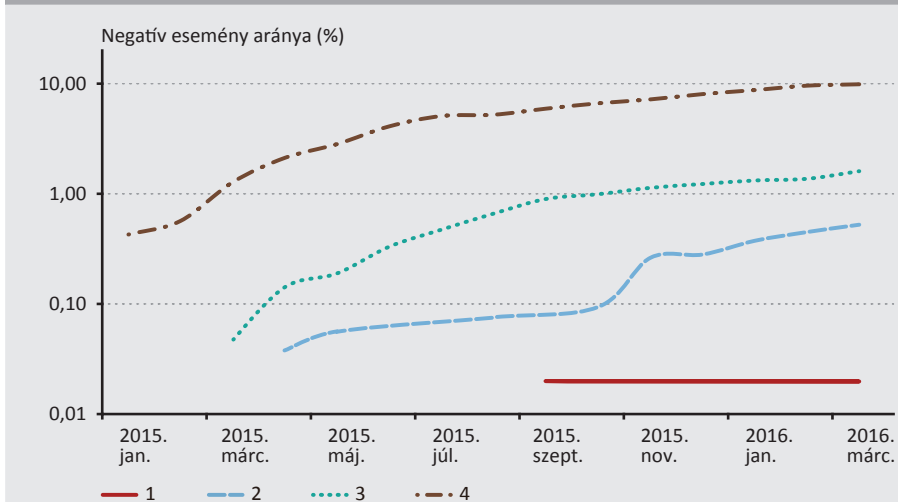
Minősítés	NAV-beszámoló éve															Átlag
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
1	0,08%	0,07%	0,06%	0,05%	0,05%	0,05%	0,16%	0,15%	0,17%	0,23%	0,14%	0,27%	0,25%	0,15%	0,07%	0,1%
2	0,07%	0,39%	0,22%	0,54%	0,40%	0,63%	0,45%	0,47%	0,57%	0,78%	0,77%	0,91%	0,30%	0,23%	0,08%	0,5%
3	1,31%	1,68%	1,13%	1,76%	1,50%	2,34%	1,60%	1,33%	1,74%	2,41%	2,05%	1,78%	1,57%	1,01%	0,74%	1,6%
4	8,63%	5,27%	6,70%	11,78%	8,16%	10,31%	8,34%	10,70%	9,90%	14,78%	10,69%	9,87%	7,63%	7,34%	6,51%	9,4%
Szegmens	0,8%	0,7%	0,6%	1,0%	0,8%	1,1%	0,9%	0,9%	1,1%	1,9%	1,7%	1,5%	1,1%	0,8%	0,5%	1,0%

Forrás: A NAV és az Opten adatbázisa alapján saját számítás

Hasonlóan a mikrovállalatok esetében elvégzett modellvalidációs gyakorlathoz, a kisvállalatok esetében is elvégeztük a 2014. december 31-i fordulónapon adóbevallást leadó vállalatokra a következő egy és egy negyed évre vonatkozó kumulatív negatív esemény-arány vizsgálatát. A szeparáció ebben az esetben is stabil még hónapról hónapra is, bármilyen – akár több éves – időtávra előretekintve.

4. ábra

A 2014. évi beszámolóval rendelkező kisvállalatok havi kumulált negatív esemény-érintettsége

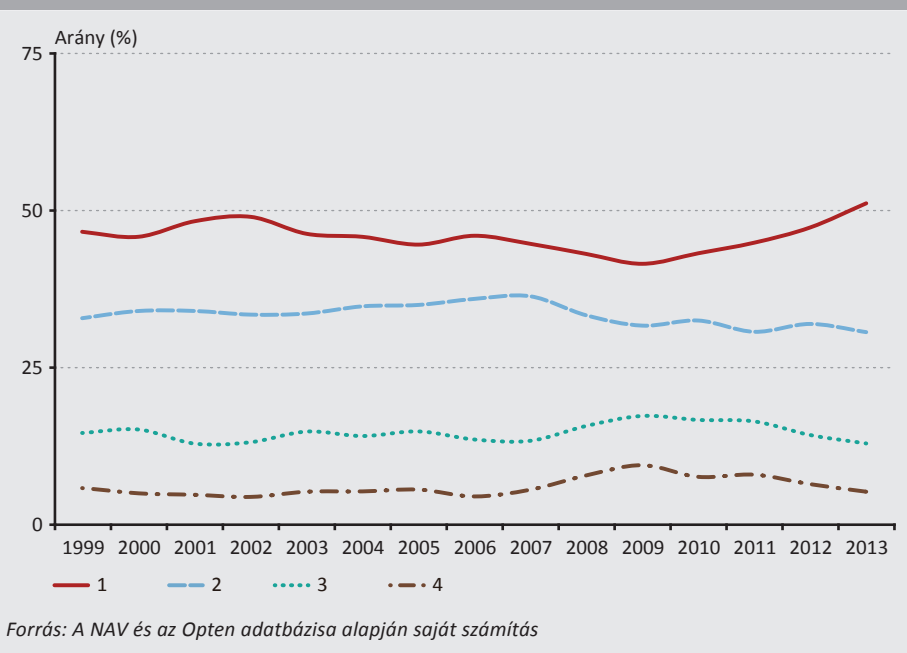


Forrás: A NAV és az Opten adatbázisa alapján saját számítás

A kisvállalatok esetében is elvégeztük a mikrovállalkozások esetében bemutatott, a szegmens minősítési kategóriái közötti stabilitást feltáró tesztet. Ennek eredményeként kijelenthető, hogy a jelentős migrációs kockázat nem jelentkezik a kisvállalati modellben sem, ugyanakkor – részben a kevesebb változó miatt is – markánsabban jelen van, mint a mikrovállalati modell esetében. Mindazonáltal jól kivehetően, a kategóriák közötti átmenet elsődlegesen az 1., legjobb, és a 2. osztály között történik, ami érdemben nem veszélyezteti a modell cikluson átívelő jellegét. A későbbiekben ezzel együtt érdemes lehet további változók felvételét megfontolni a minősítések eloszlásának jobb simítása érdekében.

5. ábra

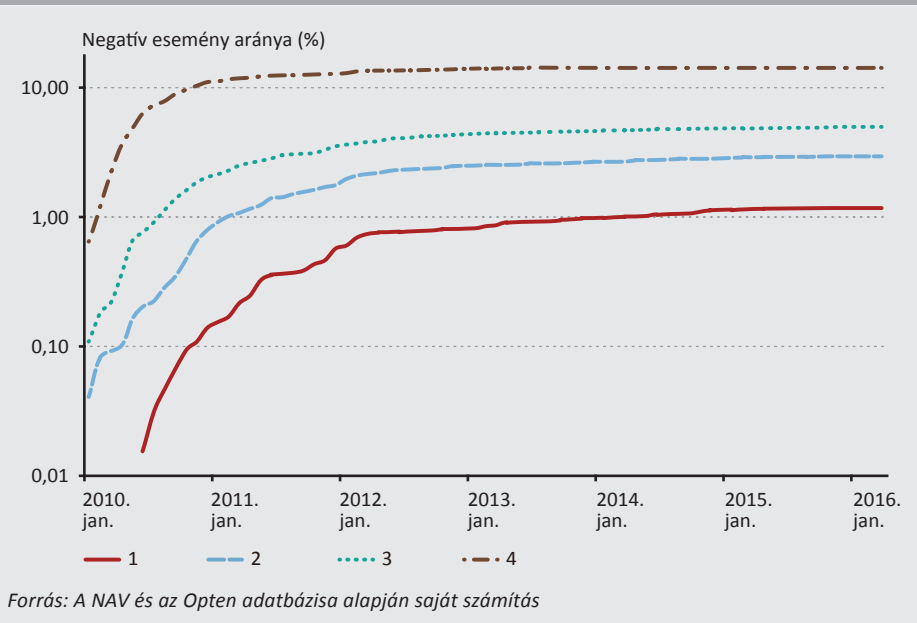
A kisvállalatok megoszlása a kisvállalati modell minősítési kategóriáin belül



Végezetül a kisvállalatok esetében is megvizsgáltuk, hogy a kockázati besorolás hosszú távon is monoton szeparációt biztosít-e, amely teszt jelentősége a mikrovállalati modell esetében már leírtakkal azonos. A 6. ábra alapján megállapítható, hogy a kisvállalati modell hosszú kimeneti ablakon is stabil szeparáló erővel rendelkezik, valamint az 1 éves kimeneti ablakon fejlesztett besorolás rendkívül hosszú időtávon is alkalmazható.

6. ábra

A 2009. évi beszámolóval rendelkező kisvállalatok havi kumulált negatív esemény-érintettsége



2.3.4. Középvállalati szegmens

A középvállalati szegmensben az alacsony elemszám a 2.2.2. pontban jelzett modellezési és szegmentációs problémákon túlmenően azt is okozza, hogy nem teljesül a minden időpontban monoton kockázati szétválasztás. Ezt mutatja be a 6. táblázat – csaknem kizárólag a válságévekben monoton kockázati kategóriánként az egyéves negatív esemény-arány.

6. táblázat

Egy éves negatív esemény-érintettség a középvállalati szegmens minősítési kategóriáin belül

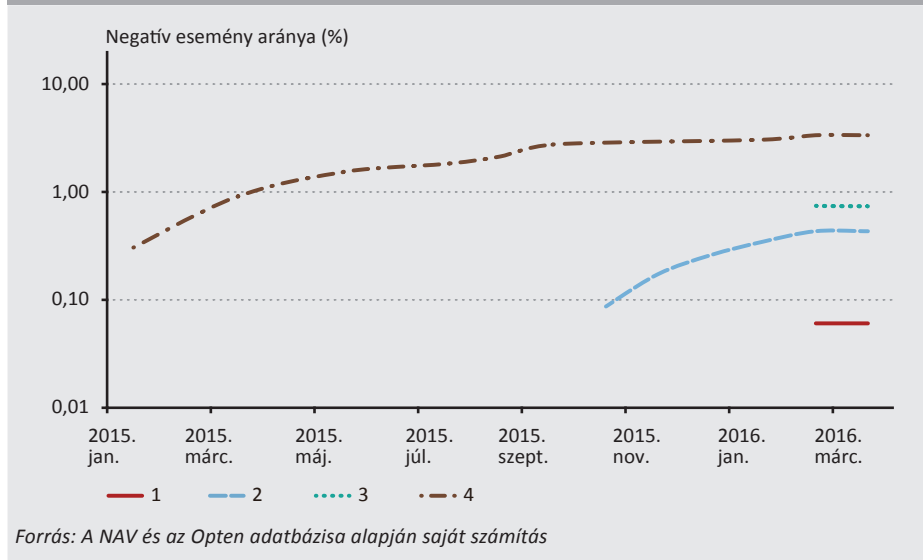
Minősítés	NAV-beszámoló éve															Átlag
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
1	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,12%	0,00%	0,22%	0,19%	0,37%	0,00%	0,00%	0,10%	0,17%	0,08%	0,00%	0,1%
2	0,20%	0,00%	0,14%	0,25%	0,72%	0,62%	0,70%	0,94%	0,24%	0,59%	0,10%	0,38%	0,09%	0,00%	0,00%	0,3%
3	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,21%	0,36%	0,67%	1,61%	1,16%	2,61%	0,77%	0,98%	0,73%	0,00%	0,24%	0,8%
4	2,72%	1,46%	3,21%	2,43%	3,66%	6,04%	4,98%	3,68%	4,79%	7,37%	4,46%	1,90%	3,28%	2,49%	2,95%	3,9%
Szegmens	0,4%	0,2%	0,4%	0,3%	0,9%	1,0%	1,1%	1,0%	0,9%	1,8%	1,0%	0,6%	0,7%	0,3%	0,4%	0,8%

Forrás: A NAV és az Opten adatbázisa alapján saját számítás

Mindazonáltal, a fenti táblázat alapján a kockázati szegmentáció hosszú távon stabil és monoton besorolást mutat. Továbbá, a mikro- és a kisvállalatokra elvégzett teszt alkalmazásával, a beszámoló utáni első év után már jellemzően eltűnik a néhány negatív esemény miatt a beszámoló utáni néhány hónapban törvényszerűen jelentkező jelenség, és a minősítési kategóriák között monoton lesz a szegmentáció, a 7. ábra tanúsága alapján is.

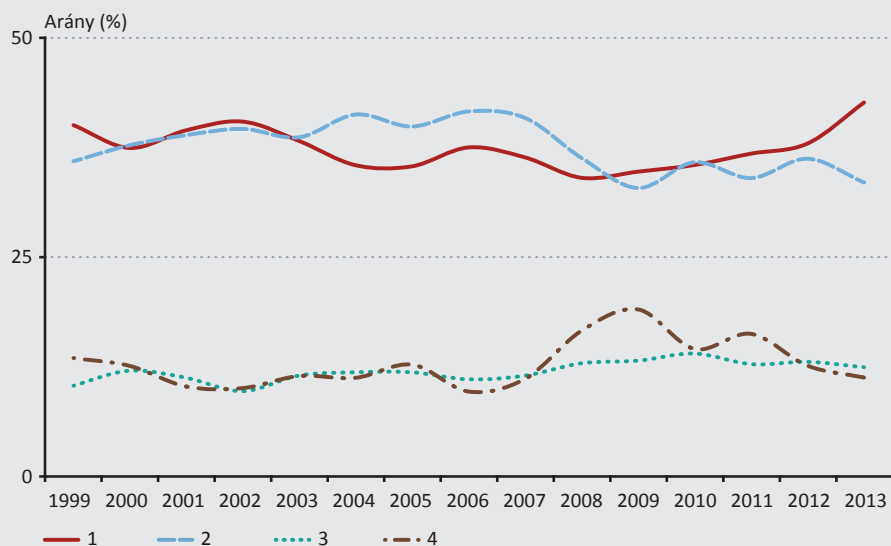
7. ábra

A 2014. évi beszámolóval rendelkező középvállalatok havi kumulált negatív esemény-érintettsége



Részben a középvállalatok alacsony elemszáma, részben az ezen szegmensen kiemelkedően erős magyarázó erővel rendelkező adósságteher és rövid távú likviditás változók miatt, ezen szegmensen a két jobb és a két rosszabb kategória között erős a migráció a rosszabb és a jobb gazdasági körülményekkel jellemezhető évek esetében. Mindebből, valamint a középvállalatok esetében is markánsan jelen levő egyedi sajátosságok miatt ez a szegmentációs modell a leggyengébb, felhasználását – csakúgy, mint az a felügyelt intézmények esetében is történik – szakértői véleményrel, valamint egyéb, kvalitatív és kvantitatív információval szükséges kiegészíteni. A modell ilyen irányban történő későbbi bővítése még elvégzendő, de egyszerűbb kockázati monitoringelemzések készítésére jelenlegi formájában is hasznosítható.

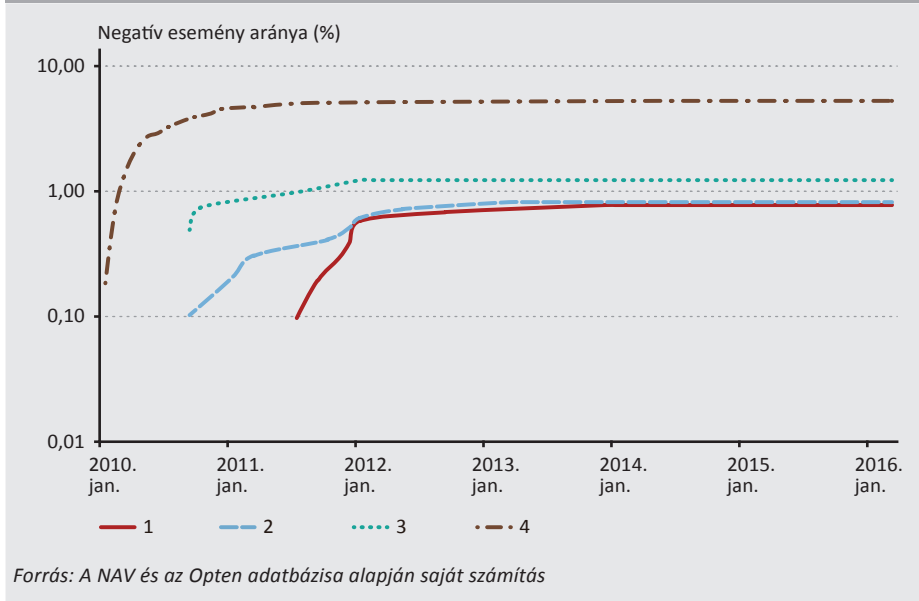
8. ábra
A középvállalatok megoszlása a kis- és középvállalati modell minősítési kategóriáin belül



Forrás: A NAV és az Opten adatbázisa alapján saját számítás

Végezetül a középvállalatok esetében is megvizsgáltuk a kockázati besorolás hosszú távú monotonitását. A 9. ábra alapján megállapítható, hogy a középvállalati modell hosszú kimeneti ablakon is stabil szeparáló erővel rendelkezik, valamint az 1 éves kimeneti ablakon fejlesztett besorolás rendkívül hosszú időtávon is alkalmazható. A szegmens esetében figyelemre méltó továbbá, hogy az alacsony negatív esemény-szám ellenére, mind a 2009., mind a 2014. évi beszámoló után hozzávetőleg valamivel több, mint 1 év elteltével a kumulált negatív esemény-arány már monoton – amely összhangban van az 6. táblázatban bemutatott, a ciklus egészét vizsgálva kategóriánkénti monoton sorbarendezési jellemzővel. Ez tehát a középvállalati szegmens esetében is visszaigazolja a (kisvállalati) modell alkalmazhatóságát, valamint azt, hogy az alacsony negatív esemény-arány nem befolyásolja érdemben a modell rövid-, közép- és hosszú távú stabilitását.

9. ábra
**A 2014. évi beszámolóval rendelkező közép- és nagyvállalatok havi kumulált negatív esemény-
 érintettsége**



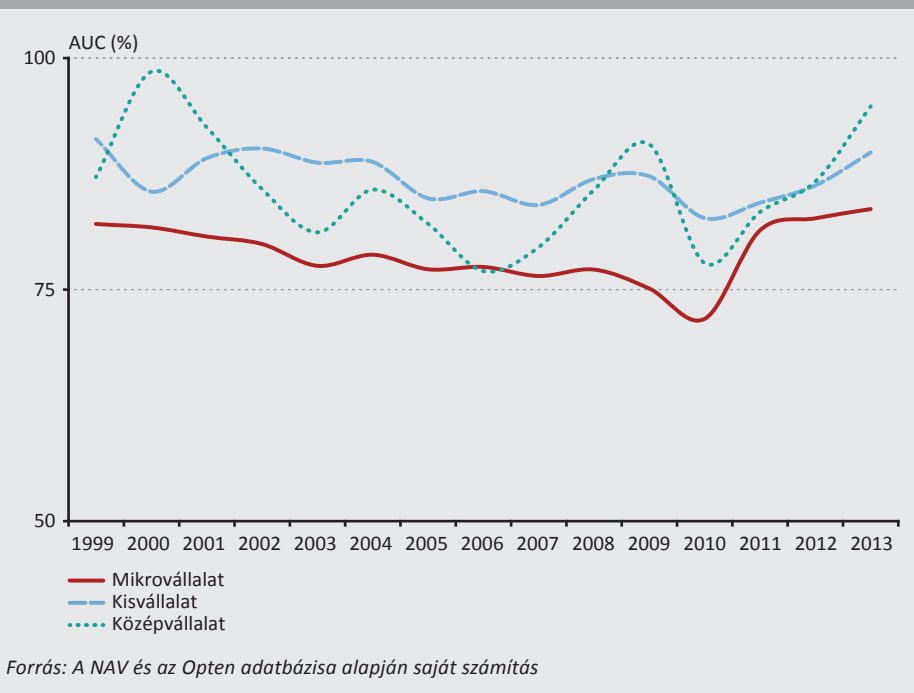
2.3.5. További modellvalidációs tesztek

a) *AUC-mutató az egyes szegmenseken belül* – Az egyes szegmenseken az adott évi beszámolóval számított pontszám alapján sorbarendezés is számítható, az egy éven belüli eseményt mint kimeneti változót felhasználva. A 10. ábra alapján, pusztán az AUC-mutatót figyelembe véve, a közép- és nagyvállalati szegmensen alkalmazott kisvállalati modell a legerősebb, ugyanakkor a korábban látottak alapján a közép- és nagyvállalati besorolás csak középtávon tekinthető igazán stabilnak. Mindez ismételt megerősíti, hogy az AUC/Gini mutató, bár egy számban sűriti össze a sorbarendezés megfelelőségét, mégsem igazán alkalmas önmagában a hitelkockázati modell megfelelőségének teljes körű validációjára, azaz a minősítő rendszer sorbarendezési teljesítményét és kalibrálhatóságát külön szükséges vizsgálni.

b) *A magyarázó változók keresztkorrelációs elemzése az egyes szegmenseken belül* – A magyarázóváltozók között közgazdasági szempontokat figyelembe véve, a közepesnél erősebb korreláció is felléphet – hiszen a rövid- és hosszú finanszírozás között elképzelhető szoros átváltási kapcsolat.² Annak érdekében, hogy felmérjük a logisztikus regresszióban potenciálisan jelentkező modellkockázatot, minden

² Köszönjük a tanulmány egyik anonim lektorának, hogy felhívta a szerzők figyelmét ezen elemzés elvégzésének szükségességére.

10. ábra
Idősoros AUC-mutató az egyes szegmenseken

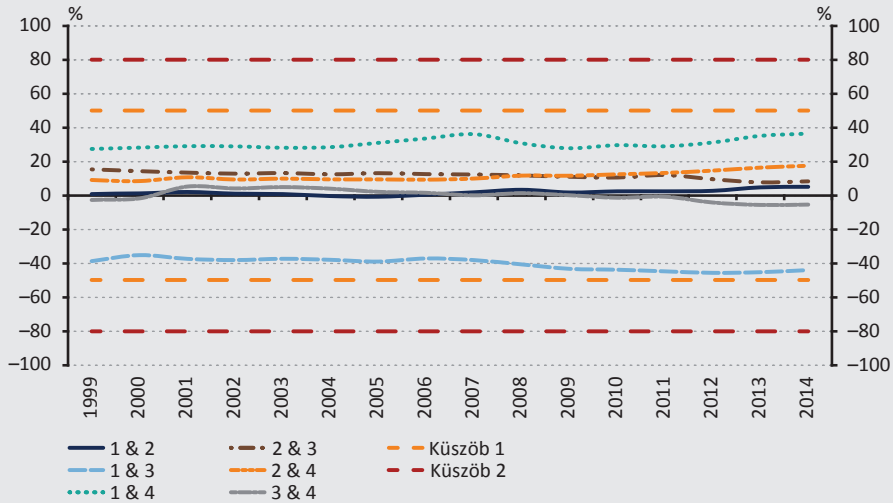


modellezett szegmens minden felhasznált változója esetén, páronként felmértük a változók keresztkorrelációját.

A 11. ábra alapján megállapítható, hogy az adósságszolgálati, valamint a rövid- és hosszú távú likviditási helyzetet leíró változók között áll fenn a közepesenél gyengébb, a modell stabilitását, a becslési eredményeket érdemben nem torzító és veszélyeztető korreláció. A korreláció jelenléte ugyanakkor összhangban van a közgazdasági várakozásokkal, hiszen a magasabb kötelezettségállomány alacsonyabb adósságszolgálati képességet jelent.

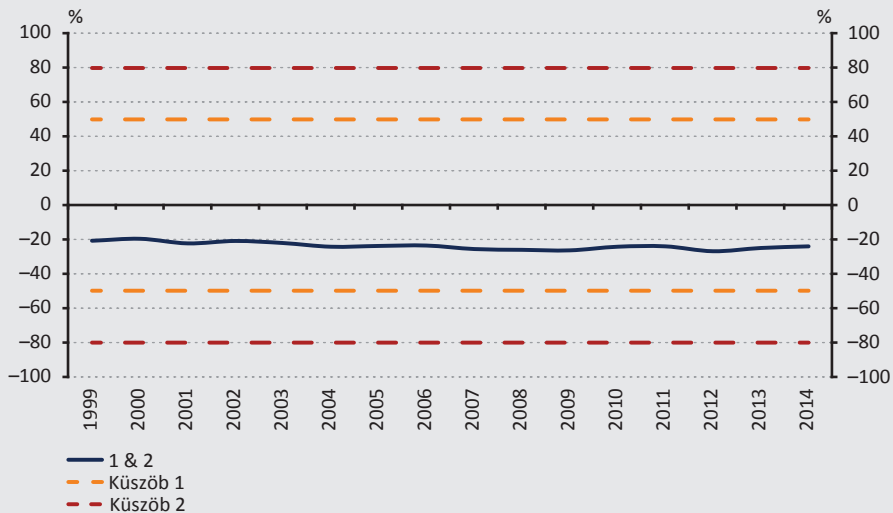
A kisevállalati szegmens esetében a korreláció iránya, erőssége és előjele megfelel a közgazdasági várakozásoknak, és nem okoz lényeges modellstabilitási, paraméterbecslési problémát.

11. ábra
Mikrovállalati szegmens – a magyarázó változók közötti keresztkorreláció idősoros nézetben



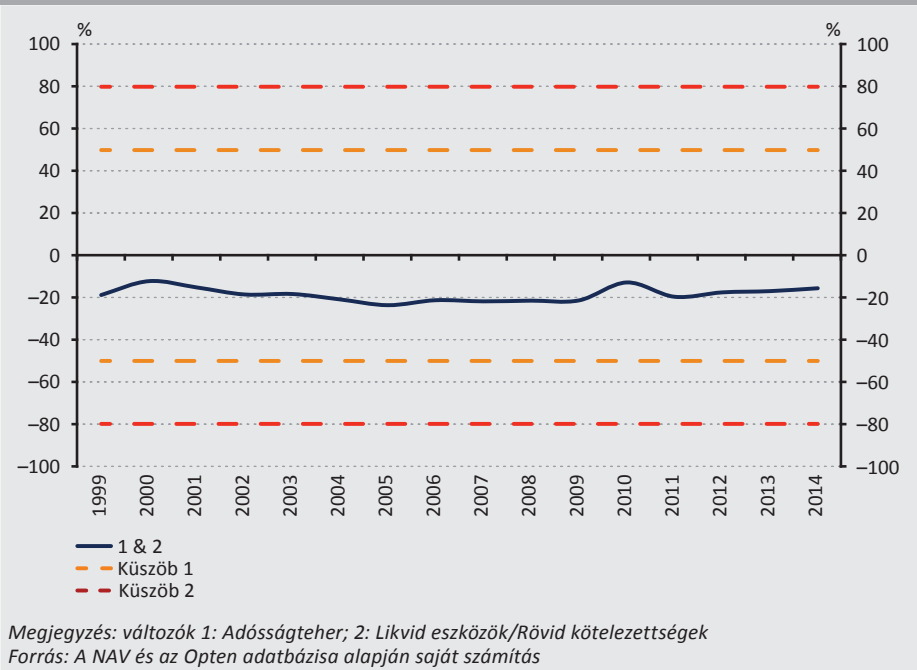
Megjegyzés: változók 1: Adósságteher; 2: Befektetett eszközök/Hosszú kötelezettségek; 3: Likvid eszközök/Rövid kötelezettségek; 4: Ráfordítások/Árbevétel
 Forrás: A NAV és az Opten adatbázisa alapján saját számítás

12. ábra
Kisvállalati szegmens – a magyarázó változók közötti keresztkorreláció idősoros nézetben



Megjegyzés: változók 1: Adósságteher; 2: Likvid eszközök/Rövid kötelezettségek
 Forrás: A NAV és az Opten adatbázisa alapján saját számítás

13. ábra
Középvállalati szegmens – a magyarázó változók közötti keresztkorreláció idősoros nézetben



A középvállalati szegmens felhasznált magyarázó változói esetén a mikro- és kisvállalati szegmens esetén levont következtetéseket ismételhetjük meg. Figyelemre méltó ugyanakkor, hogy a két felhasznált változó közötti keresztkorreláció a kis- és középvállalati szegmens között közel azonos mértékű, ami a kisvállalati modell középvállalati szegmensben történő felhasználhatósága mellett a korábbiakon túlmenően egy addicionális érv.

3. Konklúzió

A jelen publikációban bemutatott monitoringmodell számos egyszerűsítést tartalmaz. A szegmentáció során kizárólag a nettó árbevételt vettük figyelembe, valamint annak érdekében, hogy a monitoringeszközzel meghatározott kockázati kategóriák a lehető legpontosabban a tényleges veszteséget okozó ügyfeleket különítsük el, a „kemény” nem-teljesítési eseményként felfogható, jogi negatív esemény kategóriákat használtuk fel kimeneti kategóriaváltozóként. A szabályozás a szegmentáció során elvárja az ügyfélcsoportba sorolást (CRR 147. cikk (5) és 172. cikk (1) szerint), valamint a nemzetközi nem-teljesítési definíciók között szerepel a materiális veszteséggel történt átstrukturálás és a 90 napot meghaladó késedelem is (CRR 178. cikk).

Mindezen korlátokat is figyelembe véve az eszköz a fentebb bemutatottak szerint homogén kockázati kategóriákra épül, valamint a gazdasági ciklus teljes egészén megfelelően választja szét a vállalati ügyfeleket negatív esemény-érintettség szerint. A negatív események esetén – ellentétben a puhább nem-teljesítési definíciókat jelentő, 90 napos késedelem vagy átstrukturálás negatív jelenérték mellett definíciókkal – nem szükséges a tényleges jogi eljárásig felmerülő megtérülésekkel vagy az ügyfél fizetőképességének helyreállításával számolni, megtérülés már csak az adott vállalkozás még meglévő eszközeiből várható. Tehát a monitoringeszköz a tényleges hitelkockázati veszteségeket ragadja meg, teljesítve az elsődleges célkitűzést – azaz a mikroprudenciális felügyeléshez egy könnyen interpretálható, felhasználható támogató eszköz létrehozását.

Tovább lépésként a monitoring-keretrendszer bővíthető a viselkedési információkkal, a PD-kalibráció 90 napon túli nem-teljesítés definícióval történő összehangolása, valamint ezek kombinációjaként adott esetben a vállalati szegmensekre vonatkozó kockázati kategóriák bővítése is megtörténhet. Minderre egy későbbi tanulmányban kerülhet sor. Hasonlóképpen lényeges a későbbiekben a szabályozói elvárásnak, valamint a fejlett belső hitelkockázati mérés (IRB) szemben támasztott követelménynek megfelelő, azaz a kötelezően minimálisan alkalmazandó 7 teljesítő és 1 nem-teljesítő minősítési kategória létrehozása [CRR 170. cikk (1b)], további információk bevonásával. Természetesen a kitűzött cél mindenekelőtt egy egyszerű, könnyen karbantartható monitoringeszköz létrehozása. Ezzel együtt, további elemzéseink során szükséges annak vizsgálata, hogy az egyes szegmensekben a rendelkezésre álló kvalitatív és viselkedési információk milyen mértékű további kockázati szegmentációt tesznek lehetővé.

Felhasznált irodalom

Banai Ádám – Hosszú Zsuzsanna – Körmendi Gyöngyi – Sóvágó Sándor – Szegedi Róbert (2013): *Stressztesztek a Magyar Nemzeti Bank gyakorlatában*. MNB-tanulmányok 2013/109

BIS (2013): Bank for International Settlements: *Analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book*. <http://www.bis.org/publ/bcbs256.pdf>

Bank of England (2012): *Financial Stability Report November 2012 – Chapter 3: Medium-term risks to financial stability*. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/2012/fsr32sec3.pdf>

Bank of England (2015): *The PRA's methodologies for setting Pillar 2 capital* <http://www.bankofengland.co.uk/pr/ Documents/publications/sop/2015/p2methodologies.pdf>

- Bauer Péter – Endrész Marianna (2016): *Modeling Bankruptcy Using Hungarian Firm-Level Data*. MNB Occasional Papers 2016/122
- Breiman, Leo (1996): *Bagging predictors*. Machine Learning 24 (2), pp. 123-140.
- CRR (2015): Capital Requirements Regulation: http://ec.europa.eu/finance/bank/regcapital/legislation-in-force/index_en.htm
- Hajdu Ottó – Virág Miklós (1996): *Pénzügyi mutatószámokon alapuló csődmodell-számítások*. Bankszemle, XV. évf. 5. sz. pp. 42–53.
- Hajdu Ottó – Virág Miklós (2001): *A Hungarian Model for Predicting Financial Bankruptcy*. Society and Economy in Central and Eastern Europe, Vol. 23. No. 1–2., pp. 28–46.
- Jopia, Hermann (2016): *Optimal Binning for Scoring Modeling*. <http://www.scoringmodeling.com/>
- Norvig, Peter (2009): *The Unreasonable effectiveness of data*. Intelligent Systems IEEE24(2):8
- Schoemaker, Dirk – Verón, Nicolas (2016): *European banking supervision: the first eighteen months*. <http://bruegel.org/wp-content/uploads/2016/06/Blueprint-XXV-web.pdf>

Mellékletek

1. melléklet										
Mikrovállalati szegmens: vállalati elemszám, kategóriánkénti hosszú távú 1, 2 és 3 éves negatív esemény-arány										
Beszámoló éve	1	2	3	4	5	6	Összesen	DR1	DR2	DR3
1999	42 023	40 682	20 637	8 135	10 526	5 402	127 405	1,2%	1,7%	2,1%
2000	47 948	44 877	21 873	8 003	10 019	5 468	138 188	1,3%	1,8%	2,2%
2001	60 338	53 639	27 165	9 895	12 046	6 222	169 305	0,9%	1,3%	1,7%
2002	64 787	60 907	31 154	11 780	14 367	7 320	190 315	1,1%	1,5%	2,0%
2003	70 031	68 340	35 028	12 957	16 252	8 469	211 077	1,0%	1,4%	1,9%
2004	73 396	74 795	37 173	13 773	17 880	10 001	227 018	1,0%	1,6%	2,1%
2005	81 062	81 082	38 507	14 035	18 709	11 199	244 594	1,1%	1,7%	2,2%
2006	84 402	88 733	38 180	13 549	18 090	11 494	254 448	1,1%	1,7%	2,4%
2007	93 044	92 739	38 070	13 407	18 655	13 099	269 014	1,3%	2,2%	3,0%
2008	94 894	94 463	42 483	15 871	23 452	17 098	288 261	1,6%	2,7%	3,9%
2009	91 074	96 092	47 769	18 518	28 385	21 429	303 267	1,8%	3,2%	3,9%
2010	98 269	101 082	49 460	18 882	29 385	22 729	319 807	1,8%	2,5%	3,2%
2011	109 936	105 025	50 907	19 726	30 366	24 309	340 269	1,0%	1,7%	2,5%
2012	114 233	105 129	50 103	19 868	30 405	24 748	344 486	1,2%	1,9%	2,2%
2013	122 958	106 979	47 842	18 929	28 111	24 454	349 273	1,1%	1,5%	1,5%
DR1	0,3%	0,6%	1,0%	1,7%	2,8%	8,5%		1,2%		
DR2	0,8%	1,1%	1,8%	2,6%	4,0%	10,7%			2,0%	
DR3	1,2%	1,6%	2,4%	3,4%	4,9%	11,9%				2,5%

Forrás: A NAV és az Opten adatbázisa alapján saját számítás

2. melléklet

Kisvállalati szegmens: Vállalati elemszám, kategóriánkénti hosszú távú 1, 2 és 3 éves esemény-arány

Beszámoló éve	1	2	3	4	Összesen	DR1	DR2	DR3
1999	3 904	2 761	1 226	498	8 389	0,8%	1,0%	1,1%
2000	4 509	3 347	1 492	493	9 841	0,7%	1,0%	1,1%
2001	5 274	3 715	1 411	522	10 922	0,6%	1,0%	1,1%
2002	5 711	3 898	1 532	518	11 659	1,0%	1,3%	1,5%
2003	5 816	4 223	1 864	662	12 565	0,8%	1,2%	1,5%
2004	6 097	4 626	1 880	708	13 311	1,1%	1,7%	2,0%
2005	6 198	4 864	2 066	779	13 907	0,9%	1,4%	2,1%
2006	7 135	5 577	2 106	701	15 519	0,9%	1,5%	2,1%
2007	7 102	5 776	2 125	889	15 892	1,1%	2,0%	2,8%
2008	7 260	5 615	2 652	1 326	16 853	1,9%	2,8%	3,4%
2009	6 427	4 905	2 681	1 468	15 481	1,7%	2,6%	3,2%
2010	6 705	5 044	2 590	1 185	15 524	1,5%	2,3%	3,1%
2011	7 304	4 997	2 677	1 298	16 276	1,1%	1,9%	2,8%
2012	7 575	5 117	2 287	1 036	16 015	0,8%	1,5%	1,9%
2013	8 501	5 095	2 152	876	16 624	0,5%	0,9%	0,9%
DR1	0,1%	0,5%	1,6%	9,4%		1,0%		
DR2	0,4%	1,1%	2,9%	11,4%			1,7%	
DR3	0,6%	1,6%	3,7%	12,4%				2,1%

Forrás: A NAV és az Opten adatbázisok alapján saját számítás

3. melléklet

Középvállalati szegmens: vállalati elemszám, kategóriánkénti hosszú távú 1, 2 és 3 éves negatívesemény-arány

Beszámoló éve	1	2	3	4	Összesen	DR1	DR2	DR3
1999	547	490	142	184	1 363	0,4%	0,5%	0,5%
2000	611	616	197	206	1 630	0,2%	0,5%	0,6%
2001	718	708	205	187	1 818	0,4%	0,6%	0,8%
2002	826	809	199	206	2 040	0,3%	0,4%	0,6%
2003	820	829	247	246	2 142	0,9%	1,0%	1,2%
2004	835	971	280	265	2 351	1,0%	1,2%	1,6%
2005	889	1 003	299	321	2 512	1,1%	1,4%	1,6%
2006	1 052	1 167	311	272	2 802	1,0%	1,3%	1,6%
2007	1 090	1 225	345	334	2 994	0,9%	1,5%	1,9%
2008	1 112	1 186	422	543	3 263	1,8%	2,1%	2,3%
2009	1 023	968	389	561	2 941	1,0%	1,4%	1,6%
2010	1 030	1 039	407	422	2 898	0,6%	1,1%	1,3%
2011	1 174	1 085	409	519	3 187	0,7%	1,1%	1,4%
2012	1 204	1 149	415	401	3 169	0,3%	0,9%	1,0%
2013	1 408	1 107	412	373	3 300	0,4%	0,5%	0,5%
DR1	0,1%	0,3%	0,8%	3,9%		0,8%		
DR2	0,2%	0,7%	1,4%	4,6%			1,1%	
DR3	0,3%	0,8%	1,9%	4,8%				1,3%

Forrás: A NAV és az Opten adatbázisa alapján saját számítás

A tőzsdeképesség vizsgálata a magyar kis- és középvállalati szektorban*

Banai Ádám – Erhart Szilárd – Vágó Nikolett – Varga Péter

A válság kezdete óta számos tanulmány igazolta, hogy a banki hitelezés gazdasági növekedést támogató hatása korlátos. A hitelállomány bővülése egy szint után már nem hat pozitívan a realgazdaságra, sőt a pénzügyi szektornak negatív hatása is lehet a növekedésre. Emiatt fontos, hogy minél diverzifikáltabb finanszírozási lehetőségek álljanak a vállalati szektor rendelkezésére, kiemelten a kis- és középvállalatok számára. A következő öt évre megalkotott tőzsdestratégia alapján a Budapesti Értéktőzsde (BÉT) is ebbe az irányba tesz lépést, vagyis egyre erőteljesebben kíván nyitni a KKV-szegmens felé is. A tanulmány célja olyan scoring-rendszer létrehozása, mely segíthet megtalálni azt a vállalati kört – elsősorban a KKV-szektorban –, melynek érdemes lehet megfontolnia a tőzsdére lépést. A kialakított kvantitatív szűrési és rangsorolási módszert a magyarországi vállalati mérleg- és eredménykimutatásokat tartalmazó adatbázison teszteljük. Bemutatjuk, hogy a kis- és középvállalati szegmensben lehetnek olyan cégek, amelyek számára érdemes lehet megfontolnia a tőzsdére lépést; továbbá, hogy a rangsorolás alapján legjobb vállalatok csoportja gazdasági mutatóit tekintve jobb teljesítményt mutatott a múltban, mint a BÉT T és standard kategóriáiban jelenleg szereplő vállalatok.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G19, G24

Kulcsszavak: tőzsde, tőzsdei bevezetés, kis- és középvállalatok

1. Bevezetés és motiváció

A Budapesti Értéktőzsde (BÉT) fejlesztésének kérdése az után került ismét középpontba, hogy a Magyar Nemzeti Bank többségi részesedést szerzett benne. A lépés kiemelt célja, hogy a magyar tőzsde fejlesztésével olyan tőkepiac jöjjön létre, amely a vállalatok jelenleginél sokkal szélesebb körének teremti reális finanszírozási alternatívát. 2016-tól az MNB gazdaságélénkítő programjait fokozatosan kivezeti,

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Banai Ádám a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: banaia@mnk.hu.

Erhart Szilárd researcher, European Commission, Joint Research Center Ispra.

E-mail: szilard.erhart@jrc.ec.europa.eu.

Vágó Nikolett a Magyar Nemzeti Bank közgazdasági elemzője. E-mail: vagon@mnk.hu.

Varga Péter a Magyar Nemzeti Bank junior elemzője. E-mail: vargape@mnk.hu.

Jelen cikk a szerzők nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank, illetve a Joint Research Center (Ispra) hivatalos álláspontját.

A kézirat első változata 2016. július 6-án érkezett szerkesztőségünkbe.

és 2020-tól előreláthatóan az EU-s finanszírozási lehetőségek is beszűkülnek, így egyre fontosabb, hogy a vállalati szektor számára minél több lehetőség álljon rendelkezésre finanszírozási szükségleteik kielégítésére.

A szakirodalom alapján ugyancsak szükséges, hogy minél diverzifikáltabb finanszírozási lehetőségek álljanak a vállalati szektor rendelkezésére. *Cournede és Denk (2015)* három különböző becslést készített, eltérő időszakokra. Az időszakok rendre 1961-től, 1971-től és 1989-től indulnak, és 2011 végéig tartanak. A minta tartalmazza az összes OECD- és G20-országot is, vagyis az összes fejlett ország megjelenik benne. A panelbecslések során függő változóként az egy főre jutó GDP növekedését szerepeltették, míg magyarázó változók között a pénzügyi szektort jellemző kulcsváltozók mellett a növekedést általánosan leíró tényezőket használtak (például beruházási ráta, népesség növekedés, iskolázottság stb.). Főbb eredményeik közül az egyik legfontosabb, hogy a pénzügyi szektornak negatív hatása is lehet a növekedésre, ami igaz, akár a magánszektornak kihelyezett hitelállománnyal, akár a pénzügyi szektor hozzáadott értékével mérik a szektor szerepét. Vagyis a hitelezés egy szint után kontraproduktív lehet. Ezzel szemben a tőzsdei kapitalizáció esetében pozitív kapcsolatot találtak a növekedéssel. Bár Magyarországon távol van még az a szint, aminél már negatív lenne a hitelezés növekedési hatása (100-150 százalékos hitel/GDP szint), a kutatás jelzi, hogy a tőzsdei fejlesztés segíthet abban, hogy ilyen problémába ne ütközzünk.

A válság kezdete óta több tanulmány is hasonló következtetésre jutott. Látható, hogy a pénzügyi mélyülés növekedési hatása korlátos, sőt a hitelállomány relatív növekedése egy szint felett már kifejezetten káros lehet. *Sahay és szerzőtársai (2015)* azt találták (már a válság időszakát is feldolgozva), hogy míg a pénzügyi piacoknak (részvénypiac, kötvénypiac stb.) a növekedéshez történő relatív hozzájárulása nagyjából független a fejlettségi szinttől, a pénzügyi intézmények (bankok, biztosítók, nyugdíjalapok stb.) növekedése csökkenő hozadékot eredményez. *Langfield és Paganó (2015)* tanulmánya azt is bemutatja, hogy a banki dominancia káros, alacsonyabb növekedéshez vezet, különösen olyan válságszituációkban, amikor az ingatlanárak jelentősen csökkennek. Bár a fenti tanulmányok részleteikben eltérnek, de egyaránt kimutatják, hogy a banki hitelezés túlzott dominanciája nem hatékony. A tőkepiacok és a bankrendszer szerepének kiegyensúlyozottnak kell lennie.

Cecchetti és Kharroubi (2015) kutatása arra is választ ad, hogy a fentiekben bemutatott jelenség mögött milyen tényezők állhatnak. Elemzésükben bemutatták, hogy a banki hitelezés sok esetben nem támogatja az igazán produktív, innovatív iparágakat. Banki szempontból ugyanis lényeges, hogy a hitelekhez megfelelő fedezetet tudjon nyújtani a hitelfelvevő, így általában azokat a cégeket preferálják, ahol nagy a tárgyi eszköz aránya. Jellemzően azonban ezen vállalatok termelékenysége kisebb, mint az innovatívabb vállalatoké. Így a banki finanszírozás végső soron a K+F-intenzív, de kevés tárgyi eszközt felhalmozó vállalatokat háttérbe helyezi, ami

összességében csökkenti a termelékenységet. Egy aktívabb tőkepiac ezt a problémát is mérsékelheti.

A fenti kutatások egyaránt világossá teszik, hogy szükséges a magyar tőkepiac fejlesztése, a következő 5 évre megalkotott tőzsdestratégia (*BÉT 2016*) pedig egyértelműen ezt helyezi középpontba. A stratégia kiemelt prioritása, hogy legyenek új, sikeres bevezetések a tőzsdére, illetve hogy a részvénypiac mellett a kötvénypiac is erősödjön. Ehhez szükséges a befektetői bázis erősítése, de ugyancsak szükséges, hogy megjelenjenek azok a tőzsdéképes vállalatok, amelyek sikeres történetként eladhatók a befektetők széles rétegeinek. Fontos ezért megtalálni azokat a vállalati szereplőket, amelyek tőzsdéképesek lehetnek.

Mostani tanulmányunk célja egy olyan szempontrendszer létrehozása, amely segíthet megtalálni azt a vállalati kört, elsősorban a KKV-szektorban, amelynek érdemes lehet megfontolnia a tőzsdére lépést. A szakirodalom alapján összeállított szempontok segítségével egy kiválasztási rendszert, úgynevezett scoringot képezzünk, amely tovább szűkíti a potenciális tőzsdéképes vállalatok körét. A módszert teszteljük a vállalati mérleg- és eredménykimutatásokat tartalmazó anonim adatbázison, és bemutatjuk azon vállalatcsoport jellemzőit, amely a bemutatott módszertan alapján tőzsdéképes lehet. A második fejezet tartalmazza magát a szempontrendszert, és az ezt alátámasztó szakirodalmat. A harmadik fejezetben mutatjuk be a ténylegesen használt mutatókészletet. A negyedik fejezet pedig a szűrt vállalatcsoportok tulajdonságait elemzi. Az ötödik fejezet összefoglalja tanulmányunkat.

2. A tőzsdéképes vállalatok kiválasztásának módszertana a szakirodalomban és tanulmányunkban

A szakirodalom széles körben vizsgálja, hogy milyen vállalati tényezők határozzák meg azt, hogy sikeres lesz egy tőzsdei bevezetés. Bár látható, hogy nincs egyetlen sikeres recept, a vizsgálatra érdemes változókról, tulajdonságokról részletes képet kaphatunk. *Macey és O'Hara (2002)* tanulmánya alapján a kritériumokat a tőzsdéknek dinamikusan változtatniuk kell, és a kvantitatív kritériumok mellett a kvalitatívak is fontosak (pl. a vezetési struktúra, üzleti tervek, számviteli gyakorlat). A kvantitatív kritériumokról *Pagano és szerzőtársai (1998)*, valamint *Mata és Portugal (1994)* ad áttekintést (lásd részletesebben a 2.1 pontban), míg *Jain és Kini (1999)* a kvalitatív kritériumokat tárgyalja. Emellett *Hensler és szerzőtársai (1997)* szerint a kockázati tényezők vizsgálata külön figyelmet érdemel.

A tőzsdei cégek kiválasztásánál ezek alapján fontos, hogy kvantitatív és kvalitatív információkat egyaránt figyelembe vegyünk. Emellett fontosnak tartjuk egy külön kockázati szűrés végrehajtását is. Az átvilágítást egy négy lépésből álló eljárásrend szerint javasoljuk végrehajtani, a cégek legszélesebb halmaza esne át a kisebb költségekkel végrehajtható kvantitatív szűrésen és rangsoroláson, majd a kvalitatív és

attitűdvizsgálatokkal tovább szűkített céghalmaz a leginkább erőforrás-igényes pre-IPO (Initial Public Offering: elsődleges nyilvános forgalomba hozatal) átvilágításon. Tanulmányunk a KKV-k kiválasztási módszertanára fókuszál. Bár a tőzsdei bevezetés célpontjai gyakran a nagyvállalatok, kiválasztásuk során sokkal kevésbé megoldható és szükséges standardizált megoldást találni, hiszen a céghalmaz jóval kisebb. Az általunk javasolt négy lépés az alábbiak szerint áll össze:

1. *lépésként* a következőkben bemutatásra kerülő elméleti keretek alapján egy kvantitatív indikátorkészlet segítségével érdemes meghatározni a tőzsdeképesség vizsgálata szempontjából releváns cégek legszélesebb halmazát (az elemzésben: „vizsgált KKV-k” csoportja).
2. *lépésként* kvantitatív kritériumok alapján érdemes előszűrni, majd rangsorolni a cégeket, továbbá valamilyen kockázati szűrést is alkalmazni esetükben (az elemzésben: „előszűrt vállalatok” és „legjobb 50 vállalat”). Így a scoring révén előállhat egy olyan vállalati csoport, mellyel a BÉT-nek már érdemes foglalkoznia.
3. *lépésként* a BÉT-nek a kiválasztott vállalatokkal történő egyeztetések során már érdemes lenne a tőzsdeképesség kvalitatív kritériumaira is fókuszálnia, kitérve a cégvezetés finanszírozási és tőzsdére lépési attitűdjére. A kvalitatív szűrés során érdemes hangsúlyt fektetni az 1. táblázatban bemutatott tényezőkre.
4. *lépésként* lenne érdemes a BÉT-nek elindítania a klasszikus pre-IPO szakaszt, amelynek során a leginkább tőzsdeképes és tőzsdére lépni akaró cégek kerülnének átvilágításra külső partnerek bevonásával.

1. táblázat	
A legfontosabb nem-pénzügyi tényezők a tőzsdei kibocsátás sikeressége során befektetői szempontból	
Cégvezetés hitelessége és gyakorlata	90%
Cégirányítási stratégia minősége és végrehajtása	73%
Márka erőssége és piaci pozíció	59%
Működési hatékonyság	54%
Cégirányítási gyakorlat	44%
Kutatás és innováció	35%
Pénzügyi jelentések és számviteli kontroll	30%
Cégvezető vezetési stílusa	25%
Tehetségek toborzására és megtartására való képesség	14%
IFRS/US GAAP számviteli kimutatások	13%
Befektetői kapcsolatok minősége	8%

Megjegyzés: A táblázatban feltüntetett értékek azt mutatják, hogy az intézményi befektetők hány százaléka sorolta az adott tényezőt a legfőbb 5 közé 2009-ben.
Forrás: Ernst and Young (2014)

Tanulmányunk az első két lépéssel foglalkozik. A következőkben így pontosabban számba vesszük, hogy melyek azok a kvantitatív tényezők, amelyeket érdemes figyelembe venni.

2.1. Kvantitatív indikátorkészlet összeállítása

Hensler és szerzőtársai (1997) tanulmánya alapján a cég mérete és kora, az IPO mérete, illetve a tulajdonosi struktúra (a „belső” által birtokolt részvények aránya) kedvezően befolyásolhatja az IPO utáni túlélési valószínűséget (vagyis a nagyobb érték nagyobb túlélési valószínűséggel párosul). A prospektusban felsorolt kockázati tényezők számának növekedése ugyanakkor csökkentheti a túlélés esélyét. *Mata és Portugal (1994)* portugál cégekre vonatkozó elemzése szerint a túlélési esélyt az induló cégméret, az üzemek száma és az iparági növekedés befolyásolhatja. *Jain és Kini (1999)* az amerikai kibocsátásokat elemezve arra az eredményre jutott, hogy az IPO előtti működési eredmény és a befektetési bankár presztízse növeli a túlélés esélyét az IPO után, míg az iparági korlátok és koncentráció csökkentik azt.

Chorruk és Worthington (2010) a thai tőzsde 2001 és 2007 közötti kibocsátásait elemezve arra a következtetésre jutott, hogy a fiatalabb, magasabb tőkeáttételű és alacsonyabb kamatköltségű cégek nagyobb valószínűséggel kerülnek tőzsdére. Tanulmányukban hangsúlyozták, hogy az eredmények egy része meglepő lehet, és a thai vállalati szektor szerkezetéből adódik. Emellett lényeges, hogy vizsgálatukban a tőzsdére lépés volt a fókusz, nem a sikeres tőzsdei szereplés.

A tanulmányban ismertetésre kerülő scoring a fentebb bemutatott négy lépésből álló értékelési folyamat első és második lépése. A kvantitatív szűréshez és a rangsoroláshoz alkalmazott indikátorokat a szakirodalom ajánlásai és a nemzetközi tőzsdei gyakorlat alapján határoztuk meg. A scoring során figyeltünk arra, hogy olyan indikátorkészletet állítsunk össze, amely a kis- és középvállalati szegmens szempontjából lényeges. Nagyvállalatok vagy állami cégek tőzsdére lépésekor ez eltérő lehet. Ez utóbbiak esetében sokkal szűkebb az az intézményi kör, amely a tőzsde számára releváns lehet. Néhány kvantitatív kritérium mellett (mint kor, méret, létszám, árbevétel) esetükben már az előszűrés során is sokkal fontosabbak lehetnek egyedi háttérinformációk, a piaci szereplők ajánlásai stb. Fontos emellett felhívni a figyelmet arra, hogy a módszertannak önmagában is van egy nem elhanyagolható bizonytalansága. A nemzetközi szakirodalom fontos tanulsága, hogy a tőzsdeképesség kritériumai időben és térben változhatnak, és a módszertani választás óhatatlanul részben visszatekintő jellegű, múltbeli adatokra, megfigyelésekre támaszkodik, miközben a kiválasztás előrettekintő döntést igényel. A kvantitatív szűrést célszerű pontosan rögzített eljárásrend mellett kialakítani, ugyanakkor a módszertan bizonytalanságára tekintettel érdemes rugalmasan kezelni a keretrendszert.

A kis- és középvállalatok szűréséhez és rangsorolásához felhasználható indikátorok részben a jövőbeli növekedési lehetőségeket befolyásoló, múltbeli üzleti

teljesítményre fókuszálnak (profitabilitás növekedése, forgalommnövekedés stb.), részben a cég üzleti és demográfiai jellemzőire (árbevétel, létszám, kor, pénzügyi teljesítmény, piacméret, export stb.). A befektetővédelemre és reputációs kockázatokra tekintettel a kockázati tényezők szűrése is indokolt a KKV-cégeknél, mivel esetükben szűkebbek a befektetővédelem lehetőségei (elemzői kapacitás, számviteli ellenőrzés, médiafigyelem stb.), és várhatóan nagyobb a kevésbé szofisztikált kisbefektetők aránya.

2.1.1. Méretkritériumok

A méretkritériumok (árbevétel, mérlegfőösszeg, létszám stb.) a megfelelő versenyképesség és skáláhozadék elérése érdekében kulcsfontosságúak, és a kutatások szerint érdemben befolyásolják a cégek tőzsdére lépésének, illetve tőzsdei túlélésének valószínűségét. A kellően nagy méret továbbá garanciát jelenthet a tőzsdei bevezetést követően a megfelelő piaci likviditásra, ami az intézményi befektetők számára is kulcsfontosságú, ezáltal támogatja az értékpapír elégséges keresletét. *Pagano és szerzőtársai (1998)* is hangsúlyozták a méret fontosságát. Emellett azt találták, hogy az amerikai tőzsdén jegyzett cégek mérete átlagosan nagyobb, mint ami az európai tőzsdéken jellemző. *Hensler és szerzőtársai (1997)* tanulmánya ugyancsak többek közt a cég méretét találja az egyik legfontosabb tényezőnek, ami az IPO utáni túlélési valószínűségét növeli. *Mata és Portugal (1994)* portugál cégekre vonatkozó elemzése is alátámasztja ezt az állítást.

A KKV-k esetében irányt mutathat, hogy más tőzsdéken milyen cégméret a jellemző. *Harwood – Konidaris (2015)* felmérése alapján a feltörekvő SME (KKV)-tőzsdéken átlagosan 2,5-10 milliárd forintos piaci kapitalizáció jellemző, és a legtöbb jegyzett cég kis- és középvállalat. A varsói New Connect platformon 1,5 milliárd forintos az átlagos piaci kapitalizáció (2015), de létezik 10 millió forintos kapitalizációjú cég is. A bukaresti AERO platformon 250 ezer euró a piaci kapitalizáció megkövetelt minimuma.

2.1.2. Növekedési és nyereségességi kritériumok

A tőzsdei értékpapírok keresletének serkentéséhez a befektetők elvárásait feltétlenül figyelembe kell venni. A befektetők nagy része a felmérések szerint (*Ernst and Young 2015*) a tőzsdei kibocsátások szempontjából a legfontosabb pénzügyi tényezők közé sorolta a különböző nyereség- és árbevétel-mutatókat:

- a részvényenkénti nyereség növekedését,
- az értékesítések növekedését,
- a tőkearányos nyereséget,
- a profitabilitás növekedését,
- az EBITDA növekedését.

A felmérések mellett az empirikus irodalomban is az egyik legfontosabb tényező, ami sikeressé teheti a tőzsdére lépést, a növekedés. *Long és Zhang (2014)* 243 gyors növekedésű kínai vállalat IPO-adatai alapján azt találták, hogy az IPO valószínűségét a kibocsátási mennyiség, a nettó profit és a nettó eszközök értéke befolyásolja pozitívan.

A növekedési kritériumok súlyainak meghatározásakor ugyanakkor azt is figyelembe kell venni, hogy a gyors múltbeli növekedés nem feltétlenül jelent trendszerűen gyors jövőbeli növekedést, ráadásul a túlzott várakozások kialakulásának az a veszélye, hogy túlértékelttséghez vezethet a részvényárfolyamokban. Emiatt érdemes a hosszabb távú eredményességre fókuszálni.

2.1.3. Egyéb cégjellemzők

A nemzetközi tőzsdéken jellemzően 3 auditált év az elvárt, ugyanakkor a medián kor az amerikai IPO-cégeknél általában ennél több, 8-10 év. *Garza (2008)* empirikus elemzése alapján a 9 év alatti cégek nagyobb eséllyel alulteljesítők, és kerülnek később kivezetésre a tőzsdéről. *Ritter (1991)* az IPO-k teljesítményében ugyancsak a cég korának magyarázó erejére talált bizonyítékot a befektetések hozamait vizsgálva a kibocsátáskori vásárlást követő 3 évben.

A magyar kutatások alapján a csődvalószínűség a KKV-k esetében elsősorban az első években magas, az alapítás ötödik évfordulóját csak a cégek 40 százaléka élte meg (*Tóth 2014*). Hasonló eredményre jutott *Bauer és Endrész (2016)* tanulmánya, amely szerint a csődvalószínűség a 3 és 6 év közötti cégek között a legmagasabb, majd gyorsan csökken az alapítástól számított 10. évig.

Emellett a kiválasztási folyamat kapcsán tekintettel kell lenni arra, hogy a 90-es évek óta növekedési pályán álló, mára stabil középvállalattá érett, jellemzően szűk, családi tulajdonosi körrel rendelkező cégek egy része a generációváltás miatt is potenciális tőzsdői kibocsátói célcsoportba tartozhat. A tőzsdői akvizíciók fontos célpontjai továbbá hagyományosan a kockázati tőkéből finanszírozott cégek. A cégek kiválasztása során ezért érdemes a szakma bevonásával külön átvilágítani a magyarországi kockázati tőketársaságok portfóliójába tartozó cégeket.

Békés és Muraközy (2011) kutatása szerint a jobb finanszírozási helyzetben lévő, fiatal, képzett munkaerőt alkalmazó és korábban is gyorsabban növekvő vállalatok körében a legnagyobb a „gazellák” (gyors növekedésű cégek) aránya. A szerzők emellett arra is figyelmeztetnek, hogy a gyors növekedési szakaszban lévő cégeket az Egyesült Államokban, különösen az 5-100 millió dollár közötti cégérték esetén, elsősorban kockázati tőkéből finanszírozzák, és nem bankhitelből. *Bhabra és Pettway (2003)* elemzése szerint a hosszú távú túlélés esélyét a cég mérete, a felkínált mennyiség, valamint a cég kutatásra fordított kiadásai is befolyásolják.

Végül fontos a cégek kockázati szűrése is, ami figyelembe veszi a cégek pénzügyi stabilitását, a csődvalószínűségét befolyásoló változókat (pl.: *Hensler et al. 1997*). Ilyen szűrésre alkalmasak lehetnek az olyan típusú kockázati modellek, mint amit *Banai és szerzőtársai (2016)* mutatnak be. Hasonló funkciót tölthet be még például a széles körben elterjedt Altman-féle Z-score is (*Altman 1968*), továbbá számos piaci szolgáltató is rendelkezik hasonló kockázati indexszel.

3. Scoring a gyakorlatban

3.1. Felhasznált adatok

A vállalati scoring-modellhez a Magyar Nemzeti Bankban elérhető NAV-adatbázist használjuk fel, amely 1992-től 2014-ig áll rendelkezésre. Mostani vizsgálatunk során a 2008-2014 közötti időszakra támaszkodunk, hiszen alapvetően a legfrissebb trendek érdekesek számunkra. Az anonim adatbázis tartalmazza az összes Magyarországon működő, egyszerűsített, illetve teljes adóbevallást leadó vállalat részletes mérleg- és eredménykimutatás adatait, valamint néhány egyéb kiegészítő adatot is (pl. létszám, székhely, gazdálkodási forma stb.). Az elemzésben bemutatott ismerveket ezek alapján képeztük. Végül a tőzsdei vállalatokkal való összehasonlításoknál a Budapesti Értéktőzsde nyilvánosan elérhető adatbázisait használtuk fel.

3.2. Előszűrés

A tőzsdeképes vállalatok meghatározása során elvégzett kvantitatív szűréshez a korábban bemutatott szakirodalmi összefoglaló jelentős támpontot adott. Mivel a különböző cégtípusok (állami vállalatok, nagy magáncégek, illetve kis- és középvállalatok) közül a tőzsdeképes cégek azonosítása más kiválasztási folyamatot és gyakran más vállalati jellemzők figyelembe vételét igényelheti, ezért első lépésként a teljes vállalati sokaságból kiválasztottuk azon cégeket, amelyek jellemzői megfelelnek a kis- és középvállalatok tipikus jellemzőinek:

- legalább 50, de kevesebb, mint 250 fős létszámmal működnek,
- 2014-es árbevételük minimum egymilliárd forint, de nem éri el a 15,5 milliárd forintot,
- 2014-es mérlegfőösszegük kevesebb 13,3 milliárd forintnál,
- nem rendelkeznek állami vagy önkormányzati tulajdonrészsel,
- 80 százaléknál alacsonyabb a külföldi tulajdonosok aránya.

Az így azonosított, 1684 vállalatot tartalmazó csoport, melyre a továbbiakban „vizsgált KKV-k” néven hivatkozunk, összehasonlítási alapul szolgált a további elemzésekhez. Ezt követően olyan további szűrési feltételekkel alakítottuk ki az előszűrt, és a következő lépésben rangsorolásra kerülő vállalatok 331 elemű sokaságát,

amelyeket szükségesnek gondolunk ahhoz, hogy egy vállalat sikeres legyen a tőzsdén. Ezek szerint elvártuk, hogy a vállalat:

- legalább hét éve működjön,
- pozitív saját tőkével rendelkezzen,
- teljesítse az OECD „gazella” definícióját, vagyis 3 év alatt évi 20 százalékos átlagos reálnövekedésnél nagyobb növekedést érjen el.

Ezen felül szakértői alapon 14 olyan vállalatot is kiszűrtünk, amelyek, habár megfelelnek a fentebb felsorolt kvantitatív kritériumainknak, a működési formájuk (pl. nonprofit szervezet) vagy tulajdonosi szerkezetük (pl. mezőgazdasági szövetkezet, cégcsoport része) alapján nem alkalmasak tőzsdei bevezetésre.

3.3. Rangsorképzés

A legyűjtött cégek rangsorolásához a fundamentális vállalatértékelésben használt vállalati pénzügyi rátákat és indikátorokat használunk, melyek működési, jövedelmezőségi, tőkeszerkezeti és kockázati szempontból értékelik a vállalat helyzetét. A rangsorolást elvégeztük külön úgy is, hogy likviditási mutatókat is figyelembe vettünk. Az alacsonyabb szám a céghalmazon belüli jobb értékelést tükrözi. A scoring-alapelveket mérlegelve hatékony, de egyszerű megoldást keresünk, ezért olyan indikátorok alapján állítjuk össze a rangsorokat, amelyek a lehető legjobban megragadják a vállalatok adott szempont szerinti tulajdonságát. Sok esetben a lehetséges mutatók közül azt használtuk fel, amely a lehető legtöbb vállalat esetében rendelkezésre állt. Az indikátorok alapvetően a profitabilitási és üzleti kilátásokra fókuszálnak, a kockázati szűrést csak a rangsorképzést követően hajtottuk végre. Az indikátorokat nemcsak egyetlen időpontra néztük, hanem azok utóbbi hároméves átlagát is figyelembe vettünk, ami segít abban, hogy egy egyszeri kiugró teljesítmény miatt ne kapjunk félrevezető eredményt. A legfontosabb vállalati pénzügyi mutatóknak a NAV vállalati adatbázisában legfrissebben elérhető, azaz 2014-es, illetve a 2011 – 2013 közötti három évre vonatkozó átlagos értékeinek figyelembe vételével és megfelelő súlyozásával egy kompozit indikátort alakítottunk ki, s az előszűrt vállalatokat ennek értékei alapján rendeztük sorba.

3.3.1. Jövedelmezőségi mutatók

Az eredménykimutatás alapján többféle profitráta számítására van lehetőség. Ezek közül a *működési haszonkulcsot*, a *ROIC-ot* (Return on invested capital, befektetett tőke-arányos hozam), az *adózás előtti haszonkulcsot*, illetve az *effektív adókulcsot* használjuk, mivel befektetői szempontból ezek a legrelevánsabb jövedelmezőségi mérőszámok. Az első a működési eredmény és az árbevétel hányadosa, a második az adózás utáni eredmény és a befektetett tőke hányadosa, míg utóbbi az adózás előtti eredmény és az árbevétel aránya. Amint az irodalom-összefoglalóban már

említésre került, a pozitív és stabil profitráta pozitív befektetési minőséget jelez, míg a működési eredmény nagysága és növekedése határozza meg a részvények árfolyamát. Egy vállalat menedzsmentje elsősorban a működési eredményre képes hatni, ezért a *működési haszonkulcs* egyben a menedzsment minőségéről is adhat visszajelzést. Befektetéselemzők körében népszerű az *adózás előtti haszonkulcs*, mivel a menedzsment rendelkezik különféle adófizetést befolyásoló technikákkal, amelyet megragadhat ez a mutató. A jövedelmezőséget alapjaiban befolyásoló tényezők egyike az *effektív adókulcs*, amely különféle számviteli tényezők miatt eltérhet a hivatalos társasági adókulcstól. Ez a mutató valós képet ad az adóteherről, amellyel a vállalat működése során szembesül.

3.3.2. Működési mutatók

Tőzsdképesség szempontjából a profitabilitás mellett a hatékony működés az egyik legfontosabb kritérium. Ezért a működési szempontból releváns mutatók közül a *tárgyieszköz-arányos bevételt* (Pagano et al. 1998), a *munkavállaló-arányos bevételt*, az *exporthányadot* és az *árbevétel növekedési ütemét* használjuk. A *tárgyieszköz-arányos bevételre* és a *munkavállaló-arányos bevételre* tekinthetünk egyfajta termelékenységi mérőszámként is. Tágabb értelemben azt próbálják megragadni, hogy a vállalat mennyire sikeresen generál árbevételt a meglévő eszközállományával, illetve szellemi tőkéjével. A legtöbb vállalat esetében a rendelkezésre álló tárgyi eszközök testesítik meg a termelésben résztvevő összes eszköz jelentős hányadát, ezért a hatékony működéshez szükséges ezen eszközök árbevétel-teremtő képességének mivolta. Hasonlóképpen, a termelésben részt vevő munkavállalók alkotják a vállalatok szellemi tőkéjének összességét, ezért minél nagyobb az egy munkavállalóra jutó árbevétel, annál jobbnak tekinthető a vállalat munkatermelékenysége. Emellett fontos hangsúlyozni, hogy iparág-specifikus tényezők befolyásolhatják a fenti mutatók nagyságát.

A magyarországi és regionális vállalkozások esetében empirikus eredmények igazolják, hogy az exportáló vállalatok termelékenyebbek és gyorsabban növekednek, mint a nem exportáló társaik (Rariga 2016; Békés et al. 2011; De Loecker 2007). Mivel a hatékony működés, a stabil cash flow és növekedés elengedhetetlen egy esetleges tőzsdei bevezetés szempontjából, éppen ezért fontosnak tartottuk figyelembe venni ezt az információt (*export-árbevétel aránya*) a rangsorképzés során. Végül, az *árbevétel növekedési ütemét* is felhasználtuk, hiszen ebben a méretkategóriában a befektetők dinamikus növekedést várnak egy tőzsdére lépő cégtől.

3.3.3. Tőkeszerkezeti mutatók

A vállalat működése szempontjából elengedhetetlen megvizsgálni annak finanszírozási pozícióját, illetve eladósodottságát. Ehhez a *tőkeáttételi-*, illetve a *kapitalizációs rátát* és az *idegen forrás arányát* használjuk (Pagano et al. 1998). Az *idegen forrás aránya* közkedvelt mutató a vállalat saját tőke helyzetének számszerűsítésére.

Alacsony értéke azt jelenti, hogy a vállalat kevésbé van rászorulva idegen forrásokra, működését nagyrészt saját tőkéből finanszírozza. Az idegen források arányát nemcsak a vállalat összes eszközére érdemes megvizsgálni. Egy másik, gyakori módszer a vállalati eladósodottság vizsgálatára az idegen források és a saját tőke hányadosa, vagy más néven *tőkeáttételi mutató*. Segítségével pontosabb képet kaphatunk arról, hogy a vállalat működéséhez milyen arányban járulnak hozzá a beszállítók, hitelezők, illetve a vállalat tulajdonosai. A tőkeáttételi mutatónál még részletesebb képet kaphatunk a *kapitalizációs rátával*, amely a hosszú lejáratú források, illetve a saját tőke és hosszú lejáratú források összegének hányadosa. Ez a ráta csak a vállalati tőke szerkezetére fókuszál, még pontosabb képet adva a tőkeáttétel mértékéről. A vállalatok tőkeszerkezetének vizsgálata nagyon fontos információkkal szolgál mind működési, mind kockázati szempontból, ugyanakkor fontos szem előtt tartani, hogy a tőkeszerkezetre, illetve általában az optimális hitelmennyiségre sincs általános szabály, nagyban függ iparági és vállalat-specifikus jellemzőktől.

3.3.4. Likviditási mutatók

A likviditási mutatókat nem minden esetben használtuk, mert a likviditás esetében a legkevésbé egyértelmű az értékelés. A magas likviditás egyfelől csökkenti a csőd-kockázatot, ugyanakkor arra is utalhat, hogy az adott vállalat nem képes jövedelmező beruházást indítani a felhalmozott likvid eszközökből. Ez pedig a növekedés gátja lehet. Éppen ezért az eredmények között egyfajta robusztusság-vizsgálatként jelenik meg, hogy mennyit módosít a leszűrt vállalati csoport összetételén, ha a likviditással is számolunk. A leszűrt vállalatok likviditási helyzetének vizsgálatára két közismert mutatót használunk: a *likviditási rátát*, amely azt ragadja meg, hogy mekkora nagyságú forgóeszköz áll rendelkezésre a rövid lejáratú források fedezésére, illetve a *pénzhányadot*, amely a pénzeszközök mennyisége a rövid lejáratú forrásokra vetítve. A *likviditási ráta* egyszerűsége miatt széles körben kedvelt mutató a pénzügyi jelentésekben, ugyanakkor egyedül erre a mutatóra hagyatkozni félrevezető lehet, mivel az összes forgóeszköz esetleges likvidálása kevésbé valószínű. Célszerű a sokkal konzervatívabb *pénzhányad* mutatót is megvizsgálni, mivel ez a leglikvidebb eszközök és a rövid kötelezettségek arányát mutatja, figyelmen kívül hagyva az eszköz oldali működőtőke-elemeket (vevőkövetelések, készletek). Fontos megjegyezni, hogy a túl magas pénzhányad nem feltétlenül jelent jót működési szempontból, gyenge eszközkihasználtságra utalhat a nagymennyiségű pénzeszköz felhalmozása (osztalékfizetés vagy egyéb felhasználás helyett).

3.3.5. Altman Z-score kompozit kockázati mutató (Altman 1968)

Végül egyfajta viszonylag egyszerű kockázati szűrés részeként figyelembe vettük az *Altman Z-score*-t is. A mutatót Altman fejlesztette ki a két éven belül bekövetkező csődvalószínűség becslésére. A *Z-score* öt féle pénzügyi mutatón és azok együttműködésén alapszik. Nagy előnye, hogy egzakt küszöbértékeket is meghatározott hozzá Altman, így egyszerű az értékelése. Eszerint 3 feletti érték biztonságos vállalatot

takar, míg 1,81 alatti érték problémás céget jelent. Az indexet a következő öt mutató alapján lehet kalibrálni:

- Működőtőke / Eszközök
- Eredménytartalék / Eszközök
- Üzemi eredmény / Eszközök
- Saját tőke / Források
- Árbevétel / Eszközök

Elemzésünk során a legjobb 50 vállalat összeállításához figyelembe vettük ezt a mutatót is. Csak abban az esetben kerülhetett be egy vállalat a legjobban teljesítők közé, ha az Altman Z-score a 2012-től 2014-ig terjedő hároméves időszak mindegyikében elérte a 3-as, biztonságos szintet.¹

Statisztikai szempontból a felhasznált indikátorok súlyozása megfontolásra érdemes, ugyanakkor a gyakorlatban a vállalati rangsorok készítői jellemzően egyenlően súlyozzák az indikátorokat. Az információaggregálás során ugyanakkor egyszerű korrelációs mátrix alapján a redundáns változókat elhagytuk (a fenti lista már így készült). A súlyozás kérdése az idődimenzió kapcsán is felmerül, itt a legutolsó adatpontnak és a korábbi 3 év átlagának adtunk egyenlő súlyokat.

4. A scoring alapján kiválasztott vállalatok tulajdonságai

A fenti ismérvek alapján elkészítettük a kvantitatív szűrést és rangsorolást a magyar kis- és középvállalati szektorra. Az előszűrésen átment 331 vállalatra érdemes elkészíteni a fentebb meghatározott módon számolt rangsort. A rangsor alapján a legjobbnak ítélt vállalatokra a Budapesti Értéktőzsdének érdemes megkezdnie a kvalitatív szűrés folyamatát. Mostani elemzésünkben² röviden megnéztük, hogy milyen jellemzőkkel bír az előszűrt vállalati kör és az általunk készített rangsor alapján legjobbnak számító 50 vállalat, összevetve a vizsgált KKV-kal. Ez egyfelől megmutatja, hogy a szűrés milyen hatékony önmagában, illetve képet ad arról a vállalati csoportról, amely az utóbbi években viszonylag nagy növekedést tudott felmutatni. Emellett külön elemezzük a rangsor alapján a legjobb 50-nek bizonyuló vállalatot is, és összevetjük a jelenlegi tőzsdei vállalatokkal (kihagyva a prémium kategóriát, hiszen az a kategória jellemzően lényegesen nagyobb vállalatokat céloz meg).

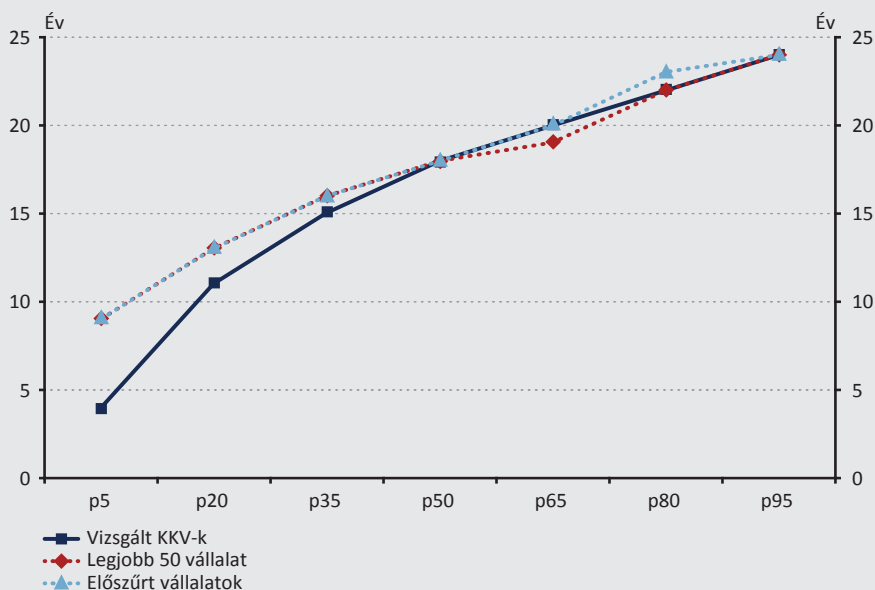
¹ A kockázati szűrést emellett a piacon elérhető nyilvános információk felhasználásával is ki lehet egészíteni. Több információs forrás használatának előnye, hogy némileg eltérő módszertanok és adatkör alapján is meg lehet vizsgálni, hogy egy értékelt vállalat kockázati besorolása átlagon felüli-e.

² Az egyes vállalatcsoportok részletesebb leíró statisztikai megtalálhatóak a Függelék 2-5. táblázataiban.

4.1. Az előszűrés és a rangsorolás eredményei

Első lépésként megnéztük a fentiekben bemutatott elvek szerint kialakított különböző vállalati csoportok legalapvetőbb tulajdonságait, mint a régiós megoszlásuk, nemzetgazdasági ágak szerinti besorolásuk, létszámuk, koruk. Látható, hogy a magyar gazdaságban tapasztalt jelentős regionális különbségeknek megfelelően a közép-magyarországi régió vállalatai dominálják az egyes mintákat. Lényeges eltérést pedig nem látunk az egyes csoportok között, hiszen a vizsgált KKV-knak körülbelül 40 százaléka található a legfejlettebb régióban, míg az előszűrt vállalatoknál ez az arány 43 százalék, a legjobb 50 vállalatnál pedig 42 százalék. Az ágazati megoszlásban a feldolgozóipar dominanciáját tapasztaljuk minden csoporton belül. Ez a túlsúly különösen erős a legjobban teljesítő 50 vállalat esetében, hiszen itt majdnem minden második vállalat ebben az ágazatban tevékenykedik. A vállalatok korában a szűrés feltételeknek megfelelően látunk eltérést, de főként az eloszlás alsó felében, hiszen itt számított erőteljesen, hogy 7 éves minimum kritériumot fogalmaztunk meg a szakirodalom alapján a tőzsdérettséghez (1. ábra). Az eloszlás felső felében viszont ez az eltérés már nem látszik, ami következhet abból, hogy sok vállalkozás nem is akar erőteljesen növekedni, akár több évtizedes időtávon is hasonló teljesítményt mutat fel.

1. ábra
Koreloszlás a három vállalatcsoport esetén

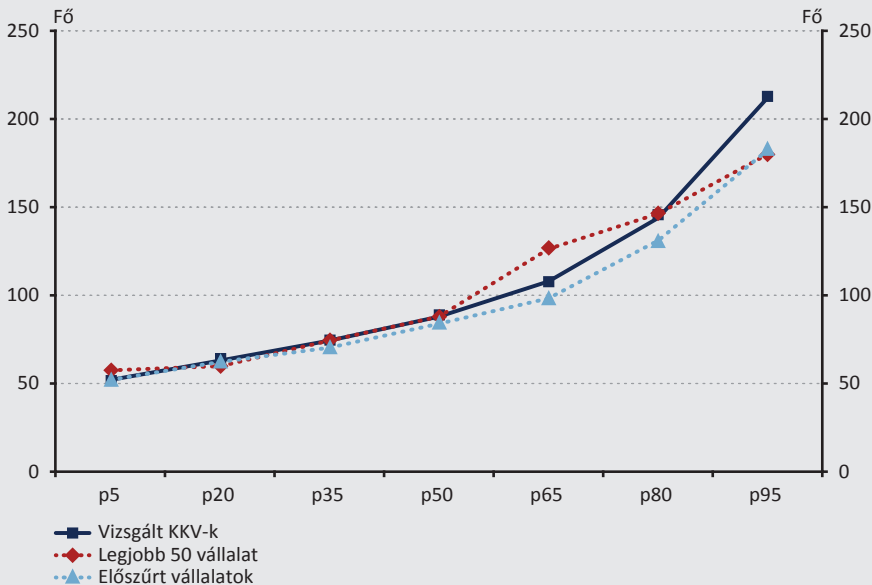


Megjegyzés: Az ábrán látható eloszlások 2014-re vonatkoznak. Az ábrán p-vel a percentiliseket jelöltük. Például p20 jelöli a 20-as percentilist, ami a vállalat kora esetében azt mutatja, hogy a vizsgált KKV-k 20 százalékát 2004-ben vagy annál később alapították (maximum 10 évesek voltak 2014-ben).

Forrás: MNB, a szerzők saját számításai

Létszám alapján a vállalatok többsége viszonylag kicsi, és ebben a tekintetben nincs lényeges különbség az előszűrt vállalatok, a legjobb 50 vállalat és az összes vizsgált KKV-k csoportja között. Mind a három csoportban körülbelül a vállalatok több, mint fele 100 fő alatti. Ez természetesen abból is következhet, hogy az általunk megkívánt gyors növekedés kisebb méret esetén még könnyebben teljesíthető. A tőzsdére lépés szempontjából viszont fontos, hogy a vállalatméret ne csak számviteli szempontból legyen megfelelő. Lényeges kérdés például, hogy elégséges-e a stáb a tőzsdei követelmények teljesítéséhez (2. ábra).

2. ábra
Létszámeloszlás a három vállalatcsoport esetén



Megjegyzés: Az ábrán látható eloszlások 2014-re vonatkoznak. Az ábrán p-vel a percentiliseket jelöltük. A percentilisek értelmezéséhez lásd az 1. ábrához tartozó megjegyzést.

Forrás: MNB, a szerzők saját számításai

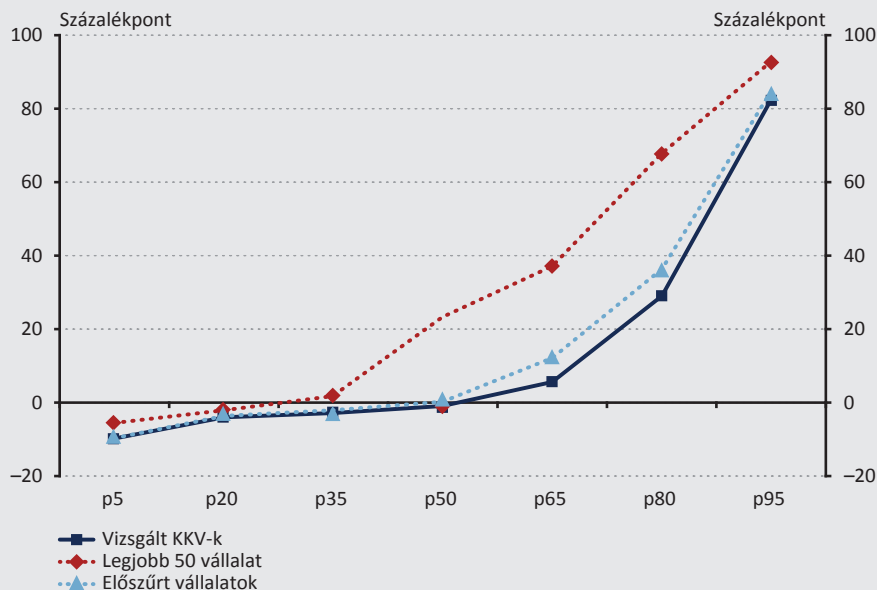
Az alaptulajdonságok elemzése után részletesebben megnéztük, hogy a három vállalatcsoport teljesítménye mennyiben tér el egymástól. Ehhez jellemzően az adott mutató elmúlt hároméves átlagát néztük a 2012 és 2014 közötti időszakra. Elsőként arra voltunk kíváncsiak, hogy mekkora az árbevételen belül az exportárbevétel aránya az egyes vállalatoknál. Ez a mutató, bár nem ad közvetlenül információt a vállalat teljesítményéről, mégis jól jellemzi azt. Halpern és Muraközy (2010) megállapítása szerint az innovatív vállalatok termelékenyebbek, nagyobb valószínűséggel és többet exportálnak, mint nem innovatív társaik. Az innovatív vállalatok több

piacot érnek el termékeikkel, és nagyobb mennyiségben is képesek exportálni, így az exportarány utalhat az adott vállalat termelékenységére, illetve az innováció szerepére a vállalatnál. Ahogy korábban írtuk, a tőzsdének mint finanszírozási formának kifejezetten támogatnia kell az ilyen típusú vállalatokat, hiszen sok esetben nehezebben juthatnak banki forráshoz. Várakozásunknak megfelelően az előszűrt vállalatok, illetve a legjobb 50 vállalat esetében is lényegesen nagyobb az export relatív szerepe, mint a vizsgált KKV-k csoportján belül (3. ábra). Különösen igaz ez a legjobb 50 vállalkozásnál, hiszen esetükben körülbelül a vállalatok 80 százalékánál nagyobb az export szerepe, mint az iparág többi szereplőjénél. Ez arra utal, hogy a fent felvázolt rangsorolási mechanizmus valóban segít olyan vállalatok kiválasztásában, amelyek számára a tőzsdére lépés hasznos lehet.

3. ábra

Az export-árbevétel aránya az iparági átlaghoz képest a három vállalatcsoport esetén

(2012-2014 átlaga)



Megjegyzés: Az ábrán p-vel a percentiliseket jelöltük. A percentilisek értelmezéséhez lásd az 1. ábrához tartozó megjegyzést.

Forrás: MNB, a szerzők saját számításai

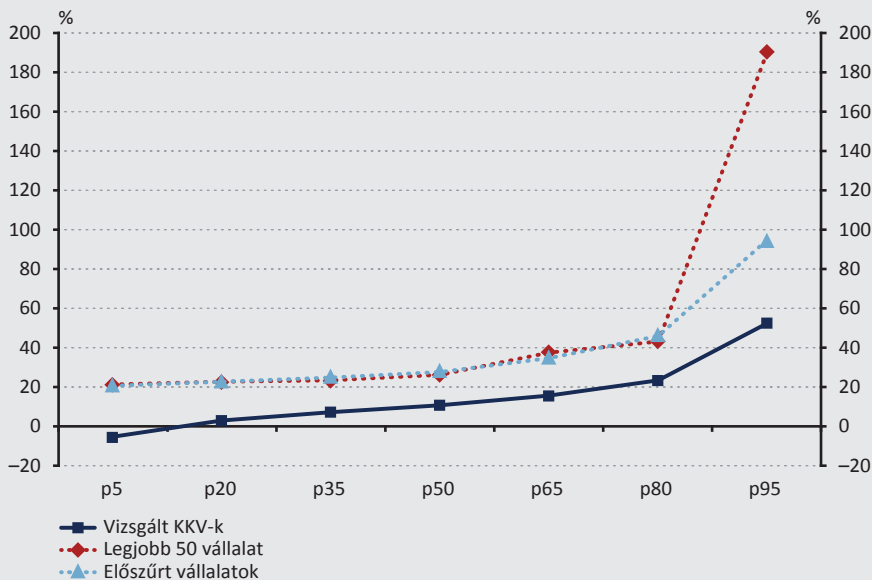
A vállalati teljesítményt mérő mutatók közül az árbevétel éves átlagos növekedésének alakulását már a szűrési feltételek között figyelembe vettük, hiszen az OECD gazella definíciónak megfelelően 3 éves átlagban 20 százalékos minimum-értéket

határoztunk meg. Ennek megfelelően mind az előszűrt vállalatcsoport, mind a legjobb 50 vállalat esetében az eloszlás alsó felénél az összes vizsgált KKV-t tartalmazó csoportnál jobb teljesítményt vártunk. Fontos ugyanakkor hangsúlyozni, hogy ez az eltérés végül a teljes eloszlás esetében igaz volt (4. ábra). Még a 95 százalékos percentiliséknél is lényegesen jobban teljesítettek az általunk kiválasztott vállalatok, mint a vizsgált KKV-k teljes csoportja, ami azt mutatja, hogy nagyon szűk az a vállalati kör, amely tartósan gyors növekedést tud felmutatni.

4. ábra

Az árbevétel éves növekedési ütemének eloszlása a három vállalatcsoport esetén

(2012-2014 átlaga)

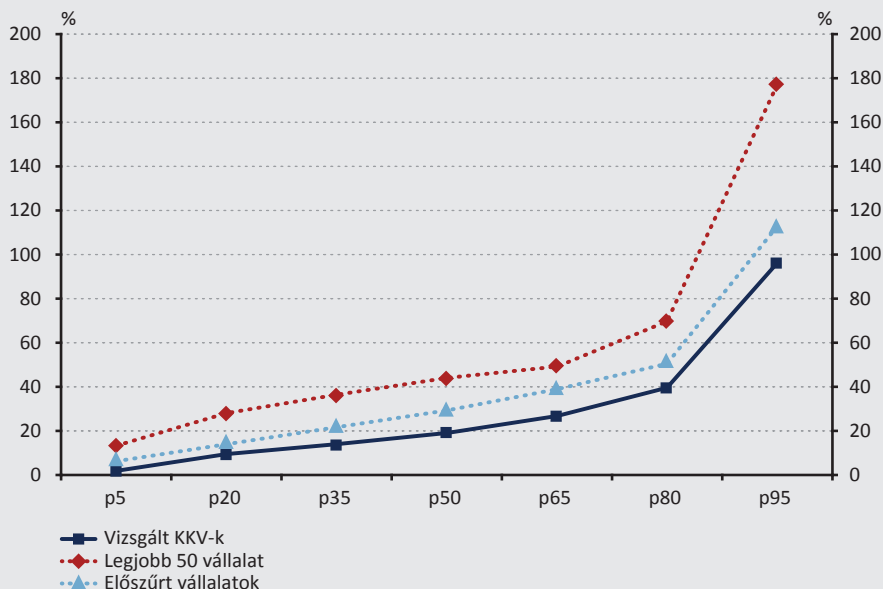


Megjegyzés: Az ábrán p-vel a percentiliseket jelöltük. A percentilisek értelmezéséhez lásd az 1. ábrához tartozó megjegyzést.

Forrás: MNB, a szerzők saját számításai

Befektetői szempontból külön figyelmet érdemel a ROIC, vagyis a befektetett tőkére jutó profit. Látható, hogy míg az előszűréssel létrehozott 331 vállalatot tartalmazó csoport csak enyhén múlja felül a vizsgált KKV-k teljes csoportját, addig az 50 legjobb vállalat esetében már jelentős az eltérés (5. ábra). Ez megerősíti, hogy az általunk alkalmazott szűrés, bár megfelelő irányba szűkíti a kis- és középvállalatokat, nem elégséges a potenciális tőzsdére lépő vállalatok kiválasztásához. Ennek érdekében fontos a rangsor készítése, aminek eredményeként még jobban teljesítő vállalatcsoportokat kaptunk.

5. ábra
A befektetett tőkére arányos profit (ROIC) eloszlása a három vállalatcsoport esetén

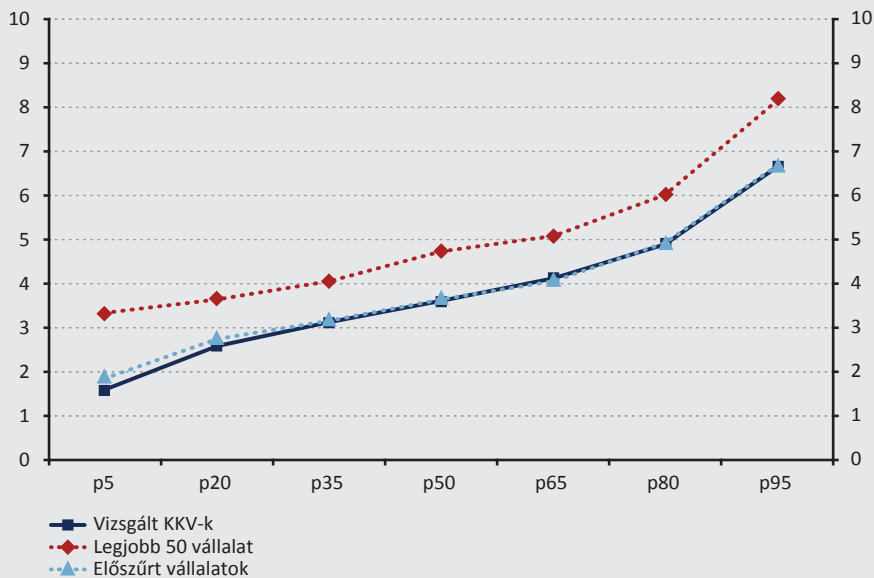


Megjegyzés: Az ábrán látható eloszlások 2014-re vonatkoznak. Az ábrán p-vel a percentiliseket jelöltük. A percentilisek értelmezéséhez lásd az 1. ábrához tartozó megjegyzést.

Forrás: MNB, a szerzők saját számításai

Végül megnéztük azt is, hogy a kockázati szűrésnek mennyiben felelnek meg az egyes vállalatcsoportok. A legjobb 50 vállalatnál feltételként szabtuk meg, hogy az utolsó 3 év mindegyikében el kell érnie a 3-as, biztonságos szintet a mutatónak. Az adatok szerint ezen vállalatok esetében a biztonságos szint elérése általános, a hároméves időszakban szinte mindegyik folyamatosan teljesíti a 3-as szintet. Az előszűrt vállalatok az Altman Z-score eloszlása tekintetében alig térnek el a vizsgált KKV-k teljes csoportjától, s ezen vállalatcsoportok cégeinek 35 százaléka nem teljesíti a kockázati mutató értékére vonatkozó 3-as elvárást (6. ábra). Mindez igazolja a kockázati szűrés szükségességét.

6. ábra
Az Altman Z-score eloszlása a három vállalatcsoport esetén
 (2012-2014 átlaga)



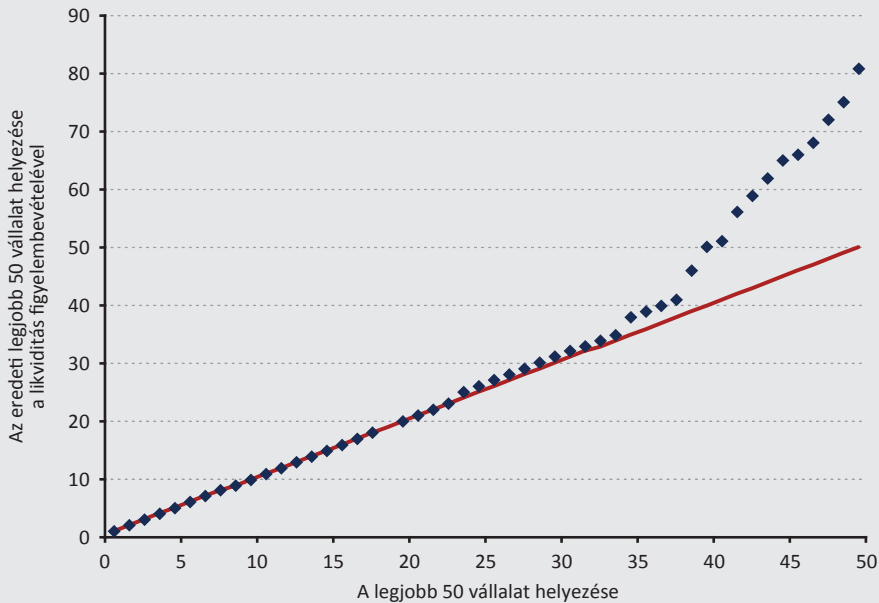
Megjegyzés: Az ábrán p-vel a percentiliseket jelöltük. A percentilisek értelmezéséhez lásd az 1. ábrához tartozó megjegyzést.

Forrás: MNB, a szerzők saját számításai

A korábbiaknak megfelelően megnéztük azt is, hogy mennyiben változtat az általunk készített rangsoron, ha likviditási mutatókat is felhasználunk. A likviditási helyzet értelmezése nem egyértelmű a tőzsde szempontjából, különösen amiatt, hogy csak egy év végi adatpontot látunk. Emiatt döntöttünk úgy, hogy csak addicionális vizsgálatként használjuk fel. Látható, hogy a likviditás nem befolyásolja lényegesen az eredményeinket (7. ábra). A legjobb 35 vállalat helyezése nem változik abban az esetben, ha a likviditási helyzettel is számolunk, összességében pedig a legjobb 50 vállalat közül 40 megegyezik a két számítási módszer esetében. Ráadásul azon 10 vállalat mindegyike, amely kiesik a legjobb 50 közül, az első 90-ben lesz a továbbiakban. Vagyis a likviditás figyelembevétele nem szükséges ahhoz, hogy megfelelő eredményt kapjunk.

7. ábra

A likviditás figyelembevételének hatása a vállalatok rangsorára



Forrás: MNB, a szerzők saját számításai

4.2. A legjobb 50 vállalat és a tőzsdai vállalatok teljesítményének összevetése

Az eddigiekben bemutatottak, hogy az általunk alkalmazott egyszerű értékelés hogyan segíthet a tőzsdének a potenciális belépők kiválasztásában. Láthattuk, hogy a módszer segítségével valóban olyan vállalatokat kapunk, amelyek minden vizsgált szempontból felülmúlják a vizsgált kis- és középvállalatok teljesítményét (lásd részletesebben a *Függelék* táblázataiban).³ A tőzsde szempontjából azonban nemcsak az a lényeg, hogy a többi szereplőhöz képest jó teljesítményt nyújtó vállalatokkal dolgozzon együtt, hanem az is, hogy a már tőzsdén lévő vállalatokkal is felvegyék a versenyt. Ez több okból is fontos:

- Új szereplők bevonása nemcsak amiatt fontos, hogy így speciális vállalatok is megfelelő finanszírozáshoz jussanak, hanem azért is, hogy a tőzsde új

³ Annak érdekében, hogy képet kapjunk arról, hogy a rangsorolással kapott legjobb 50 vállalatnak a vizsgált KKV-k csoportjához képest megfigyelhető relatív jobb teljesítménye tartósan tekinthető-e, megvizsgáltuk ezekre a vállalatcsoportokra vonatkozóan pár teljesítménymutató eloszlását a 2009-2011 közötti periódusra is (*Függelék 11-13. ábrák*). Az árbevétel növekedési üteme, a befektetett tőkére arányos profit, és az Altman-féle kockázati mutató alapján megállapítható, hogy a 2014-ben legjobbnak választott 50 vállalat teljesítménye nemcsak a 2012-2014 közötti, hanem az azt megelőző 3 évben is érdemben meghaladta a vizsgált KKV-k csoportjának teljesítményét.

sikertörténeteket tudjon felmutatni. Ez szükséges ahhoz, hogy élénküljön a kereslet a vállalati papírok iránt.

- Jelenleg is van a tőzsde palettáján néhány olyan vállalat, amelyek nem teljesítettek megfelelően az elmúlt években. Fontos lenne, hogy a jövőben el lehessen kerülni az ilyen eseteket.

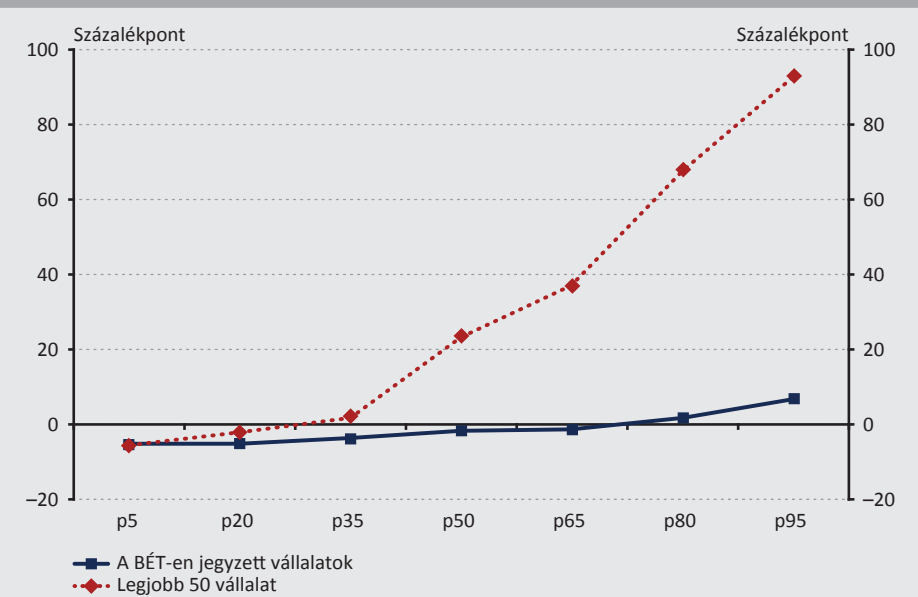
Adataink alapján látható, hogy a kiválasztott vállalatok korban felülmúlják a BÉT T és standard kategóriás vállalatait. Míg ez utóbbinál a medián érték 8 év körül van, az előbbi esetében ez megközelíti a 20 évet is.

Ahogy korábban mutattuk, az exportárbevétel aránya nagyon jól jellemzi a vállalati teljesítményt. Ebből a szempontból is lényegesen jobb a most kiválasztott 50 vállalat. Az iparági átlagtól vett eltérés a legjobb vállalatok kétharmadánál erőteljesen pozitív, míg a tőzsdei vállalatoknál nagyrészt nulla körül mozog, de többnyire a negatív tartományban (8. ábra).

8. ábra

Az exportárbevétel aránya az iparági átlaghoz képest a két vállalatcsoport esetén

(2012-2014 átlaga)



Megjegyzés: Az ábrán p-vel a percentiliseket jelöltük. A percentilisek értelmezéséhez lásd az 1. ábrához tartozó megjegyzést. Az elemzés a BÉT T és standard kategóriáiban jelenleg szereplő vállalatokra vonatkozik.

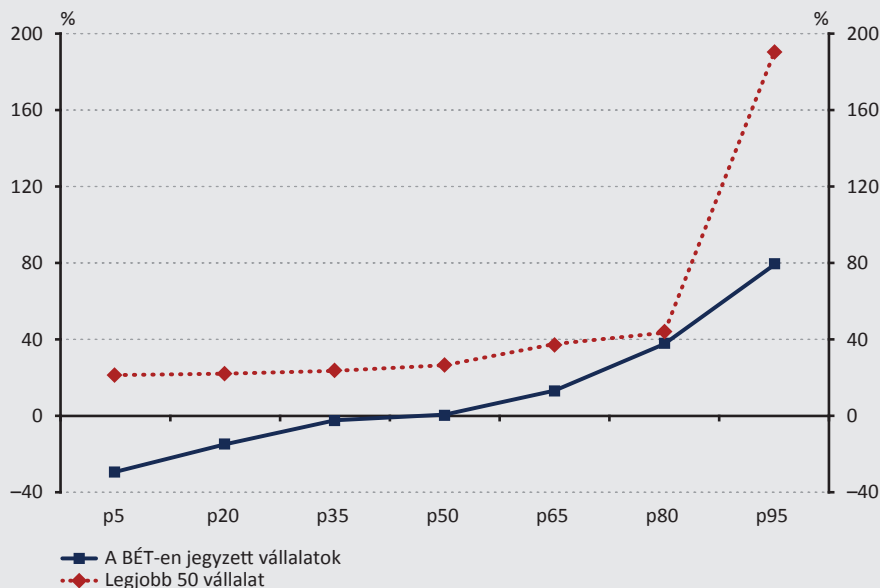
Forrás: MNB, a szerzők saját számításai

Az utóbbi években felmutatott növekedési ütem is a mostani kiválasztás eredményeként létrejövő vállalatcsoportot mutatja erősebbnek (9. ábra). A tőzsdei cégeknél több esetben az utóbbi években enyhén csökkent az árbevétel, míg a legjobb 50 vállalat esetében továbbra is dinamikus növekedést látunk. A sikeres tőzsdei szerepléshez pedig – különösen egy KKV-nál – szükséges a gyors növekedés.

9. ábra

Az árbevétel éves növekedési ütemének eloszlása a két vállalatcsoport esetén

(2012-2014 átlaga)

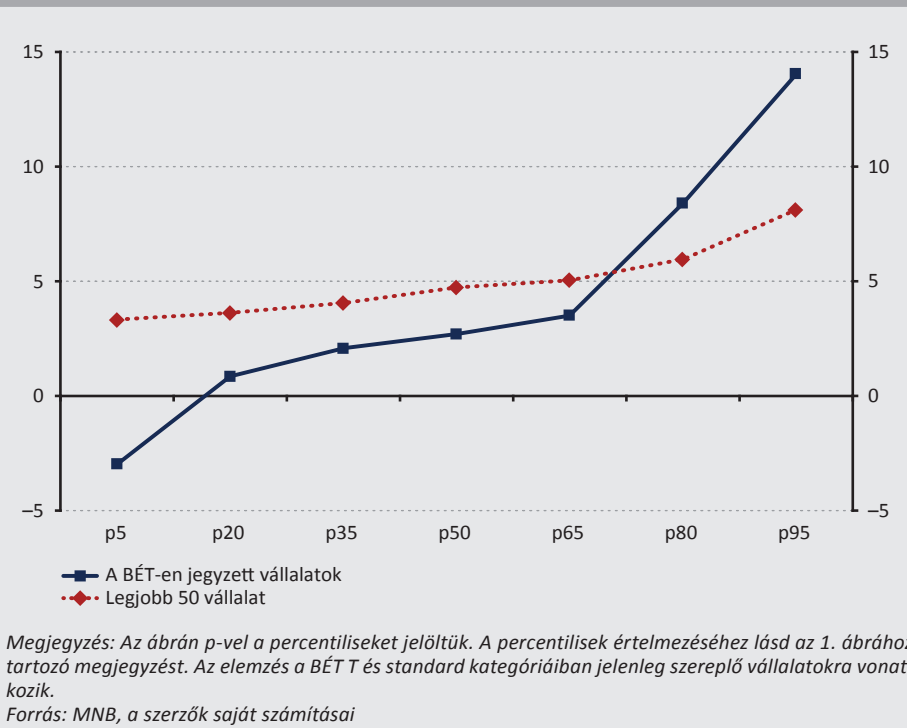


Megjegyzés: Az ábrán p-vel a percentiliseket jelöltük. A percentilisek értelmezéséhez lásd az 1. ábrához tartozó megjegyzést. Az elemzés a BÉT T és standard kategóriáiban jelenleg szereplő vállalatokra vonatkozik.

Forrás: MNB, a szerzők saját számításai

Ezzel többnyire összhangban van a kockázati mutatóként használt Altman Z-score is. A legjobb 50 vállalatot tartalmazó csoport csak az eloszlás felső szélén mutat rosszabb eredményeket, mint a tőzsdei cégek (10. ábra). Vagyis néhány tőzsdei vállalat kiugróan jól teljesít, de összességében nem mondható el róluk, hogy felülmúlnák az általunk kialakított módszertan szerint kiválasztott sokaságot.

10. ábra
Az Altman Z-score eloszlása a két vállalatcsoport esetén
 (2012-2014 átlaga)



5. Konklúzió

A Magyar Nemzeti Bank a tőzsde többségi részesedésének megvásárlása után hangsúlyozta, hogy szükséges a tőkepiac hosszú távú fejlesztése, így a következő évekre új stratégiát dolgozott ki. Ezt a lépést az is indokolja, hogy az MNB hitelezést támogató programjai 2016-ban fokozatosan kifutnak, és az EU-támogatások is jelentős mértékben fognak csökkenni a következő költségvetési időszakban. A magyar kilátások mellett a szakirodalom is egyre inkább hangsúlyozza a tőzsde fejlesztésének szükségességét. *Cecchetti és Kharroubi (2015)* kutatása például bemutatta, hogy az igazán innovatív, termelékeny vállalatok gyakorta nem jutnak banki finanszírozáshoz, mert nem tudnak tárgyeszköz-fedezetet nyújtani mögé.

A tőzsde fejlesztésének egyik iránya, hogy a kis- és középvállalatok számára külön platformot hozna létre a BÉT, így ez a szegmens is lehetőséget kapna a tőkepiaci finanszírozásra. Mostani tanulmányunkban arra kerestük a választ, hogy ebben a szegmensben valóban vannak-e olyan vállalatok, amelyek alkalmasak a tőzsdére

lépésre. Kidolgoztunk egy egyszerű kiválasztási mechanizmust, ami egyrészt egy kvantitatív előszűrésből, másrészt egy rangsorolásból áll. Ennek segítségével egy olyan, 50 vállalatból álló csoportot kaptunk, amely gazdasági mutatóit tekintve jobbnak mutatkozik, mint a BÉT T és standard kategóriáiban jelenleg szereplő vállalatok. Ezzel egyfelől bemutattuk, hogy milyen kvantitatív módszerrel lehet megkeresni azokat a vállalatokat, amelyekkel érdemes számolni egy esetleges tőzsdére lépés kapcsán. Másfelől bemutattuk, hogy a kis- és középállalati szegmensben lehetnek olyan cégek, amelyek érdemesek a tőzsdére lépésre.

Felhasznált irodalom

- Altman, E. (1968): *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*. Journal of Finance, Vol. 23, No. 4 (September), pp. 589–609.
- Banai Ádám – Körmendi Gyöngyi Mária – Lang Péter – Vágó Nikolett (2016): *A magyar kis- és középállalati szektor hitelkockázatának modellezése*. MNB Tanulmányok 123.
- Bauer Péter – Endrész Mariann (2016): *Modelling Bankruptcy using Hungarian firm-level data*. MNB Occasional Papers 122.
- Békés Gábor – Muraközy Balázs (2011): *Magyar gazellák: gyors növekedésű vállalatok jellemzői és kialakulásuk elemzése Magyarországon*. TÁMOP – 2.3.2-09/1, Műhelytanulmányok, <http://www.econ.core.hu/file/download/bwp/bwp1109.pdf>. Letöltés ideje: 2016. április 4.
- Békés Gábor – Muraközy Balázs – Harasztosi Péter (2011): *Firms and products in international trade: Evidence from Hungary*. Economic Systems Vol. 35. No. 1. 2011. 4–24.
- Bhabra, H. – Pettway, R. (2003): *IPO Prospectus Information and Subsequent Performance*. Financial Review, Vol. 38, pp. 369–397.
- Budapesti Értéktőzsde (2016): *A Budapesti Értéktőzsde 2016-2020-as stratégiájának fő irányai*. Sajtóközlemény, 2016. március 9. https://www.bet.hu/topmenu/tozsde/bemutakozas/strategia_fo_iranyai.html
- Cecchetti, Stephen G. – Kharroubi, E. (2015): *Why does financial sector growth crowd out real economic growth?* BIS Working Papers No. 490.
- Chorruk, J. – Worthington, A. C. (2010): *Firm-specific determinants and outcomes of initial public offerings in Thailand, 2001–2007*. Griffith Business School, Discussion Papers No. 2010-02.
- Cournede, B. – Denk, O. (2015): *Finance and economic growth in OECD and G20 countries*. OECD Economics Department Working Papers No. 1223.

- De Loecker, Jan (2007): *Do exports generate higher productivity? Evidence from Slovenia*. Journal of International Economics, Volume 73, Issue 1 (September), pp. 69–98.
- Ernst and Young (2014): *EY's guide to going public – Are you ready? We are*. [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_IPO_-_Guide_to_going_public/\\$FILE/EY-Guide-to-Going-Public.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_IPO_-_Guide_to_going_public/$FILE/EY-Guide-to-Going-Public.pdf). Letöltés ideje: 2016. április 4.
- Ernst and Young (2015): *Global IPO trends, 2015 Q3 report*, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Global-IPO-Trends-Q3-2015/\\$FILE/EY-Global-IPO-Trends-Q3-2015.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Global-IPO-Trends-Q3-2015/$FILE/EY-Global-IPO-Trends-Q3-2015.pdf). Letöltés ideje: 2016. április 2.
- Garza, J.A.M (2008): *The Effects of Firm Maturity: IPO and Post-IPO Performance, Growth, Efficiency, Profitability and Returns; & The Rational Part of Momentum*, disszertáció, Columbia University, http://www8.gsb.columbia.edu/programs/sites/programs/files/abstracts/Murillo-Garza_Thesis.pdf. Letöltés ideje: 2016. április 10.
- Halpern László – Muraközy Balázs (2010): *Innováció és vállalati teljesítmény Magyarországon*. Közgazdasági Szemle, LVII. évf., 2010. április, pp. 293–317.
- Hensler, D. – Rutherford, R. – Springer, T. (1997): *The Survival of Initial Public Offerings in the Aftermarket*. Journal of Financial Research, Vol. 20, No. 1, pp. 93–110.
- Jain, B. – Kini, O. (1999): *The Life Cycle of Initial Public Offerings*. Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 26, pp. 1281-1307.
- Langfield, S. – Pagano, M. (2015): *Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth*. ECB WP No. 1797.
- Lestár Miklós (2007): *Hat stratégiai ok a tőzsdére lépés mögött – az elmúlt öt év bevezetéseinek tapasztalatai*. Hitelintézeti Szemle, 6. évf. 6. szám, pp. 556–574.
- Long, H. – Zhang, Z. (2014): *Examining IPO Success in the Emerging Growth Enterprise Market of China*. Global Economy and Finance Journal, Vol. 7. No. 2. September, pp. 71 – 92.
- Macey, J. – O'Hara, M. (2002): *The economics of stock exchange listing fees and listing requirements*. Journal of Financial Intermediation, Vol. 11, pp. 297–319.
- Mata, J.– Portugal, P. (1994): *Life Duration of New Firms*. The Journal of Industrial Economics, Vol. 42, No. 3 (September), pp. 227–245.
- Pagano, M. – Panetta, F. – Zingales, L. (1998): *Why do companies go public? An empirical analysis*. Journal of Finance, Vol. 53, No. 1, pp. 27–64.
- Rariga Judit (2016): *Service and Good Traders in Hungary. Comparative Analysis of Firm Level Data*. Kézirat.

Tóth Margarita (2014): *A válság hatása a kisvállalkozásokra – pénzügyi megközelítésben.* XXI. Század – Tudományos Közlemények No. 30. pp. 39–54.

Sahay, R. – Čihák, M. – N’Diaye, P. – Barajas, A. – Bi, R. – Ayala, D. – Gao, Y. – Kyobe, A. – Nguyen, L. – Saborowski, C. – Svirydenka, K. – Yousefi, S.R. (2015): *Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets.* IMF Staff Discussion Note, május.

Függelék

2. táblázat						
A vizsgált KKV-k leíró statisztikái						
Változó neve	Mértékegység	p5	p50	p95	Átlag	Szórás
Vállalat kora	év	4	18	24	16	7
Létszám	fő	52	88	212	104	49
Árbevétel	Mrd Ft	1,1	2,2	8,8	3,2	2,6
Mérlegfőösszeg	Mrd Ft	0,4	1,7	6,8	2,4	2,1
Egy főre jutó árbevétel	Mrd Ft	10,6	23,5	91,4	33,3	28,2
Befektetett tőkére arányos profit (ROIC)	%	1,8	19,3	95,6	25,6	136,4
Idegen forrás aránya	%	22,5	58,7	93,9	58,4	22,1
Tőkeáttétel		0,2	1,4	11,3	-0,1	100,8
Likviditási ráta		0,6	1,5	5,9	2,2	2,4
AltmanZ		1,6	3,6	7,0	3,9	2,1
AltmanZ – 3 éves átlag		1,6	3,6	6,7	3,8	1,8
Létszám – 3 éves átlagos növekedés	%	-8,5	2,9	37,4	8,8	30,5
Árbevétel – 3 éves átlagos növekedés	%	-5,2	11,1	52,1	17,1	31,3
Mérlegfőösszeg – 3 éves átlagos növekedés	%	-7,6	8,7	41,5	12,1	18,1
Átlagbér – iparági átlagtól vett eltérés (3 év átlaga)	Millió Ft	-0,1	1,4	5,5	1,8	2,1
Tárgyi eszközök aránya – iparági átlagtól vett eltérés (3 év átlaga)	%	-18,6	9,7	44,2	10,8	20,0
Exportárbevétel aránya – iparági átlagtól vett eltérés (3 év átlaga)	%	-9,7	-1,0	82,5	12,7	27,4

Megjegyzés: A táblázat fejlécében p-vel a percentiliseket jelöltük. A percentilisek értelmezéséhez lásd a törzsszöveg 1. ábrájához tartozó megjegyzést.
Forrás: MNB, a szerzők saját számításai

3. táblázat

Az előszűrt vállalatok leíró statisztikái

Változó neve	Mértékegység	p5	p50	p95	Átlag	Szórás
Vállalat kora	év	9	18	24	18	5
Létszám	fő	52	84	182	97	44
Árbevétel	Mrd Ft	1,2	2,4	10,3	3,6	3,0
Mérlegfőösszeg	Mrd Ft	0,5	1,8	7,2	2,4	2,2
Egy főre jutó árbevétel	Mrd Ft	12,2	29,2	105,1	39,9	33,2
Befektetett tőkére arányos profit (ROIC)	%	6,0	28,9	112,4	39,3	47,1
Idegen forrás aránya	%	26,8	61,1	88,1	59,7	19,1
Tőkeáttétel		0,4	1,6	7,4	2,4	2,7
Likviditási ráta		0,8	1,5	4,3	1,9	1,5
AltmanZ		2,0	3,7	6,7	4,1	3,0
AltmanZ – 3 éves átlag		1,8	3,6	6,7	4,0	2,3
Létszám – 3 éves átlagos növekedés	%	-2,5	10,3	61,2	18,6	39,2
Árbevétel – 3 éves átlagos növekedés	%	20,4	28,0	94,9	41,0	39,2
Mérlegfőösszeg – 3 éves átlagos növekedés	%	1,0	19,5	63,6	24,4	22,6
Átlagbér – iparági átlagtól vett eltérés (3 év átlaga)	Millió Ft	-0,2	1,4	5,5	1,8	1,7
Tárgyi eszközök aránya – iparági átlagtól vett eltérés (3 év átlaga)	%	-19,1	6,7	41,6	8,4	19,6
Exportárbevétel aránya – iparági átlagtól vett eltérés (3 év átlaga)	%	-9,6	0,4	84,6	15,1	28,6

Megjegyzés: A táblázat fejlécében p-vel a percentiliseket jelöltük. A percentilisek értelmezéséhez lásd a törzsszöveg 1. ábrájához tartozó megjegyzést.

Forrás: MNB, a szerzők saját számításai

4. táblázat

A legjobb 50 vállalat leíró statisztikái

Változó neve	Mértékegység	p5	p50	p95	Átlag	Szórás
Vállalat kora	év	9	18	24	17	5
Létszám	fő	57	88	180	102	42
Árbevétel	Mrd Ft	1,5	2,7	10,3	3,7	2,8
Mérlegfőösszeg	Mrd Ft	0,7	1,8	8,1	2,8	2,5
Egy főre jutó árbevétel	Mrd Ft	14,4	30,4	91,2	36,3	23,1
Befektetett tőkére arányos profit (ROIC)	%	13,3	43,9	176,4	61,6	63,7
Idegen forrás aránya	%	15,1	41,8	73,1	42,0	16,2
Tőkeáttétel		0,2	0,7	2,7	0,9	0,8
Likviditási ráta		0,9	2,8	6,8	3,0	1,8
AltmanZ		3,5	4,7	7,8	5,1	1,8
AltmanZ – 3 éves átlag		3,3	4,7	8,1	4,9	1,4
Létszám – 3 éves átlagos növekedés	%	1,6	11,4	72,4	28,2	71,4
Árbevétel – 3 éves átlagos növekedés	%	21,1	26,3	189,8	44,1	44,4
Mérlegfőösszeg – 3 éves átlagos növekedés	%	5,1	24,5	98,0	30,4	26,5
Átlagbér – iparági átlagtól vett eltérés (3 év átlaga)	Millió Ft	0,1	2,2	6,1	2,5	1,9
Tárgyi eszközök aránya – iparági átlagtól vett eltérés (3 év átlaga)	%	-19,7	-1,8	41,6	4,7	20,5
Exportárbevétel aránya – iparági átlagtól vett eltérés (3 év átlaga)	%	-5,6	23,1	93,0	29,8	32,8

Megjegyzés: A táblázat fejlécében p-vel a percentiliseket jelöltük. A percentilisek értelmezéséhez lásd a törzsszöveg 1. ábrájához tartozó megjegyzést.

Forrás: MNB, a szerzők saját számításai

5. táblázat

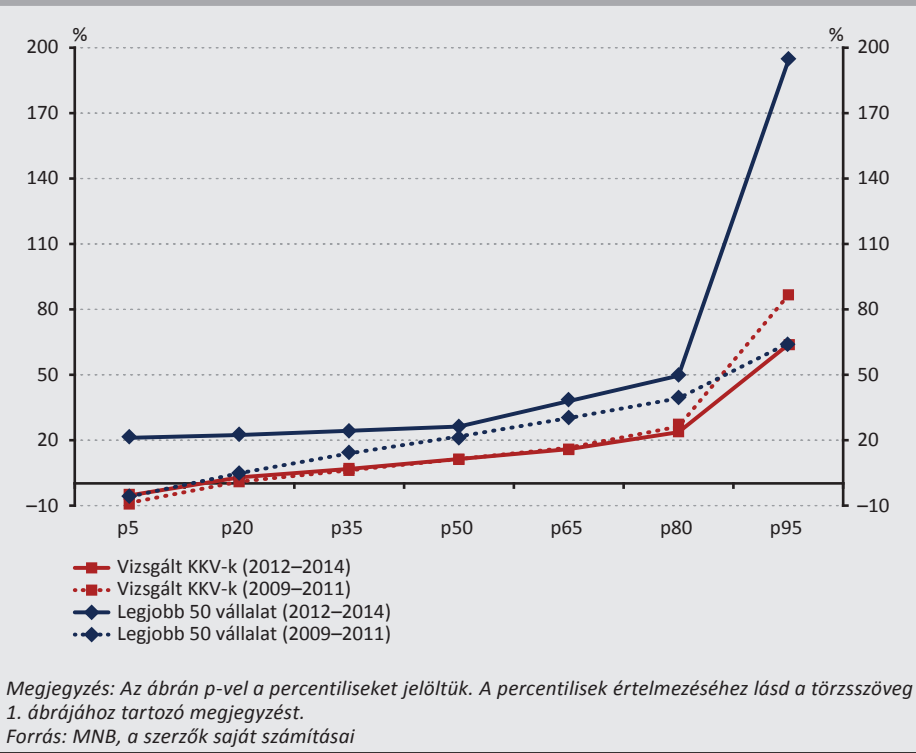
A BÉT-en jegyzett vállalatok leíró statisztikái

Változó neve	Mértékegység	p5	p50	p95	Átlag	Szórás
Vállalat kora	év	2	8	27	13	9
Létszám	fő	1	18	90	35	64
Árbevétel	Mrd Ft	0,0	0,2	69,8	9,2	36,7
Mérlegfőösszeg	Mrd Ft	0,2	1,6	109,7	15,4	51,3
Egy főre jutó árbevétel	Mrd Ft	0,0	24,5	591,8	79,7	183,1
Befektetett tőkére arányos profit (ROIC)	%	-40,5	0,2	324,1	25,7	124,5
Idegen forrás aránya	%	10,6	33,2	96,1	44,1	29,4
Tőkeáttétel		0,1	0,5	24,6	5,7	16,9
Likviditási ráta		0,4	2,0	20,2	6,8	17,1
AltmanZ		-2,0	2,5	5,9	2,2	2,2
AltmanZ – 3 éves átlag		-3,0	2,7	14,0	5,3	12,1
Létszám – 3 éves átlagos növekedés	%	-25,0	0,0	57,7	5,3	31,2
Árbevétel – 3 éves átlagos növekedés	%	-29,2	0,8	79,1	183,3	841,6
Mérlegfőösszeg – 3 éves átlagos növekedés	%	-20,9	-0,6	106,6	55,7	257,6
Átlagbér – iparági átlagtól vett eltérés (3 év átlaga)	Millió Ft	-0,4	2,6	17,4	4,7	6,4
Tárgyi eszközök aránya – iparági átlagtól vett eltérés (3 év átlaga)	%	-33,7	-12,4	24,5	-10,7	16,9
Exportárbevétel aránya – iparági átlagtól vett eltérés (3 év átlaga)	%	-5,1	-1,8	6,8	-1,2	4,6

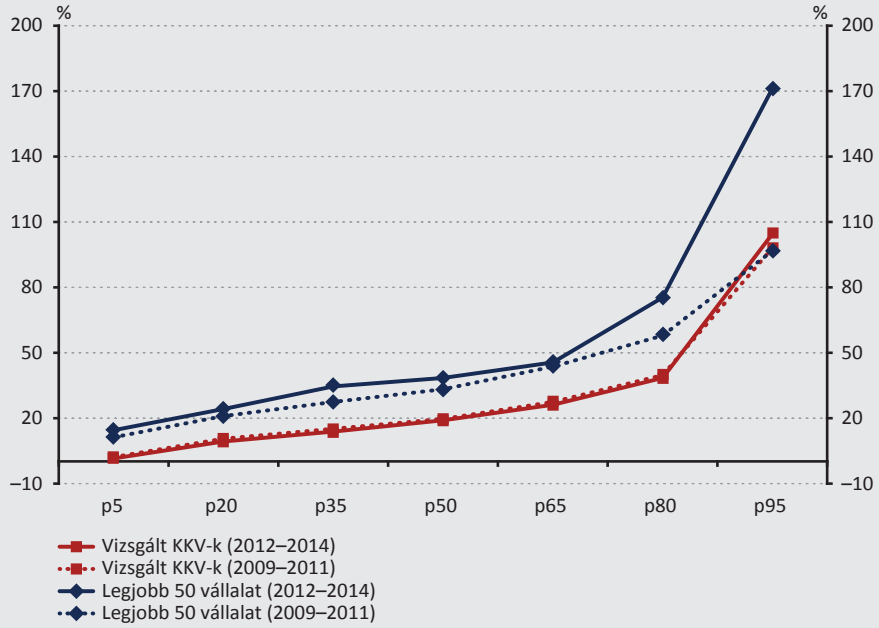
Megjegyzés: A táblázat fejlécében p-vel a percentiliseket jelöltük. A percentilisek értelmezéséhez lásd a törzsszöveg 1. ábrájához tartozó megjegyzést. A táblázat értékei a BÉT T és standard kategóriáiban jelenleg szereplő vállalatokra vonatkoznak.

Forrás: MNB, a szerzők saját számításai

11. ábra
Az árbevétel éves növekedési ütemének eloszlása két vállalatcsoport esetén
 (2009-2011 és 2012-2014 átlaga)



12. ábra
A befektetett tőkére arányos profit (ROIC) eloszlása két vállalatcsoport esetén
 (2009-2011 és 2012-2014 átlaga)



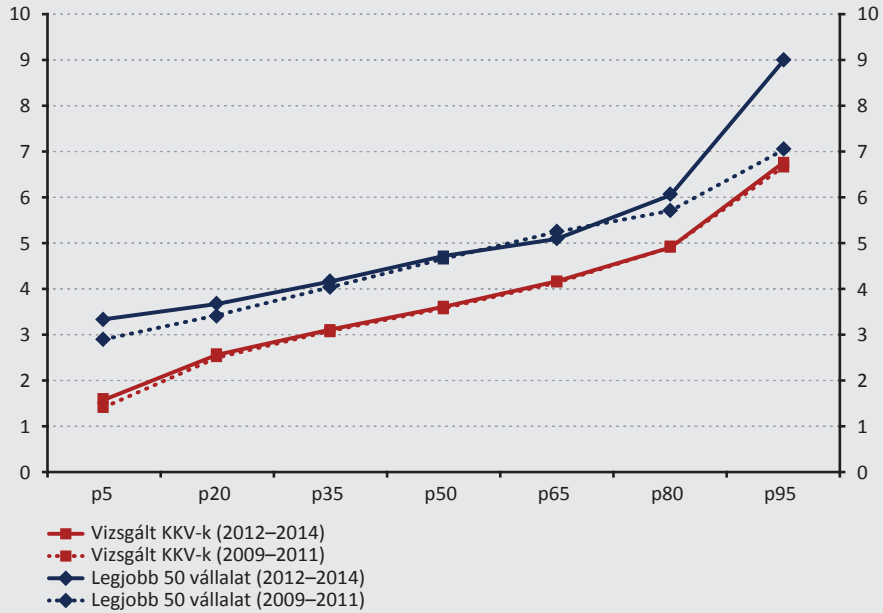
Megjegyzés: Az ábrán p-vel a percentiliseket jelöltük. A percentilisek értelmezéséhez lásd a törzsszöveg 1. ábrájához tartozó megjegyzést.

Forrás: MNB, a szerzők saját számításai

13. ábra

Az Altman Z-score eloszlása két vállalatcsoport esetén

(2009-2011 és 2012-2014 átlaga)



Megjegyzés: Az ábrán p-vel a percentiliseket jelöltük. A percentilisek értelmezéséhez lásd a törzsszöveg 1. ábrájához tartozó megjegyzést.

Forrás: MNB, a szerzők saját számításai

A globalizáció egyenlőtlensége*

Gutpintér Júlia

François Bourguignon:

The Globalization of Inequality

(transl. by Thomas Scott-Railton)

Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2015, p. 210

ISBN: 978-0-691-16052-8

Az elmúlt néhány évben az egyenlőtlenségek témaköre a közgazdaságtan perifériájáról a tudományos vita és a közbeszéd fősodrába került, amely nyomán több figyelemre méltó mű született a témában. Ezek egyike François Bourguignon, az egyenlőtlenségek neves francia kutatójának, a Világbank volt vezető közgazdászának és elnökhelyettesének itt tárgyalt könyve.

Bourguignon könyvének címe az „Egyenlőtlenség globalizációja”, de a tartalmát talán jobban tükrözné a „Globalizáció egyenlőtlensége” cím, hiszen a könyv fő üzenete némileg leegyszerűsítve az, hogy az egyenlőtlenségek növekedése közvetlenül vagy közvetve a globalizációra, illetve annak egyenlőtlen hatásaira vezethető vissza. Paradox módon ugyanakkor az egyenlőtlenségek csökkenését is a globalizációnak köszönhetjük. E látszólagos ellentmondás feloldása az, hogy az egyenlőtlenség – egyébként önmagában is képlékeny definíciójának – nem ugyanazon dimenzióiról van szó. Az elmúlt kb. három évtizedben ugyanis két évszázadnyi meredek emelkedés után az országok közötti (illetve az egyének szintjén, globálisan mért) egyenlőtlenségek a fejlődő országok gyors ütemű növekedésének köszönhetően csökkentek, miközben a fejlett országok többségén belüli jövedelmi egyenlőtlenségek növekedtek. A könyv újszerűsége az, hogy nem csak bemutatja ezt a két eltérő megközelítést, illetve folyamatot, hanem kapcsolatot keres közöttük, és a globalizációban beazonosítja a közös pontjukat. Mindezt rendkívül fókuszáltan, laikus közönség számára is befogadható módon teszi meg. Nem feledkezik meg a témakört tárgyaló művek egyik legfontosabb megalapozó eleméről sem, ami az egyenlőtlenség különböző értelmezéseinek, dimenzióinak gondos elkülönítését és magyarázatát, valamint a mérési lehetőségeinek, illetve korlátainak részletes bemutatását jelenti.

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Gutpintér Júlia a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: gutpinterj@mnbb.hu.

Bourguignon szerint az egyenlőtlenségek alakulását befolyásoló, legmeghatározóbb exogén folyamat a globalizáció. A világgazdaság nyitottá válásával nagyszámú olcsó munkaerő jelent meg a globális piacon. Ennek kiaknázását az infokommunikációs technológiák (IKT) elterjedése, illetve a szállítás költségeinek csökkenése tette lehetővé. A termelőtevékenységek reallokációja számos fejlődő ország gazdaságának modernizációját és átstrukturálódását, nagymértékű és tartós növekedését eredményezte, amelyek pozitív hatásai a jövedelem-eloszlásban is megnyilvánultak. Az elmúlt húsz évben a globális jövedelmi egyenlőtlenségek Gini-koefficiensben kifejezett értéke majdnem olyan mértékben csökkent, mint amilyen mértékben 1900 utáni megközelítőleg 90 évben nőtt. A fejlett országok oldalán ugyanakkor a reallokáció először a képzetlen, később a közepesen képzett munkaerő relatív béreinek csökkenésében, illetve a foglalkoztatási bizonytalanság növekedésében nyilvánult meg. Ezen túlmenően a globalizáció felértékelte a tőkét, az infokommunikációs technológiák pedig a magasan képzett munkaerőt. Ez utóbbi következményeként az ún. szupersztár-effektus olyan hétköznapi területekre is áttért, mint a pénzügyi vagy IKT-szektor, s hatására a fejlett országokon belül a jövedelmi egyenlőtlenségek növekedni kezdtek. Az elmúlt 20 évben az egy főre¹ jutó rendelkezésre álló jövedelem Gini-koefficiense legalább 2 százalékponttal nőtt az OECD-országok több mint háromnegyedében, e trend pedig még az egyenlőségükről híres skandináv országokat sem hagyta érintetlenül. A fejlett országok közül kimagaslóan az USA-ban nőttek legnagyobb mértékben a jövedelmi egyenlőtlenségek; 2008-ra a jövedelmi létra legfelső 10 százalékanak részesedése a háztartások teljes piaci (adózás előtti) jövedelméből meghaladta az egy évszázaddal ezelőtti, kb. 40 százalékos szintet, miközben a II. világháború és az 1970-es évek között ez az érték kb. 30 százalék volt. Bourguignon a fejlett és a feltörekvő országok mellett megkülönbözteti még a „globalizáció veszteseit” is, akik politikai intézményi instabilitásuk, társadalmi gazdasági elmaradottságuk miatt nem tudtak sikeresen bekapcsolódni a globalizáció folyamatába. Ezek az országok változatlan forgatókönyv esetén lemaradásukkal a globális egyenlőtlenségek növekedéséhez járulnak hozzá.

A külső tényezők konkrét, egyenlőtlenségekre gyakorolt hatásai ugyanakkor nem egységesek, azokat az alkalmazott gazdaságpolitika és gazdaság szabályozás mint belső tényezők is meghatározzák. Az, hogy ezek a belső tényezők az országokon belüli egyenlőtlenségek növekedésének irányába hatottak, az 1970-es években az angolszász országokból kiinduló, majd globálisan is szétterjedő neoliberális reformhullámra vezethető vissza. Ennek legfontosabb elemei a legnagyobb jövedelmeket terhelő adók csökkentése, a fogyasztási adók növekedése, a tőkejövedelmek adózási szempontból kedvezőbb megkülönböztetése, a pénzügyi és munkaerő-piaci dereguláció voltak. Talán nem véletlen, hogy a francia szerző ezek közül a tágan értelmezett munkaerő-piaci dereguláció hatásaira helyezi a legnagyobb hangsúlyt.

¹ Felnőtt egyenértékben számolva.

E trend egyértelmű; az OECD felmérése szerint az elmúlt 20 évben 20 tagország lazított a foglalkoztatásra vonatkozó szabályozásokon. A dereguláció bizonyos elemei (a szakszervezeti tevékenység, bértárgyalás elsovadása, a munkanélküli ellátás, minimálbér lazuló szabályozása stb.) bizonyíthatóan hozzájárultak a bérek, ezen keresztül pedig a jövedelmi egyenlőtlenségek növekedéséhez. Kétségtelen, hogy ezzel párhuzamosan ezek az intézkedések növelhették a munkahelyek számát is, ugyanakkor ezt csak a munkahelyek és a foglalkoztatás bizonytalanságának növekedése mellett tudták elérni.

A munkaerő-piaci intézkedések kétélűsége rámutat a hatékonyság és a méltányosság között fennálló trade-offra, ami az egyenlőtlenségekről, illetve a kezelésükről szóló vitákat (is) meghatározza. Ezzel kapcsolatban a szerző azt hangsúlyozza, hogy az egyenlőtlenségek kezelésére irányuló intézkedések valóban csökkenthetik – a népszerű hasonlattal élve – a torta méretét, ugyanakkor egy bizonyos ponton túl maguk az egyenlőtlenségek is csökkentik a hatékonyságot, főként az általuk okozott piaci hibákon és a társadalmi, politikai stabilitásra gyakorolt hatásaikon keresztül.

Az egyenlőtlenségek alakulását tehát exogén és endogén tényezők egyaránt befolyásolják, Bourguignon szerint ugyanakkor az endogén tényezőket is a globalizáció határozza meg, és rajtuk keresztül közvetett módon gyakorol hatást az egyenlőtlenségek folyamataira. A globalizáció ugyanis minden téren növelte a versenyt, ami fokozta a technológiai innovációt, pénzügyi liberalizációt kényszerített ki és a tőke mobilitását ösztönözte. Versenyképességük megőrzése érdekében az országok egymás alá licitáltak és licitálnak az adók csökkentésében és a szabályozások lazításában, amely lépések döntő többsége a jövedelmi egyenlőtlenségek növekedésének irányába hat.

A szerző az utolsó fejezetben javaslatokat tesz a globalizáció egyenlőtlen hatásainak enyhítésére, a növekvő jövedelmi egyenlőtlenségek megfékezésére. Itt hangsúlyosan megjelennek a „globalizáció vesztesei”. Ezen országok helyzetbe hozása a feltörekvő országok folytatódó felzárkózása mellett további muníciót adhat a globális egyenlőtlenségek csökkenésének, és a jelenlegi keretek között talán ezek azok az intézkedések, amelyek legkönnyebben megvalósíthatók. A segélyezés volumenének és hatékonyságának növelése, a kétoldalú kereskedelmi kapcsolatok liberalizálása és a fejlett országok piacaihoz való hozzáférés biztosítása elindíthatná ezen országok gazdaságának átstrukturálódását, növekedését, ami megfelelő szabályozás mellett a jövedelem-eloszlásra is kedvező hatást gyakorolhatna. Az országokon belüli egyenlőtlenségek megfékezésének eszközei azok lehetnek, amelyek neoliberais szellemiségben történő reformja alapvetően hozzájárult az egyenlőtlenségek növekedéséhez. Az adózás, a jövedelemeloszlásra jelentős hatást gyakorló piacok (pénzügyi, munkaerő) szabályozásának átgondolt, méltányosságot és a hatékonyságot egyszerre szem előtt tartó korrekciói jelentik a legfontosabb ex-post eszközöket. Az oktatás, képzés, (bármilyen) diszkrimináció csökkentése pedig ex-ante módon járulnak hozzá az egyenlőtlenségek csökkentéséhez. A szerző külön megemlíti azokat a feltörekvő

országokat, amelyek, amellet hogy nagymértékben hozzájárulnak a globális egyenlőtlenségek csökkenéséhez, a növekvő belső egyenlőtlenségek problémájával is küzdenek. Ezeknek az országoknak, élükön Kínával, még jelentős mozgásterük van az egyenlőtlenségek szabályozások általi csökkentésére.

A javasolt megoldások, bár leegyszerűsítőnek semmiképp nem nevezhetők, de sajnos túlságosan meggyőzőnek vagy újszerűnek sem. Ezzel azonban a szerző is tisztában van. Univerzális „csodafegyver” nincs, és amíg nem kezelik a gyökerénél, vagyis a globalizáció egyenlőtlenségeinél a problémát, addig a tüneti kezelést nyújtó, többnyire ismert, de időben és térben korlátozott megoldásokat szükséges alkalmazni. Az pedig, hogy alkalmazni kell, nem kérdéses, hiszen a globalizáció, mint az egyenlőtlenségek növekedésének legfőbb mozgatórugója, nem áll meg; a tőke és a képzett munkaerő fel-, az alacsonyan és közepesen képzett munkaerő leértékelődése, valamint a foglalkoztatási bizonytalanság növekedése továbbra is a jövedelemeloszlást meghatározó tényezők maradnak. Az egyenlőtlenségek pedig – habár konkrét hatásait nehezen tudjuk számszerűsíteni – biztos, hogy egy ponton túl káros hatással vannak a társadalomra és a gazdaságra egyaránt, és ezeket a potenciális káros következményeket, illetve a velük kapcsolatos elővigyázatosságot még az egyébként végig tárgyilagos és nyugodt hangvételű Bourguignon szerint sem lehet eléggé hangsúlyozni.

Gondban Európa – Előmozdítója-e vagy akadályozója ma az Európai Unió Európa sikerének?*

Korencsi Attila

Roger Bootle:

The Trouble with Europe – Why the EU Isn't Working, How It Can Be Reformed, What Could Take Its Place
Nicholas Brealey Publishing, London, Boston, 2014, p. 216
ISBN: 978-1-85788-615-3

Roger Bootle, a londoni City egyik legismertebb közgazdásza, a Wolfson Díj kitüntetettje, a *The Daily Telegraph* rendszeres szakkírója, tabukat nem ismerő őszinteséggel tárja fel azokat a gazdasági és politikai tényezőket, amelyek véleménye szerint az Európai Unió mai válságát okozzák. A szerző meggyőződése, hogy Európa ma bajban van, a működési válság számos tünetét mutatja, versenyképessége, gazdasági eredményei elmaradnak a politikai döntéshozók által meghatározott célkitűzésektől, társadalmi problémák feszítik, és a terápia mibenlétéről is jelentős viták zajlanak. Bootle számára nem kérdéses, hogy az európaiak sikeres és erős Európát akarnak, ez a deklarációk szintjén már közhelynek is számít, ugyanakkor álláspontja szerint jelenleg kevés garanciát látni arra, hogy milyen úton, milyen eszközökkel is érhető el az európai polgárok érdekét szolgáló célok.

Az Európai Unió döntési ponthoz érkezett. Egész eddigi működése, a kezdeti évtizedek sikerei a teljes politikai unió irányába mutatnak, mint a továbblépés szinte egyetlen vélt lehetősége felé, ami végső soron egy Európai Egyesült Államokat eredményezne. Leginkább ez az irány feltételezhető a szoros gazdasági és pénzügyi közösséget jelentő euróövezet területén, ahol a költségvetési és politikai egység a megvalósításért kiált, szinte kéznújtásnyira érezzük, de a reális távolság ennél jelentősebb. A „több Európa” a mai közgondolkodás szerint mélyebb és szélesebb integrációt jelent. Azt feltételezi, hogy az uniós működés jelenleg alapvetően helyes irányú és tartalmú, ezt a folyamatot kell csak horizontálisan és vertikálisan tovább vinni, a közös hatáskörrel még nem érintett területre is kiterjeszteni, illetve a meglévő integrációs területeken mélyrehatóbbá tenni. A szerző értékelése szerint azonban

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Korencsi Attila a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: korencsia@mnb.hu.

az Európai Unió ma már egy hibásan működő konstrukciónak tekinthető, és még inkább az, ha a jövő kihívásaira adandó megoldást várjuk tőle. Alapvető reformok szükségesek, vagy felbomlás következik, ezek Bootle szerint az alternatívák.

A XX. század első felének világháborúi, különösen a hatalmas pusztítást okozó II. világháború utáni döbbenet és a béke keresése vezetett az európai közösségek létrehozásának irányába. Semmi hasonló nem történhet meg újra – ez volt az alapérzés. A nemzetek közötti békétlenséget egy nemzetek közötti együttműködés képes feloldani. Ez volt az európai egység egyik, ha nem a legfontosabb mozgatórugója. A másik nagyon erős szál ebben a szövetben a közös európai értékrenden alapuló, erős, versenyképes, a szolidaritást is megvalósítani képes polgári európai ethosz valóra váltása egy megbékélt, kiengesztelődött közegben.

Jean Monnet föderalista volt. Robert Schuman Európát elsősorban értékközösségnek képzelte el. Szerinte Európát nem is lehetne egyszerre megvalósítani, egyetlen terv alapján, konkrét lépések kellenek, elsőként a nemzetek közötti, majd a tagállamokon belül a társadalmi struktúrában megvalósuló szolidaritás, amelyekhez nélkülözhetetlen a közös értékrendi alap. Amikor azonban elveszítjük hitünket Európában, a kontinensüket sajátosan meghatározó értékrendben, akkor már a bomlás útjára léptünk. Az európai egység útja az állandó változás útja. A múlt század derekán megindult építkezési folyamat során mindig élnünk kell a szükséges megfontolással, korrekciós képességgel, az alapértékek folyamatos ébren tartásának képességével. Ezzel szemben ma azt tapasztaljuk, hogy Európa elveszítette önazonosságát, alapértékeit megkérdőjelezi, jövőképe bizonytalan, de egy tehetetlenségi erő lendíti előre, valódi kontrollmechanizmusok nélkül.

Európa gyengítése ma paradox módon az erősítésén való erőlködéssel történik. Miért állíthatja ezt Bootle? Ha azzal a feltételezéssel élünk, hogy az Európai Unió működésével ma minden rendben van, akkor bátran haladhatunk tovább ezen az úton, Európa egyre erősebb és sikereesebb lesz. De ha észre vesszük azt, hogy a jelenlegi struktúrák már nem biztosítják a hatékony működést, akkor azok változatlan tovább működtetése és más területekre történő kiterjesztése valójában gyengíti a közös épületet, s ahelyett hogy robusztus európai házat építenénk, előbb-utóbb összeroskad a meggyengült alapokra ráhúzott újabb emeletek miatt.

A szerző értékelése szerint vannak kellően meg nem alapozott „hitek” az európai egységgel kapcsolatban, amire mindig is hivatkozunk, de hogy mit értünk alatta, a tartalom kiérlelésére nem fordítunk figyelmet. Az egységet ma alapvetően öt dologban való hit mozdítja elő: egy újabb európai háború elkerülésének vágya; hit abban, hogy Európa természetes állapota az egység; az a koncepció, hogy a gazdasági és politikai ügyekben a méret tényleg számít; az az elképzelés, hogy szükség van az európai egységre, hogy méltó versenytársa lehessen Ázsiának; az a gondolat, hogy az európai integráció valahogy elkerülhetetlen.

A béke vágya felidézi a Pax Romana világot, amikor Európa eredeti természetes állapota a római birodalmi egység volt, az az időszak, amikor Európa valójában létrejött, amikor integrálta a görög filozófiát, megteremtette a római jogot, befogadta a kereszténységet, azaz európai kultúrát teremtett. A római birodalom bukásával ez az egység tört meg, még ha kulturálisan, értékrendjében tovább is élt. A hidegháború idején Európa a Szovjetunió és az USA közé szorult kettéosztva: keleti fele szovjet blokk, nyugati fele amerikai befolyási övezet. Egy egyesült Európa komolyan vehető tényező lett, ellensúlyt képezett a nagyhatalmakkal szemben. A Szovjetunió felbomlásával és az USA kizárólagos hegemoniájának meggyengülésével – annak ellenére is, hogy az USA valószínűleg hosszú távon megőrzi nagybirodalmi státuszát – az Ázsiától való félelem, vagy inkább Ázsia komolyan vétele került napirendre. A feltörekvő új erőközpontok mellett egy szétaprózott Európa a lemaradást kockáztatja.

A versenyképességi és gazdasági megfontolásokon túl azonban van egy tudományos érvekkel kevésbé alátámasztott hit is, amely szerint az egyre mélyebb és kiterjedtebb integráció a fejlődés természetes útja. Vallási jelleget kezd öltetni így az európai egység, szent szövegei az alapszerződések, védőszentjei Monnet és Schuman, végső célja az Európai Egyesült Államok mint az üdvösség forrása. Ez a fajta hit táplálja az európai bürokráciát, és formálja a demokratikus deficittel terhelt működési modellt.

A realitások azt mutatják, hogy sem társadalmi, gazdasági, kulturális, sem jogi értelemben nem tekinthető Európa olyan egységes területnek és közösségnek, amely akár csak középtávon is nélkülözni tudná a nemzeti érdekérvényesítés lehetőségét. Az elsődlegesen európai érdekek képviseletére hivatott testületek esetében is ez az európai érdek a nemzeti szűrőn át érvényesül, amely módszer akkor nem eredményez jelentős konfliktust, ha van olyan közös európai értékrend, amely minden tagállam számára közös alapot jelent, és az Európai Unió is megmarad azon kompetenciák mentén, amelyek a szubszidiaritás elve szerint szükségesek és elegendőek ahhoz, hogy sikeres és erős Európát építsenek. Nem a tagállamok ellenére és háttérbe szorításával, hanem a sokszínűséget megőrizve, mégis egy értékrend mentén egyesült Európaként megmutatkozva a globális térben.

A gazdaság, a politika és a kultúra együttese adja ki Európát. A sikerek a múlt teljesítményéből adódtak, a jelen és a jövő kihívásokkal teli, mert identitásválság, intézményeinek rosszul szervezett, gyenge működése, túlbujánzó jogalkotás és ezzel együtt csökkenő hatékonyság, az európai polgároktól való eltávolodás jellemzi ma az Európai Unió működését. Egy közösséget alkotó intézmények működése lehet befogadó (inclusive), vagy kizáró (extractive) jellegű. A befogadó működési modellben a közjó szolgálata áll az intézményrendszer működésének középpontjában, a kizáró működés inkább elit-jellegű, érdekcsoportok szolgálatában áll. Az EU működése egyre inkább kezd az utóbbira hasonlítani.

Az európai integráció első pár évtizedét 1957-től 1973-ig erős gazdasági növekedés jellemezte, az átlagos éves növekedése a közösségen belül 4,9 százalékos volt, viszont a közösségen kívüli, hasonló fejlettségű országok esetében is nagyjából ekkora arányú volt a növekedés. A tagállami növekedés oka tehát nem az volt, hogy tagjai az Európai Gazdasági Közösségnek: az európai együttműködés korai sikerei elsősorban abból adódtak, hogy a tagállamok voltak sikeresek. Ez tanulságul szolgálhat a jelenkori működésre is. A visszaesés Európában ma jelentősebb, mint a világ más tájain, például Ázsiában. Az európai növekedési átlag 1,6 százalékra esett vissza 1980 és 2012 közötti időszakban. Az ok nagyrészt az, hogy az európai tagállamok elkényelmesedtek, az egymás közötti gazdasági verseny is háttérbe szorult, a kreativitás, a mozgékonyág visszaesett.

Az európai integráció fókuszában ma a gazdasági és monetáris unió, a közös fizetőeszköz áll, és – Bootle megítélése szerint – lehet, hogy az euró az unió szétesésének is okozója lesz. Nem volt szükségszerű, hogy legyen közös európai fizetőeszköz. Ez a fajta integráció túl korán, túl messze ment. Az eurót olyan szuverén államok használják közösen, amelyek politikai döntéshozatalára, költségvetésére nincs kellő ráhatás. Egy félkész házhoz hasonlít az euróövezet, monetáris, gazdasági unió van, de ebbe a pénzügyi (költségvetési) és politikai unió nem tartozik bele. Lehet természetesen arról vitatkozni, hogy jó-e, szükséges-e a teljes politikai és költségvetési egység, de ha a gazdasági és monetáris unió keretében a közös pénz bevezetéséről született döntés, akkor ennek valamennyi következményével számolni kell.

A borúlátó helyzetkép nem feltétlenül eredményezi azt, hogy nincs esély a pozitív továbblépésre. A növekedés, a fejlődési potenciál lehetősége adott, csak élni kellene vele. Az érdekek kiegyensúlyozott képviselőit, a szükséges kompromisszumok megtalálására lenne szükség. Az Európai Unió sok értéket hozott már létre, és jelenleg is sok értéket hordoz ahhoz, hogy a megszűnése egyszerűen szóba kerülhessen. Azonban hogy alapvető reformokra szorul, egyre többek nézete.

A gyenge láncszemek esnek ki, vagy a túl erős szereplők lépnek ki? Többsebességű Európa alakul ki, ahol az egymással ténylegesen összeillő tagállamok alkotnak szorosabb közösséget? Vagy vissza kell nyesni a már túlszaladt közösségi hatásköröket, s az említett szubszidiaritás elve mentén csak a szükséges és elégséges közösségi hatásköröket meghagyni, de ott ésszerű, valóban segítő módon beavatkozni. Vagy éppen a most még mostoha területként kezelt kül- és biztonságpolitika területén erősíteni az együttműködést, hogy Európa komolyan vehető, érdemi szereplőként tudjon egységes arcot és kellő erőt felmutatni a kor fenyegető kihívásaival szemben (terrorizmus, migrációs válság). Európának nagyon súlyos demográfiai válsággal is meg kell küzdenie, ebben már most is válság közeli állapotban van a kontinens, és sajnos kevés esély van arra, hogy ez a trend hamarosan megforduljon. A második

világháború utáni európai projekt elindulásához a francia és német megegyezés kellett, e két nagy tagállam azóta is megőrizte vezető szerepét. Franciaország és Németország elkötelezettsége Európa mai válságjelenségei közepette is nélkülözhetetlen a reform sikerességéhez. A többi tagállam azonban, főleg ha képesek egymással is szorosan együttműködni a közösen megfogalmazott értékeik képviselőjében, előmozdítói lehetnek az európai reformfolyamat sikerének.

Tanulmányok a puha költségvetési korlát szindrómáról, az innovációról és a nagy gazdasági rendszerekről Kornai János születésnapja tiszteletére*

Kerényi Ádám

Constraints and Driving Forces in Economic Systems:

Studies in Honour of János Kornai

Szerkesztette: Hámori Balázs és Rosta Miklós. Cambridge Scholars Kiadó,

Newcastle-upon-Tyne/UK Cambridge, 2016, 206 oldal

ISBN: 978-1-443-88539-3

Kornai János 2013. január 21-én töltötte be 85-ik évét. A születésnapja alkalmából a Budapesti Corvinus Egyetem – a Közép-Európai Egyetem és a Magyar Nemzeti Bank támogatásával – teltházas konferenciát szervezett. A konferencia anyagai elérhetőek Kornai János személyes honlapján¹, sőt a konferencián elhangzottakról a napilapok mellett tudományos folyóiratok is beszámoltak (*Blahó 2013; Farkas 2013; Kerényi 2013; Rosta 2013; Tardos 2014b* és *Tóth 2013*). Hámori Balázs és Rosta Miklós szerkesztőként² Kornai János munkásságát³ jól megragadó hívókifejezések – innováció, a puha költségvetési korlát szindrómája, paternalizmus, túlzott központosítás – kiválasztásával elérték azt, hogy feszes logikát tudtak vinni a különböző – antropológia, közgazdaságtan, politológia és a történetírás – diszciplínát képviselő szerzők tanulmányaiból álló kötet megformálásába.

Találó a cím, hiszen tény, hogy a hajtóerők és a korlátok egyszerre egymást gyengítve, illetve erősítve formálják a gazdasági rendszereket. A szerkesztők nevében Hámori Balázs előszóban mutatja be a kötetet és a tanulmányokat, majd szellemesen és tisztelettel utal az előszó végén Dosztojevszkij híres mondására: „mindannyian Gogol köpenyéből bújtunk elő”. Hámori Balázs szerint a kötetben publikálók mindannyian Kornai köpönyegéből bújtak elő. A kötetet ajánlások zárják: olyan tekintélyek

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Kerényi Ádám közgazdász. E-mail: kerenyi.adam@eco.u-szeged.hu.

¹ <http://www.kornai-janos.hu/Kornai85.html>

² A szerkesztők érdemeit nem csökkenti az a lábjegyzetre méltó utalás, hogy korábban is jelent meg rangos nemzetközi kiadónál gondozott tanulmánykötet Kornai János születésnapja alkalmából (*Maskin-Simonovits 2000*).

³ Kornai Jánost az Egyesült Államok Nemzeti Tudományos Akadémiája külföldi tagjává választotta 2016 elején.

ajánlják az olvasók figyelmébe a könyvet, mint a Harvard professzora, a közgazdasági Nobel-díjas Eric Maskin, Geoffrey M. Hodgson, a *Journal of Institutional Economics* főszerkesztője és Chenggang Xu, a Hong Kong-i egyetem professzora.

Csaba László Introduction: Constraints and Driving Forces in Economic Systems c. tanulmányának alapkérdését úgy összegezhethetnénk, hogy vajon miben rejlik az ún. *comparative economics*, az összehasonlító gazdaságtan fontossága napjainkban. A szerző szerint a világ vezető egyetemein és az akadémiai folyóirataiban Paul A. Samuelson munkássága óta a neoklasszikus szintézis a legmeghatározóbb, pozitívista, értékmentes, erősen technicista főáramú paradigma, amely kutatási programja és módszere leegyszerűsítve arra összpontosít, hogy miként kellene a gazdaság szereplőinek viselkedniük, ha racionálisak lennének. Csaba László ezt a jelenséget – Edward Lazear kifejezésére utalva – *gazdasági imperializmusként* mutatja be, szerinte a neoklasszikus kvantitatív fetiszizmus nagyon precíz matematikai és mikroökonómiai eszköztárt alkalmazva kísérletet tesz arra, hogy a házasságtól a diszkriminációig az élet minden területének működését megmagyarázza. Csaba László szerint a korlátozottan racionális individuumok komplex rendszert alkotnak, ahol hiányos információk alapján gyakran a csordaszellem jegyében születnek döntések. Írásában a szerző utal arra, hogy téves az a megállapítás, hogy a történelemnek vége, eljött a végtelen boldogság korszaka. Érdemes vigyázó szemünket Oroszországra vetnünk ahhoz, hogy lássuk, ott a kapitalizmusnak egy igen egyedi változata valósult meg a szocializmus bukása után, s Oroszországról politikai-kormányzati értelemben már nem beszélhetünk demokráciáról.

A bevezető tanulmányt követi a tanulmánykötet első része – *Az innováció mint hajtóerő* címmel. Karen Eggleston: *Innovation, Shortage and the Economics of Health Care Systems*⁴ c. írásában rámutat, hogy Kornai János a mindennapi élet nagy, áttörő, forradalmi újításait – közel száz esetet – megvizsgálva levonta azt a következtetést, hogy a forradalmi innováció a kapitalizmus talán legnagyobb erőssége (*Kornai 2010*). Karen Eggleston ezt az aprólékos módszert kiterjesztette az egészségügyi találmányokra: vajon ezen a területen is a kapitalista, vagy itt inkább a szocialista gazdaságokban születtek a legnagyobb innovációk? Az olvasóknak nem okozhat meglepetést az eredmény: Karen Eggleston szerint az egészségügyi szektorban előforduló innovációk esetében sem előzték meg a szocialista gazdaságok a kapitalista gazdaságokat. Karen Eggleston utal arra, hogy a kapitalista gazdaságban is kialakulhatnak a szocializmusra inherensen jellemző hiány jelenségei – igaz, csak elkülönült szigetekként. Ilyen terület az egészségügy, amely mind a mai napig termeli a hiányt, ennek a témának a megértésére komoly kutatómunkát fordított Karen Eggleston, éppen Kornai Jánossal közösen (*Eggleston-Kornai 2001*). Karen Eggleston jelen tanulmányában hangot ad annak az álláspontjának, hogy az egészség-gazdaságtan az

⁴ Innováció, hiány és az egészségügyi rendszer gazdasága

egyetlen olyan terület a kapitalista országokban, amellyel kapcsolatban még mindig kérdéses, vajon az állam vagy a piac képes-e hatékonyabb ellátást biztosítani.

*Gérard Roland Individualist and Collectivist Culture and Their Economic Effects*⁵ c. tanulmányában összehasonlító áttekintést nyújt az individualista és a kollektivista kultúrák gazdasági hatásairól. A szerző egyetért Kornai Jánossal, hogy az innováció a kapitalizmus legnagyobb erőssége a szocialista gazdasági rendszerrel szemben. Gérard Roland szerint pszichológiai szempontból vizsgálva az innováció hajtóereje kulturális tényezőkben rejlik. A szerző szerint ahol az újító erő, az invenció és az innováció előretör, ott mindig az egyéni kezdeményezést kell keresni a háttérben, ezzel a pozitív vonással szemben az individualista kultúrákban a csoportérdekek háttérbe szorúlnak, amelyekkel az egyének nehezebben azonosulnak. A kollektivista kultúrákban a társadalom sokkal könnyebben és gyorsabban reagál csoportszintű kérdések érdekében, azonban ez a közeg elnyomja az egyéni kezdeményezéseket és fokozza a konformitást.

A Szabó Katalin és Hámori Balázs szerzőpáros tanulmánykötetben szereplő írása *Reinventing innovation*⁶ címmel a legújabb innovációs trendek hatásait mutatja be a gazdasági rendszerekre: az ún. *crowdsourcing* – a tevékenység kihelyezése tágabb közösséghez – és az ún. *reverse innovation* – fordított irányú innováció – kiemelésével. A szerzők megállapítják, hogy az egyes innovációs módszerek magukon viselik a befogadó társadalmi-gazdasági rendszernek a jegyeit, ezért nem lehet, vagy nem érdemes eltekinteni a rendszerszintű összehasonlítástól. 2016 nyarán Kornai János Hámori Balázs 70. születésnapjának köszöntése alkalmából szervezett eseményen felhívta a hallgatóság figyelmét arra, hogy az ő munkájára Szabó Katalin és Hámori Balázs közös tanulmányai (pl. *Hámori-Szabó 2012*) nagy befolyást gyakoroltak.

*Mihályi Péter János Kornai's Anti-Equilibrium, a harbinger of evolutionary economics*⁷ című tanulmányában méltatja Kornai jelentőségét. Kornai János *Anti-equilibrium* című könyvéről (*Kornai 1971*) saját maga azt állította a visszaemlékezésében, hogy „nem egy tétel a publikációs listámon. Ez volt kutatói pályafutásom legambiciózusabb vállalkozása” (*Kornai 2005:208*). Kornai János nem új elméletet alkotott, hanem kritikát adott ebben a művében, amelyet sokan olvastak az Egyesült Királyságban, az Egyesült Államokban, Franciaországban és Magyarországon (*Tardos 2014a*). A könyv írása idején Kornai János úgy látta, hogy a neoklasszikus gondolkodásmód kényszerzubbonyként hat, és hogy nem kevesebbre, mint forradalomra lenne szükség ahhoz, hogy ki lehessen szabadulni belőle. Erről a Kornai-műről a Nemzetközi Valutaalap későbbi vezető közgazdásza azt állította (*Blanchard 1999*), hogy a szerzőnek nincs oka panaszra, hiszen több tudományos felvetése (az aszimmetrikus információ, a vállalatok játékelméleti leírása, a munkaerő-piaci

⁵ Individualista és kollektivista kultúrák és ezek gazdasági hatásai

⁶ Az innováció újra-feltalálása

⁷ Kornai János *Anti-equilibrium*uma mint az evolúciós közgazdaságtan szellemi előfutára

alku, a kormányzat és a jogrendszer szerepe, a nem teljes szerződések, a gazdaság nem walrasi állapotai) alapos kutatás tárgya lett. Mihályi Péter ezt a pozitív nézetet erősíti meg⁸: szerinte is az Anti-equilibrium megfogalmazott kritikája napjainkra beépült az általános egyensúlyelmélettel szemben álló, paradigmaváltást követelő különféle iskolák érvrendszerébe, ezt az adaptációs folyamatot gyengíti, hogy Kornai János hatása Mihályi Péter szerint sokszor csak közvetett módon mutatható ki. Az Anti-equilibrium bizonyította, hogy a valóságnak ellentmondanak a neoklasszikus iskola feltételezései, tehát a hibás feltételezésekből levont következtetések eleve nem állhatják meg a helyüket.

A Collegium Budapest⁹ működése idején Kornai János három nagyszabású nemzetközi munkacsoportot szervezett az átmenet gazdasági, politikai és szociológiai problémáinak vizsgálatára, ezek: A tervgazdálkodástól a piacgazdaságig 1993/94; A politika és a gazdaságpolitika viszonya a poszt-szocialista gazdaságokban 1997/98; Tisztesség és bizalom a posztszocialista átmenet fényében 2002/03. Klaniczay Gábor nagyon részletes tanulmánya *A New Kind of Academic Institution: The Institute for Advanced Study. International and Hungarian Experiences*¹⁰ címmel betekintést nyújt az ún. *Institute for Advance Study* (IAS) intézményekre jellemző működési mechanizmusra. A világon IAS-ok Princetontól Berlinig, Stanfordtól Uppsaláig, Nantes-tól Bukarestig találhatóak, s Klaniczay Gábornak hála, nemcsak azt ismerhetjük meg, hogy miben különböznek ezek az egyetemektől, a kutatóintézetektől és az akadémiáktól, hanem bemutatja, hogy miért volt mindössze 19 évig életképes Magyarországon egy igazi IAS-intézmény, a Collegium Budapest. Ezen 1992-ben megalakult intézet szervezésében Kornai János kezdetektől annak felszámolásáig részt vett. Klaniczay Gábor Kornai Jánossal együtt a Collegium Budapest felszámolását személyes tragédiaként élte meg 2011-ben.

Klaniczay Gábor írását a tanulmánykötet második része követi *A korlátok: Puha Költségvetési Korlát szindróma és túlzott központosítás*¹¹ címmel, ebben az első írás Gyórfy Dóra tollából származik¹², aki korábban ösztöndíjasként részt vett a Collegium Budapest kutatásaiban. Munkájának címe: *Soft Budget Constraint and the Greek Tragedy*¹³. Gyórfy Dóra a Kornai János által megalkotott puha költségvetési korlát szindrómának segítségével tárta fel a görög pénzügyi válság kezelésének kudarcai mögött álló okokat. A szerző tudományos alapossággal elemzi a görög válság tüneteit, majd a kitérését követő számos beavatkozási kísérletet, ezek együttesére a puha költségvetési korlát szindrómája lehet az egyik legjobb leírás. 1976-ban egy

⁸ A tanulmány Magyarországon korábban megjelent egy-egy vezető folyóiratban is magyarul és angolul (*Mihályi 2013a és Mihályi 2013b*).

⁹ Kornai János memoárjában a Collegium Budapest önálló fejezet érdemelt (*Kornai 2005*).

¹⁰ Egy új tudományos intézménytípus, az Institute for Advanced Study: nemzetközi és magyarországi tapasztalatok

¹¹ A központosítás és a puha költségvetési korlát szindróma elterjedéséről és hatásairól részletes tanulmányok jelentek meg (*Kornai 2013 és Kornai 2014*).

¹² A tanulmány megjelent magyar nyelven is (*Gyórfy 2013*).

¹³ Puha költségvetési korlát és a görög tragédia

stockholmi előadássorozatában használta előszóban Kornai János először ezt a találó megnevezést, akkoriban még csak a szocialista vállalatok jellemzése céljából, hogy tudniillik irracionálisan működnek, azonban az elmúlt évtizedekben ez a fogalom önálló életre kelt, s nagy utat járt be, a puha költségvetési korlát szindróma sokféle változatának legfontosabb közös vonása az, hogy valamely szervezet viselkedését befolyásolja az a várakozás, hogy súlyos pénzügyi baj esetén kimentik. A puha költségvetési korlát szindrómának használatával Győrffy Dóra bemutatja, hogy az események fő szereplői, az Európai Unió intézményei, a nemzetközi piacok, a görög állam, adófizető görög vállalatok és háztartások motivációinak hátterében mi is zajlott le annak a biztos tudatában, hogy őket nem fogják a nemzetközi piacok és a Trojka vezetése melletti intézmények csődbe jutni. A tanulmány egyik következtetése, amelyet levonhat az olvasó az, hogy ha keményebb lett volna a költségvetési korlát, akkor nem vallott volna kudarcot a görög válságkezelés, a visszaesés mértékét a legjobb szándék ellenére csak növelte az, hogy elfődték a bajt azzal, hogy a rövid távon népszerűtlen megszorítások helyett további források biztosításában látnák a válság megoldását a görög, európai, amerikai vezetők, a puha költségvetési korlát rossz gazdasági szerkezetet konzervált. Ezzel a gyakorlattal szemben a puha költségvetési korlát megkeményítése – nem mindent gyógyító varázsszerként – nemzetközi szinten erőteljesen ösztönözhetne volna a görög szerkezeti reformokat. Ma számottevő közgazdászok sora tartja ezt a válságkezelést elhibázottnak, mindazonáltal a költségvetési korlát szélsőséges keményítése sem lehet megoldás a görög válságra.

*Simonovits András Paternalism in Pension Systems*¹⁴ c. tanulmányában a társadalmilag optimális paternalista transzferrendszer tulajdonságait vizsgálja, szerinte a nyugdíj egy kompromisszum az autonómia és a paternalizmus között¹⁵. Kornai János mind az egyéni, mind az állami paternalizmust, ami csökkenti az autonómiát, elutasítja. Ennek az álláspontnak az elvi háttéréről a következőket nyilatkozta Kornai egy interjúban: „*az én szememben rettentő nagy értéke van magának az autonómiának. Még akkor is, ha száz helyi önkormányzat közül tizenöt hibát követ el a döntésében – de mind a száz legalább gondolkodik rajta. A felelőssége tudatában cselekszik ott, helyben. Ott vannak a helyi közigazgatási emberek, ott vannak a tantestületek, ott vannak maguk a szülők, a diákok*” (Friderikusz 2013). A tanulmányban Simonovits András bemutat néhány speciális transzfer (adó- és nyugdíj-) modellt, ezekben a modellekben az egyének helyzetüket különféleképp optimalizálhatják: részt vesznek egy kötelező nyugdíjrendszerben, visszafogják munkakínálatukat és eltitkolják keresetük egy részét. A közös keret a statikus kétnemzedékes modell, amelyben a felnőtt életpálya első szakaszában az egyének dolgoznak, a második szakaszban nyugdíjban vannak. A kormányzat egy átlagban kiegyensúlyozott lineáris transzferrendszert működtet, esetenként plafonokkal. Az egyének különböző szempontokból optimalizálhatják helyzetüket: önkéntesen megtakaríthatnak adókedvezményekkel;

¹⁴ Paternalizmus a nyugdíjrendszerekben

¹⁵ A tanulmány megjelent magyar nyelven is (Simonovits 2013).

kedvezmények nélkül, ha nyugdíjjóváírást élveznek, vagy járulékalap plafonjával szembesülnek; eldönthetik, hogy mennyit dolgoznak, és mennyi keresetet vállalnak be. Az egyének tipikusan rövidlátók, emiatt magukra hagyva az optimálisnál rosszabbul döntenének. A szerző a nyugdíjpaternalizmust a rövidlátásra és kompetens piaci szereplők hiányára vezeti vissza, ugyanis a rövidlátó szereplők képesek ugyan magánmegtakarításra, de nem kellő mértékben; míg másrészt az állam képes őket hozzájárulásra kényszeríteni, de ezt nem teszi elég hatékonyan.

Rosta Miklós tanulmányában (*Janus-faced Public Administration Reform in Hungary*¹⁶) a szerző felhívja a figyelmet arra, hogy Kornai János hozzájárulása a társadalomtudományokhoz mind a mai napig aktuálisak és érvényesek, Rosta Miklós szerint a rendszerparadigma mint tudományos szemléletmód az egyik legalkalmasabb keretrendszer arra, hogy az aktuális társadalmi folyamatokat értelmezni tudjuk. Kornai János gondolatai a közgazdaságtudományhoz köthetőek, de munkássága túlmutat e tudomány keretein és a társadalomtudományok minden területére megtermékenyítően hatnak. Állítása alátámasztására tanulmányában Rosta Miklós a puha költségvetési korlát és a túlzott központosítás fogalmaiból indul ki, majd bemutatja, hogy a Magyarországon 2010 óta hatalmon lévő kormányzat közigazgatást érintő reformjai minként értelmezhetőek ezen keretrendszer fogalmainak alkalmazásával. A szerző számos példát hozott fel tanulmányában a túlzott központosításra (például a Klebelsberg Intézményfenntartó Központ, a KLIK létrehozása), az utasítási mechanizmus működésére (például 15 és 10 százalékos vezetői létszámlimit a minisztériumokban és a kapcsolódó szervezetekben), illetve a puha költségvetési korlát továbbélésére (például végtörlesztés). A tanulmány végén a pozitív vizsgálat eredményeire támaszkodva normatív megállapításokat fogalmaz meg az új rendszerrel kapcsolatban.

A magyar felsőoktatásban 2010 óta nagyszabású átalakítások és változások zajlanak. A *Dancing in a Sack*¹⁷ c. írásának készítése idején még egyetemi tanulmányait folytató Rékasi Eszter ezen átalakítások bemutatására tesz kísérletet. A szerző hivatkozik olyan statisztikára, amely szerint drámaian csökkent a központi költségvetésben a felsőoktatásra szánt kiadás nemzeti össztermékhez viszonyított aránya. A szerző elemzésében utal Kornai János koordinációs mechanizmusokról publikált eredményeire, ezek analógiája alapján kivetíti az egyes intézkedések várható hatásait. Valóban napjainkban szakmai tárgyalások és civil tüntetések hűtik és hevítik ezt a mindannyiunk számára nagyon fontos kérdést, mivel a magyar felsőoktatás intézményei nagymértékben meghatározzák a munkaerő képzettségének szintjét,

¹⁶ Jánusz-arcú közigazgatási reform Magyarországon

¹⁷ A tanulmány teljes címe: *Dancing in a Sack – How did the transformation of the governance of higher education affect the performance incentives of educational stakeholders?*

Kötelen táncolni – A felsőoktatás kormányzásának az átalakulása hogyan hatott a felsőoktatási intézmények teljesítményösztonzöire?

a kutatási teljesítmény és a társadalmi mobilitás alakulását, ezáltal az ország gazdasági teljesítőképeségének lehetőségeit is.

Rékasi Eszter írását a kötet szerzőinek rövid bemutatása követi. A közgazdaságtan, az összehasonlító közgazdaságtan, a politikatudomány, a történelem, az összehasonlító rendszerelmélet, a kapitalizmus–szocializmus ellentétpárja, a közpolitika és a szociológia iránt érdeklődő hivatásos kutatók, szakértők és társadalomtudományi képzésekben részt vevő egyetemisták számára izgalmas és tartalmas olvasmányt jelentenek a kötet tanulmányai.

Felhasznált irodalom

Blahó Miklós (2013): *Kornai 85. Népszabadság*, http://nol.hu/gazdasag/kornai_85-1360461.
Letöltve: 2016. július 13.

Blanchard, Olivier (1999): *Interjú Kornai Jánossal. Közgazdasági Szemle*, Vol. 46, No. 3, pp. 201-212.

Farkas Zoltán (2013): *A túlzott központosítástól a túlzott központosításig*. HVG. http://hvg.hu/gazdasag/20130118_A_tulzott_kozpontositastol_a_tulzott_kozp

Friderikusz Sándor (2013): *Interjú Kornai Jánossal*. ATV. <http://www.kornai-janos.hu/Friderikusz-Kornai2013%20transzkript.pdf>. Letöltve: 2016. július 20.

Győrffy Dóra (2014): *Válság és válságkezelés Görögországban. A puha költségvetési korlát szerepe a gazdasági összeomlásban. Közgazdasági Szemle*, Vol. 61, No. 1, pp. 27-52.

Hámori Balázs – Szabó Katalin (2012): *Innovációs verseny – Esélyek és korlátok*. Tanulmánykötet. ISBN 978-963-339-037-5, Budapest, Aula Kiadó.

Kerényi Ádám (2013): *Conference in honour of János Kornai on the Occasion of his 85th Birthday*. *Acta Oeconomica*, Vol. 63. No. 2. pp. 229–236.

Kornai János (1971a): *Anti-equilibrium. A gazdasági rendszerek elméleteiről és a kutatás feladatairól*, Budapest, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó.

Kornai János (1971b): *Anti-Equilibrium. On Economic Systems. Theory and the Tasks of Research*, Amsterdam, North Holland Publishing Co.

Kornai János (2005): *A gondolat erejével. Rendhagyó önéletrajz*. Budapest, Osiris Kiadó.

Kornai János (2010): *Innováció és dinamizmus – Kölcsönhatás a rendszerek és a technikai haladás között*. *Közgazdasági Szemle*, Vol. 57, No. 1, pp. 1-36.

Kornai János (2013): *Bevezetés a Központosítás és piaci reform című kötethez*. *Közgazdasági Szemle*, Vol. 60. No. 3, pp. 253-281.

- Kornai János (2014): *Bevezetés A puha költségvetési korlát című kötethez*. Közgazdasági Szemle, Vol. 61. No. 7-8, pp. 845-897
- Maskin, Eric – Simonovits András (2000): *Planning, Shortage and Transformation: Essays in Honor of János*. Tanulmánykötet. Cambridge MA, MIT Press.
- Mihályi Péter (2013a): *Kornai János Anti-equilibriuma mint az evolúciós közgazdaságtan szellemi előfutára*. Közgazdasági Szemle, Vol. 60, No. 3. pp. 282-289.
- Mihályi Péter (2013b): *János Kornai's Anti-Equilibrium, a harbinger of evolutionary economics*. *Acta Oeconomica*, Vol. 63, No. 3, pp. 367-375.
- Rosta Miklós (2013): *Mit tanulhatunk Kornai Jánostól?* Élet és Irodalom, LVII. évfolyam, 3. szám, 2013. január 18. http://www.es.hu/rosta_miklos;mit_tanulhatunk_kornai_janos-tol;2013-01-16.html
- Simonovits András (2013): *Egyszerű paternalista transzfermodellek családja*. Közgazdasági Szemle, Vol. 60, No. 4, pp. 402-430.
- Tardos Károly (2014a): *„A történelem kereke gyorsabban forgott, mint ahogy az én tollam haladt...I.”*. Interjú Kornai Jánossal. Holmi, 2014. januári szám, pp. 84-106.
- Tardos Károly (2014b): *„A történelem kereke gyorsabban forgott, mint ahogy az én tollam haladt...II.”*. Interjú Kornai Jánossal in Holmi, 2014. februári szám, pp. 195-212.
- Tóth László (2013): *Nemzetközi konferencia Kornai János 85. születésnapja alkalmából*. Közgazdasági Szemle, Vol. 60. No. 4. pp. 472–476.

A pénzügyi válság tanulságai*

Felcser Dániel

Martin Wolf:

*The Shifts and the Shocks: What We've Learned –
and Have Still to Learn – from the Financial Crisis*

Penguin Press, 2014, p. 465

ISBN-13: 978-1594205446

Martin Wolf, a Financial Times vezető közgazdasági újságírója annak bemutatására vállalkozik könyvében, hogy a globális pénzügyi válság hogyan változtatta meg a gazdaságról alkotott világméretű képet, a közgazdasági gondolkodást és a gazdaságpolitikát. Ennek részeként megvilágítja, hogy a válság előtti fundamentális változások, a globális gazdaság és pénzügyi rendszer kölcsönhatásai hogyan vezettek a megfigyelt sokkokhoz.

A könyv egyik központi gondolata szerint a pénzügyi rendszer mindig törékeny, időnként azonban különösen törékennyé válik. A válság során megfigyelt, fokozott törékenységhöz a szerző érvelése szerint a világgazdaságban végbement fundamentális változások vezettek. Három ilyen nagyobb változást lehet azonosítani. Egyrészt a gazdasági liberalizáció, különösen a pénzügyek területén, másrészt az információs és kommunikációs iparágak előrelépésében tetten érhető technológiai fejlődés, végül pedig a népelemek öregedése. Ezek további jelentős változásokat eredményeztek, mint például a liberalizált és innovatív globális pénzügyi rendszer fejlődése, az országokon belüli, növekvő egyenlőtlenségek vagy a nemzetközi tőkeáramlások érdemi emelkedése. Összességében a világ történelmi váltást élt meg egy piacorientáltabb, pénzügyileg vezérelt és globalizált világgazdaság irányában.

Különböző magyarázatok vannak azzal kapcsolatban, hogy mi vezetett a globális pénzügyi válsághoz. Fontos kiemelni, hogy nem fiskális válság volt, hanem (talán Görögország kivételével) fiskális következményekkel járó pénzügyi válság, amely a pénzügyi rendszer központjait érintette. A válság előjelei 2007 nyarán váltak láthatóvá, és 2008 őszén érték el tetőpontjukat. Csak a kormányok és a jegybankok globálisan összehangolt közbelépése csillapította a pánikot. A példa nélküli gazdaságpolitikai válasz ellenére a magas jövedelmű országok kilábalása csalódást keltő

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Felcser Dániel a Magyar Nemzeti Bank vezető közgazdasági elemzője. E-mail: felcserd@mnbb.hu.

volt, miközben a feltörekvő gazdaságok általánosságban növekedni tudtak. Ez eltolódást jelent a világgazdaságban, a korábbi központ periférikusabb lett.

A jegybankok és a fiskális politika is támogatta a gazdaságok kilábalását. Amennyiben a fiskális politika nem engedte volna a költségvetési hiánynak főként a gazdaság visszaeséséből eredő növekedését, az még súlyosabb recessziót eredményezett volna. A szerző szerint a gazdaságpolitikusok túl korán fogták vissza a fiskális élénkítést, ami hozzájárult a kilábalás elhúzódásához, és a monetáris politikára is nagyobb nyomást helyezett. A pénzügyi rendszer államtól való függőségét ugyanakkor ezt követően nem lehet figyelmen kívül hagyni, meglátása szerint véget ért a pénzügyi liberalizáció korszaka.

A pénzügyi válság számos tanulsággal szolgált a pénzügyi szektorra vonatkozóan. Egyrészt a pénzügyi rendszer természeténél fogva törekeny, és sérülékeny a pánikokkal szemben. Másrészt hibás volt az a nézet, hogy az infláció stabilizálása elégséges a gazdasági stabilitáshoz. Éppen ellenkezőleg, gazdasági stabilitás idején válik a pénzügyi rendszer törekenyebbé, mert a gazdasági szereplők ekkor hajlamosak nagyobb kockázatot vállalni. Végül, a gazdaságpolitikusok nem reagáltak kellő határozottsággal a válság mélypontjának eléréséig. A válság előtti engedékenység mögött az a vélekedés húzódott meg, hogy a szereplők önérdelke, hogy a pénzügyi rendszer stabil és hatékony legyen. A válságkezelés során szembe került egymással az a két nézet, hogy a csődveszélyben lévő pénzügyi intézményeket ki kell-e menteni, vagy az erkölcsi kockázat kivédése érdekében nem ajánlatos közbelépni. A szerző az erkölcsi kockázat kérdését a tűzoltáshoz hasonlítja: egy tűznél sem lehet hagyni az épület leégését, annak tovagyrúzó hatása sok olyan embert is érint, akinek nem volt köze a tűz keletkezéséhez. Ugyanígy a pénzügyi válsághelyzetet is muszáj kezelni, a pénzügyekben is tűzoltóságra, szabályozásra és biztosításra van szükség.

Fontossága miatt a társadalmak különböző módon igyekeznek megakadályozni, hogy válság esetén összeomljon a bankrendszer. Az állam biztonságosabbá teszi a bankokat, azok azonban profitorientált, kockázatviselő intézmények. Egy ellenállóbb pénzügyi rendszer segített volna a válság kezelésében, azonban a válság egyúttal felfedte azokat a fenntarthatatlan gazdasági folyamatokat, amelyek miatt a világgazdaság nem térhet vissza a válság előtti állapotba. Ezen túlmenően a válság hatására megkérdőjeleződött a szabadpiacon alapuló gazdaságok egyik központi eleme, miszerint az önérdék racionális követése stabilitást eredményez. A szerző szerint a válság egyúttal a konvencionális makrogazdaságtan válsága is, mert a válság a rendszeren belül alakult ki. Mindezek miatt egy „új normára” van szükség.

A válság utáni gazdaságpolitikai konszenzus megőrzi a globálisan integrált gazdaságot és pénzügyi rendszert, azonban felismeri a veszélyeket is. Ennek megfelelően a korábbi inflációs célkövető monetáris politikát több pénzügyi szabályozással és

makroprudenciális felügyelettel egészíti ki. Ehhez képest a különböző alternatív elméletek sok szempontból eltérően gondolkodnak a gazdasági szerepekről és folyamatokról, közös pontjuk azonban, hogy az állam pénzkínálatot biztosító szerepe és a magánszektor hitel- és pénzteremtő szerepe közötti kettősség erősen destabilizál. Ezt is figyelembe véve a világ pénzügyi rendszerének erősebb szegmentálódását vetítik előre.

A válság jelentős szabályozói változásokat eredményezett, amelyek közül kettő fontossága különösen kiemelkedik: a tőkekövetelmény emelése és a pénzügyi rendszer egészének ellenálló képességét a középpontba helyező makroprudenciális politika. A kibővített szabályozás egyúttal azonban rendkívül összetetté vált. A szerző szerint a pénzügyi rendszer idővel a szabályozás ellenére újra össze fog omolni, mert a törékenység a rendszer része. A társadalom a szabályozás mellett nem teljesen biztonságos tevékenységeket is megenged (pl. repülés). Két szempontot azonban figyelembe kell venni a pénzügyeknél: a hatalmas negatív externáliákat, valamint a pénzügyi válságok tetemes gazdasági és társadalmi költségeit.

A válsághoz az euróövezet jövőjét övező bizonytalanság társul. A görög adósságválságot követően az epicentrum az euróövezeten belülre került. Az euróövezet felépítése köztes megoldásnak tekinthető, ahol a tagállamok nem önállóak és az árfolyamrendszer is hitelesebb, mint a hagyományos, rögzített árfolyam esetén, azonban nem rendelkeznek a modern szövetségi államok automatikus kockázatmegosztó mechanizmusaival. A válság egyik fontos tanulsága, hogy a fizetési mérleg alakulása a monetáris unióban is fontos marad. A szabad tőkeáramlást a monetáris unió egyik előnyeként emlegetik, azonban az érintett, folyófizetési mérleg-hiánnyal rendelkező országok nem voltak felkészülve a tőkeáramlás hirtelen megfordulására. A gazdasági globalizáció jelentős eredményeket tud felmutatni, például Kína és India integrálódását a világgazdaságba, illetve a szegénység csökkenését több fejlődő és feltörekvő térségben, az adósságteremtő tőkeáramlások globalizálódása azonban a szerző véleménye szerint nem járt ilyen előnyökkel.

A szerző úgy látja, hogy a válság megmutatta, milyen nehézségekkel kell szembenézni, ha egy monetáris uniót különböző gazdaságokkal és eltérő kultúrákkal rendelkező államok alkotnak. Az Egyesült Államokkal összevetve az euróövezet gazdasága kevésbé integrált, az intézményi-politikai alapok is gyengébbek. Ezenkívül kritikus feltétel, hogy a felbomlás az előbbinél nem jöhet számításba. Az egyensúly helyreállításához szimmetrikus alkalmazkodásra van szükség az euróövezetben, tehát a többletes folyó fizetési mérleggel rendelkező országoknak is mérsékelniük kell az egyensúlytalanságokat. Megoldást kell találni a gazdaságok finanszírozására nehézségek idején, illetve a túlzott eladósodás kezelésére. Végül további előrelépés szükséges a főbb gazdaságpolitikai területeken is.

Hosszabb távon a gazdaságok „egészségének”, a növekedés fenntarthatóságának kell előtérbe kerülnie. A szerző úgy véli, hogy a pénzügyi rendszer még ellenállóbbá tétele és a globális egyensúlytalanságok mérséklése mellett meg kell őrizni a nyitott világgazdaság és az integrálódott pénzügyek hasznos elemeit. Összességében mindent meg kell tenni az újabb válságok elkerülése érdekében. Kérdéses, hogy mindehhez mennyire kell meghaladni az új gazdaságpolitikai konszenzust, ez függ a gazdaságok fellendülésétől, illetve attól, hogy a társadalmak milyen mértékű kockázatot kívánnak vállalni.

Kreatív stratégia*

Fábián Gergely

William Duggan:
Creative Strategy: A Guide for Innovation
Columbia University Press, 2012, p. 176
ISBN: 978-0231160520

William Duggan, a Columbia Business School professzora 2014-ben díjat nyert, mint kiváló oktató. Világszerte számos előadást tart az innováció témájában vezetők ezreinek. *Creative Strategy: A Guide for Innovation* című műve lényegében egy mindenki számára könnyen alkalmazható módszert ismertető gyakorlati útmutató, melyhez nem szükséges gazdasági, üzleti, vagy egyéb más előképzettség: egyaránt alkalmazható az üzleti és a nonprofit világban, továbbá használhatja az olvasó saját személyes fejlődése érdekében is. A szerző azt ajánlja, hogy a módszerrel való ismerkedéskor használjuk a „kezdők elméjét”, vagyis tisztítsuk meg elménket a korábbi ismert módszerektől, és engedjünk szabad utat ezen új módszer elsajátításának. A könyv végére aztán eldönthetjük, hogy mennyiben tartjuk érdemesnek arra, hogy további életünk során esetleg alkalmazzuk.

Minden stratégia esetében szükség van kreatív ötletekre, de arra is figyelemmel kell lenni, hogy a világ körülöttünk állandóan változik, és nem biztos, hogy a múltban kiválóan alkalmazott stratégia illeszkedik az új helyzethez. Felmerül tehát a kérdés: stratégiánk hogyan tarthat lépést az állandóan változó külső világgal, vagyis hogyan biztosíthatjuk minden esetben a megfelelő kreatív ötletet.

Eredetileg két hagyományos módszer volt ismeretes: a stratégiai és a kreatív. A stratégiai módszerek segítenek a felmerülő helyzet analizálásában, de ezen a ponton véget is érnek. A kreatív módszerek segítenek előállni új, kreatív ötletekkel. A kettő élesen elválik egymástól, vagyis a probléma stratégiai szempontú elemzését követően kerül sor, úgynevezett brainstorming során, a kreatív ötletek felsorakoztatására. A hagyományos módszer szerint a kettő élesen elkülönült, vagyis nem jött létre a szükséges kapcsolat a helyzet kreatív megoldása érdekében. A két elkülönült módszer azon a feltevésen alapul, hogy az agy hogyan működik. A bal félteke „racionális részként” felel az analitikus gondolatokért, míg a jobb féltekében mint „játékos

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Fábián Gergely a Magyar Nemzeti Bank igazgatója. E-mail: fabiang@mnbb.hu.

részben” születnek a kreatív ötletek. Ez az elgondolás azonban mára meghaladottá vált. A tudomány mai álláspontja szerint az agy két féltekéjének működése nem különíthető el ennyire egyértelműen, vagyis minden egyes gondolat, új ötlet megszületésében részt vesz mindkét félteke.

A könyv a kreatív stratégia módszerét mutatja be lépésről lépésre, vagyis hogy hogyan használható az innováció érdekében. Minden egyes lépésnek megvan a maga komplexitása, és alkalmazása különböző képességek meglétét követeli meg. A könyvben szereplő módszer nem egy konkrét szituációra vonatkozik. A kreatív stratégia egyszerűsített változata kerül bemutatásra, ezáltal alkalmassá válik minden egyes szituáció kezelésére.

A szokásos tervezési eljárás lépése a célok kitűzése, majd a határidő meghatározása a stratégia függvényében. Mivel ezt a hagyományos eljárást már jól ismerjük, végrehajtva a megszokott lépéseket, a tervezés során gyakran a legfontosabbat nem vesszük figyelembe: az újítás szükségességét. A kreatív stratégia abban segít nekünk, hogy felismerjük az újítás lehetőségét.

A könyvben említett új elmélet („tanulás és memória”) megvilágítja, számos példán át, hogy hogyan születnek a kreatív ötletek. Amikor csinálunk vagy tanulunk valamit, a részletek elraktározódnak memóriánkban. A későbbiek során, amikor szembetaláljuk magunkat egy új, eddig ismeretlen szituációval, agyunk lebontja a problémát apró részletekre, és a korábbi emlékekből keres olyan részleteket, amelyek passzolnak az újhoz, s melyeket aztán újrarendez. Vagyis az egyes kis memória-darabok más kombinációban kerülnek felhasználásra, ezáltal nyújtva megoldást az új szituációra. A kombináció új, de az elemei nem. Ez a 3 lépés – részekre bontás, keresés, kombinálás – merőben különbözik a korábbi, 2 lépcsős elképzeléstől (analízis, majd brainstorming). A kreatív stratégia azt a módszert mutatja be, hogy a „tanulás és memória” elmélet 3 lépcsője hogyan működik a gyakorlatban, vagyis hogyan működik az emberi agy valójában.

A tanulás és memória módszer teljesen új képet fest arról, hogy az innováció hogyan működik. Kezdjük az analízis résszel. Egy matematikai példánál maradva, ha a húszat el akarjuk osztani két egyenlő részre, akkor tízet-tízet kapunk. Ez egyszerű és logikus. De a matematika esetében könnyű dolgunk van, mert egyszerű és zárt rendszer. De mi van akkor, ha a cég előző évi teljesítményét akarjuk felmérni? Ha több részlegről van szó, minden részlegvezető a saját területét tartaná legfontosabbnak, a saját eredményeit mindenképpen megemlítendőnek. De akkor mi számít, és mi nem? Minden részlegvezető hozza a saját, logikusnak gondolt érveit. A vita során mindenki igyekszik logikus érveket használni. De beszélhetünk-e itt olyan szintiszta logikáról, mint a matematika esetében?

A választ a tanulás és memória módszer adja meg. Minden ember különböző információt raktároz az agyában, mivel élete során különböző dolgokat tanult. Tehát az előbbi példánál maradva, mindenkinek más válasz tűnik helyénvalónak arra a kérdésre, hogy hogyan kellene helyesen felmérni a cég előző évi teljesítményét. Mindezt két jól elkülöníthető módon tesszük: a „tapasztalt megézés” és az „stratégiai megézés” segítségével.

A „tapasztalt megézés” nem más, mint azon cselekmények és gondolatok gyors előhívása és alkalmazása, amelyeket már egyszer átéltünk, megtapasztaltunk. Gondoljunk csak a tűzoltók, nővérek, orvosok, katonák munkájára. Tehát amikor például egy orvosnak egy baleset helyszínén hirtelen döntenie kell, hogy a sok sérült közül melyik a legsúlyosabb, a „tapasztalt megézés” használja. Minél több a tapasztalat, ez a megézés annál gyorsabban és jobban működik. A „tapasztalt megézés” nap mint nap fejlesztjük, szinte minden munkahelyi tréning erre épül. Ez a fajta fejlesztés azonban nem kedvez az innovációnak. Amint észlelünk egy szituációt, próbáljuk a tanult módon megoldani. Előfordulhat azonban, hogy a szituáció merőben új, így megoldása új módszert igényelne. A régi, jól bevált módszer alkalmazásával óriási hibát követhetünk el. A „tapasztalt megézés” nem segít egy kreatív vagy stratégiai probléma megoldásában. Itt csak a „stratégiai megézés” segíthet. Ennél a módnál nem egyszerűen a megtapasztalt események kerülnek felhasználásra. Az agyban a ténylegesen átélt tapasztalatok keverednek azokkal az információkkal, amelyeket láttunk, halottunk, tanultunk, és a tanulás és memória módszer segítségével ezek darabkái új, más módon keverednek, innovációt létrehozva. Ez a folyamat általában akkor történik, amikor az agy kellően pihent, ellazult állapotban van. Ezen folyamat során születhetnek a meglepő, új ötletek. Visszatérve a cég előző évi teljesítményének megítélésére, mindenképpen a stratégiai megézés kell használni, mivel senki nem ismeri a cég előző évi működésének minden egyes részletét teljes egészében, tehát mindenképpen a stratégiai megézés kell alkalmazni annak eldöntésére, hogy az információk közül mi fontos, és mi nem az. Kiváltképp igaz ez a cég jövőbeli stratégiájának megalkotása során, hiszen itt eleve kizárt, hogy bárki átélt tapasztalatokkal rendelkezzen a jövőt illetően.

A könyv rengeteg gyakorlati, kézzelfogható ismeretet is kínál, hiszen egyrészt részletesen bemutatja, hogy a kreatív stratégia miként működik a vállalati gyakorlatban, valamint egyenként körbejárja annak kérdését, hogy a napjainkban 10 legnépszerűbb management-módszer – így például benchmarking, Balanced Score Card – valójában miért nem eredményez innovációt, miközben összehasonlítja a módszereket a kreatív stratégiával.

Versenyképességi és Növekedési Fórum – Beszámoló a Magyar Közgazdasági Társaság Versenyképességi Szakosztályának első szakmai rendezvényéről*

Meizer Gábor

A Magyar Közgazdasági Társaság (MKT) újonnan megalakult Versenyképességi szakosztálya 2016. június 24-én Versenyképességi és Növekedési Fórum címmel tartotta első hivatalos szakmai rendezvényét Budapesten. Az MKT Versenyképességi szakosztálya és a Magyar Nemzeti Bank (MNB) által közösen szervezett eseményen mintegy 130-an vettek részt a versenyképességi szakterület iránt érdeklődők személyében, a gazdasági élet különböző területeiről. A versenyképesség komplex fogalmköréhez kapcsolódóan a fórum neves előadói értékelő elemzéseket, széleskörű üzeneteket és ajánlásokat tartalmazó előadásokat tartottak, olyan témaköröket tárgyalva, mint a gazdasági felzárkózás nemzetközi és hazai tapasztalatai, a versenyképességi reformok hazai lehetőségei, a növekedés gyorsítását célzó ajánlások, a termelékenység és versenyképesség növelése előtt álló kihívások, illetve dilemmák, valamint a versenyképesség gyakorlati összefüggései.

Az MKT Versenyképességi szakosztálya azzal a céllal kezdte meg működését jegybanki munkatársak kezdeményezésére, hogy szellemi műhelyként járuljon hozzá a fenntartható gazdasági növekedésről és a versenyképességről szóló közös gondolkodáshoz. A versenyképesség erősítése, a gazdasági felzárkózást lehetővé tevő fenntartható növekedés biztosítása kulcskérdés Magyarország sikerességének szempontjából, így a Magyar Nemzeti Bank is támogatásáról biztosította a kezdeményezést.

A Versenyképességi és Növekedési Fórum résztvevőit az MKT vezetésének képviselőjében Hegedüs Éva, a szervezet főtitkára, a Gránit Bank Zrt. elnök-vezérigazgatója köszöntötte, aki bevezetőjében szólt a versenyképesség relevanciájáról, illetve azon kölcsönhatásokról is, amelyek érdemben befolyásolhatják a versenyképesség szintjét. Hegedüs Éva példaként Arie de Geus-t, a Shell volt stratégiai vezetőjét is idézte, aki a versenytársakkal szembeni gyorsabb tanulás képességében vélte kifejeződni az egyetlen fenntartható versenyképességi előnyt. Az MKT főtitkára részletesen szólt továbbá az egyének, a vállalatok és az adott ország versenyképességét befolyásoló

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Meizer Gábor a Magyar Nemzeti Bank titkárságvezetője, a Magyar Közgazdasági Társaság Versenyképességi szakosztályának titkára. E-mail: meizerg@mnbb.hu.

tényezőkről. Hegedüs Éva egyebek közt arra hívta fel a figyelmet, hogy egy ország versenyképességéhez elengedhetetlen a polgárok, a munkaerőpiac versenyképessége, miként a hatékony, termelékeny és megfelelő alkalmazkodóképességgel rendelkező vállalatokra is szükség van. Ezen környezet kialakításában és folyamatos biztosításában azonban jelentős szerep hárul az államra is.

Az MKT elnökségi köszöntőjét követően *Palotai Dániel*, a Magyar Nemzeti Bank vezető közgazdásza és ügyvezető igazgatója, az MKT Versenyképességi szakosztályának elnöke nyitotta meg a Fórumot. Palotai Dániel előadásának egyik fő üzenete az volt, hogy a 2010-et követő sikeres fiskális, valamint a 2013-as monetáris politikai fordulat mellett létrejött a gazdaságpolitika két ágának kívánatos összhangja, ami gazdaságtörténetileg is kivételes állapotot eredményez a gazdasági egyensúly és növekedés egyidejű biztosításával, a tartós gazdasági felzárkózást biztosító, fenntartható növekedés elérését azonban további reformintézkedésekkel szükséges megalapozni, így szükség van a versenyképességi fordulatra is. Az MNB vezető közgazdásza elmondta, hogy a Magyar Nemzeti Bank elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása, ezen céljának elérése mellett azonban egyéb célok támogatása is törvényi feladata. A 2013-ban hivatalba lépett jegybanki vezetés bebizonyította, hogy a jegybanktörvényből eredeztethető mandátum teljesíthető; amellet hogy intézkedéseivel hozzájárul az árstabilitás eléréshez, biztosítja a pénzügyi stabilitást, és rendelkezésre álló eszközeivel a Kormány gazdaságpolitikáját is támogatja. Az elmúlt években érdemi növekedési hatást fejtettek ki a kamatcsökkentési ciklusok, a Növekedési Hitelprogram, de az elért eredmények közül kiemelhető a lakossági devizahitelek forintosításában történő közreműködés, valamint az ország külső sérülékenységének csökkentését célzó Önfinszírozási program elindítása is. Mandátumából eredeztethetően a Magyar Nemzeti Bank támogatja a hazai pénzügyi kultúra fejlesztését is, rendelkezésre álló eszközeivel segíteni kívánja a közgazdasági oktatást, valamint a pénzügyi műveltség szélesítését és fejlesztését. E cél elérését széleskörű eszköztárral támogatja a jegybank, melynek alapvető elemét képezi a 2015-ben útjára indított közgazdasági és monetáris politikai szakkönyvsorozat. A szakkönyvsorozat első kötete, az *Egyensúly és növekedés* után 2016-ban jelent meg a *Versenyképesség és növekedés* című kötet, amely a már megfogalmazott felismerésen alapul, így a gazdasági felzárkózás nemzetközi és hazai tapasztalatainak bemutatása mellett ajánlásokat is tartalmaz a versenyképességi reformok vonatkozásában. Palotai Dániel elmondta, hogy a versenyképességről és a fenntartható növekedésről szóló közös gondolkodás további erősítése érdekében formálódott az a kezdeményezés a jegybanki munkatársak oldaláról, amely egy új, önálló Versenyképességi szakosztály létrehozására irányult a Magyar Közgazdasági Társaságon belül. Az MKT Versenyképességi szakosztálya nemcsak azok számára biztosíthat kitűnő fórumot, akik az említett témakörök vizsgálatával, a kapcsolódó intézkedések implementálásával foglalkoznak, hanem mindazok számára, akik érdeklődnek a gazdaságpolitika jövőt

formáló hatásmechanizmusa iránt. Palotai Dániel szerint a versenyképesség egyik legfontosabb karakterisztikája, hogy lehetőségeket jelent, a jövőt formáló lehetőségek kihasználásához azonban megfelelő keretrendszerre és a versenyképességről szóló közös gondolkodásra is szükség van. Az MKT Versenyképességi szakosztálya egy szellemi műhely biztosításával elsődlegesen ez utóbbi szempont erősítését célozza. Az MNB vezető közgazdásza elmondta, hogy a szakosztály munkájának célja továbbá, hogy szakmai alapon, konszenzusos módon találják meg azokat a kitörési pontokat, ahol további reformok kivitelezésével biztosítható a magyar gazdaság versenyképesebbé tétele. A szakosztály vezetői bíznak abban, hogy ez a hozzájárulás effektíve a gazdaságpolitika eredményeiben, a magyar gazdaság sikeres felzárkózásában is meg tud majd mutatkozni. A Magyar Nemzeti Bank két ügyvezető igazgatójának prezentációja a Versenyképesség és növekedés kötet főbb üzeneteit ismertette, melyek a szakosztály munkájának kiindulópontjaként is értelmezhetőek.

Virág Barnabás, az MNB monetáris politikáért, pénzügyi stabilitásért és hitelösztönzésért felelős ügyvezető igazgatója, az MKT Versenyképességi szakosztály elnökségi tagja a gazdasági felzárkózás nemzetközi és hazai tapasztalatairól tartott előadást a Fórumon. Virág Barnabás egyebek közt arra hívta fel a figyelmet, hogy az egyensúlyt megőrző gazdasági növekedés eredményezhet tartós konvergenciát. A vizsgált európai uniós országcsoportban az elmúlt két évtizedben, hazánkban volt a leglassabb a felzárkózás üteme, a válság előtt ráadásul fenntarthatatlan finanszírozási környezet is jellemezte a magyar gazdaságot. Az egyensúly helyreállítását, valamint a sikeres gazdasági fordulatot követően most olyan versenyképességi fordulatra van szükség, amely az egyensúly megőrzése mellett biztosítja a tartós felzárkózást. Az MNB ügyvezető igazgatója a gazdasági felzárkózás nemzetközi tapasztalatait tárgyalva azt emelte ki, hogy az elmúlt mintegy fél évszázadra visszatekintve relatíve kevés országnak sikerült kitörnie a közepesen fejlett státusból. A felülteljesítők között egyes távol-keleti és európai uniós országok is megemlíthetőek. Ahhoz, hogy egy ország a közepes fejlettség csapdáját elkerülve léphessen tovább a fejlett státusz felé, kiemelt szerep jut az innovációs tevékenységnek, az infrastruktúrába történő beruházásoknak, de a releváns faktorok közé sorolható a nagyobb hozzáadott értékű termelés és szolgáltatás is. Az empirikus tapasztalatok is igazolják, hogy a sikeres konvergenciához magas szintű és megfelelő szerkezetű beruházási rátára van szüksége egy adott országnak. Az innovációs képesség javítása mellett a magasabb belső megtakarításokkal is nagyobb esély mutatkozik a sikerre. Virág Barnabás a nemzetközi tapasztalatok fényében a felzárkózáshoz szükséges feltételek között említette még a gazdasági nyitottságot, a makrogazdasági stabilitást, a jövőorientáltságot, valamint a megfelelő minőségű vezetést és kormányzást. Az MNB ügyvezető igazgatója szerint azonban kifejezetten fontos, hogy a levonható tanulságok ellenére nincs egységes recept, a múltbeli felzárkózási minták nem jelenthetik az aktuálisan felzárkózni kívánók jövőképét. Mindemellett az önálló kreativitást sem

lehet megspórolni. A hazai tapasztalatokat illetően, az elmúlt évek előrelépésének egyik forrásaként Virág Barnabás az aktivitás és foglalkoztatottság emelkedésében tükröződő, kedvező munkaerőpiaci folyamatokat azonosította. A kitörési pontokat illetően a gazdaság értékteremtő képességének javítása elengedhetetlen, amihez hozzátartozik a kkv-szektor nagyvállalatokhoz mért termelékenységének javítása is. Az MKT Versenyképességi szakosztályának elnökségi tagja hozzátette, hogy növekedési tartalékok azonosíthatóak a munka, a tőke és a termelékenység vonatkozásában is, Magyarországnak továbbá egyre inkább a növekedés intenzív tényezői felé kellene fordulnia. Az innováció által vezérelt növekedés azért is fontos, mert a világgazdaság az 'Ipari forradalom 4.0' küszöbén áll, miközben alapvetően átalakulnak a munkavállaláshoz szükséges képességek is. Zárszóként Virág Barnabás arról beszélt, hogy a sikeres felzárkózáshoz a gazdasági szereplők – család és civilszféra, vállalatok, pénzügyi közvetítőrendszer és állam – hatékony együttműködése is elengedhetetlen.

A diagnózis felállítása után *Palotai Dániel* azon javaslatokról szólt előadásában, amelyek fokozhatják Magyarország versenyképességét és felszabadíthatják az erőforrásokat, részletesen is ismertetve a Versenyképesség és növekedés szakkönyv második fő fejezetének ajánlásait. Az MKT Versenyképességi szakosztályának elnöke hangsúlyozta, hogy a tárgyalt intézkedések egyfajta felülnézetből megfogalmazott javaslatcsomagot jelentenek a döntéshozók felé, amelyek implementálásakor érdemes figyelemmel lenni azok időzítésére, a költségvetési mozgástérre, valamint a szinergiákra is. A felzárkózáshoz nemcsak impulzusra, hanem megfelelő keretrendszerre is szükség van, amelynek biztosításában elengedhetetlen szerep hárul az államra. A gazdaságpolitika számos módon járulhat hozzá a versenyképesség javításához, ide sorolható a stabilitás biztosítása, az erőforrások mennyiségének és minőségének befolyásolása, az állam működése, a versenyképességnek azonban a gazdaságpolitikán túlnyúló dimenziói is vannak. Az MNB munkatársai a tárgyalt kötetben is külön fejezetekben foglalkoztak a munkavállalás, a vállalatok, az állam, az emberi erőforrás, a bankrendszer és az uniós támogatások felhasználásának versenyképességével, valamint egyéb kiemelt témákkal. Lényeges, hogy egyes intézkedések megvalósításának irányába már konkrét lépések is születtek a kormányzat részéről, az előadó ezekre külön kitért. Az első témakörhöz kapcsolódóan, az MKT Versenyképességi szakosztályának elnöke is megismételte, hogy a válság óta sokkal kedvezőbb állapotban van a magyar munkaerőpiac, mindazonáltal szükség van a foglalkoztatás további bővítésére. Mindenre kiterjedően szükséges javítani a munkára ösztönzést, aminek egyik eszköze a munkára rakódó közterhek további csökkentése lehet. Emellett fókuszálni kell azokra a csoportokra is, ahol kifejezetten alacsony a foglalkoztatás, illetve akik legkevésbé kötődnek a munkaerőpiachoz. Példának okáért a Munkahelyvédelmi Akcióterv kiterjesztése hatékony eszközt jelent. Palotai Dániel szerint a közmunkaprogram sikeresnek tekinthető a tekintetben, hogy a foglalkoztatásba olyan csoportokat vont be, amelyek korábban inaktívak

vagy munkanélküliek voltak, ugyanakkor a nyílt munkaerőpiacra való átlépés aránya egyelőre alacsonyabb. E tekintetben az oktatási tevékenység és a piaci foglalkoztatás ösztönzése jelenthet előrelépést, amely kapcsán már mutatkoztak meg kormányzati intézkedések. Az MNB vezető közgazdásza szerint a munkaerőpiac versenyképességének növeléséhez szükség lenne az atipikus foglalkoztatás (távmunka, részmunkaidő) ösztönzésére és a nyugdíjrendszer munkaerőpiacon maradási ösztönző elemeinek erősítésére is. Palotai Dániel szerint a fenntartható növekedésnek a vállalati szféra megfelelő működése is előfeltétele, az erőforrások aktiválása mellett az innováció vezérelt fejlődés biztosítása is célként értelmezhető. Ahhoz, hogy a hazai kkv-szektor megőrizze és növelje versenyképességét, a szükséges béremelések mellett a termelékenység növelésére van szükség. A gazdaság fehéredése tekintetében jelentős eredményeket sikerült elérni (online pénztárgépek beüzemeltetése, teherforgalom ellenőrzése), a NAV eszköztárának bővítése azonban további tartalékokat rejthet. A vállalati versenyképesség javítását egyebek közt az adórendszer egyszerűsítése, aminek eleme lehet az adóelkerülés mérséklése, vagy megfelelő költségvetési mozgáster esetén a társasági adóelőleg kiegészítés eltörlése, illetve a társasági adó közelítése a pénzforgalmi adózás felé, ami újabb beruházásokra ösztönözhet. Kifejezetten fontos a kutatás-fejlesztés ösztönzése és a források növelése is, amelyhez jelentősen hozzájárulhat a megfelelő intézményi, infrastrukturális és üzleti környezet megteremtése, valamint folyamatos javítása, akár az egyetemi-vállalati kapcsolat erősítésével. Miután a K+F tevékenységet végzők aránya is elmarad az uniós átlagtól, megfontolandó a meglévő adókedvezmény kiterjesztése is. A vállalatok versenyképességét a produktív beruházások is növelhetik, amihez támogatást nyújthatnak a versengő garanciaszervezetek, az aktívabb hazai iparpolitika, az új technológiák adaptációja, illetve a regionális és helyi gazdaságfejlesztés. A kis- és középvállalkozások támogatása azért is lényeges, mert a hazai foglalkoztatottság több mint kétharmadát ez a szektor adja. Az MNB vezető közgazdásza hozzátette, hogy az állam működése maga is döntő szerepet játszik a versenyképesség alakításában, olyan magánszektor-támogató államra van szükség, amely hatékonyan is teljesít, ezzel ugyanis erőforrások is szabadulhatnak fel a versenyszféra számára. Ehhez egyrészt szükség van a bértábla reformjára, a bértömeg-gazdálkodás bevezetésére, továbbá az államigazgatás struktúrájának felülvizsgálatára is. Mindegyik irányba tett már lépéseket a kormányzat. Palotai Dániel a további javaslatok közt említette az állami szolgáltatások fejlesztését, visszamérését, amelynek eszköze lehet a rendszeres elégedettségmérés és a jelentős tartalékokkal rendelkező e-governance bevezetése, ezáltal pedig az ügyintézés felgyorsítása. A jogi ügyek rendezésének hatékonysága is kihat a versenyképességre, így a kapcsolódó területeken is érdemes előrelépést tenni. Komolyabb versenyhátrányt lehetne ledolgozni továbbá az építési engedélyek kiadásának felgyorsításával, valamint az állami közműszolgáltatások fejlesztésével. Eredmények e tekintetben is születtek már az elmúlt időszakban. A hosszú távú növekedési potenciál egyik meghatározó eleme a humán tőke, melynek mennyiségi és minőségi fejlesztése

elengedhetetlen, továbbá pozitív visszacsatolásokkal is járhat. Egyértelmű kapcsolat mutatkozik a humán tőke és az egy főre jutó GDP között. Palotai Dániel szerint a kedvezőtlen demográfiai folyamatok megfordítása érdekében a gyermekvállalást támogató aktív társadalmpolitikára van szükség; melynek olyan elemei lehetnek, mint a gyed felső határának növelése, a családi adóalap-kedvezmény további emelése a két gyermeket vállaló családoknál, a bölcsődei és óvodai férőhelyek minőségi bővítése vagy a családbarát munkahelyi környezet kialakítása. Elengedhetetlen az egészségügyi ellátások színvonalának emelése, eközben azonban feltétlenül szükség van a rendelkezésre álló források bővítésére is – részben a magánforrások aktívabb bevonásával –, továbbá a prevenció és a mentális egészség erősítésére. A nyugdíjrendszert illetően, egyebek közt az öngondoskodás szerepének további erősítésére tett javaslatot az MNB vezető közgazdásza. Az emberi erőforrás versenyképessége jelentősen függ az oktatás teljesítményétől is, ahol egyebek közt szerkezeti reformokra lenne szükség, a költségvetési és privát források növelésére, a nyelvtudás javítására, valamint a felsőfokú végzettséggel rendelkezők arányának további növelésére. Palotai Dániel arra is felhívta a figyelmet, hogy a versenyképesség erősítésében az uniós forrásokon alapuló fejlesztéspolitika is fontos lehetőséget jelent, különösen úgy, hogy az aktuális költségvetési ciklusban elérhető keret – minden eddiginél nagyobb aránya – mintegy 60 százaléka gazdaságfejlesztési célokra áll rendelkezésre. Az uniós forrásokhoz való vállalati hozzáférés költségeit azonban célszerű lenne csökkenteni, a pályázati rendszert pedig hatékonyabbá tenni. A bankszektor versenyképességét illetően az MNB vezető közgazdásza arról beszélt, hogy jövedelmező és a vállalati hitelezést támogató bankrendszerre van szükség. A Növekedéstámogató Program támogatásával célként fogalmazható meg a piaci alapú hitelezés helyreállítása, ami éves összevetésben a vállalati és ezen belül a kkv-hitelállomány 5-10 százalékos bővülését jelenti. A háztartási szektor finanszírozását illetően – elsősorban a lakásépítések vonatkozásában – ugyancsak az aktív, de prudens hitelezés elérése fogalmazható meg, amit makroprudenciális eszközökkel is támogat a jegybank. A bankszektor hosszú távú versenyképességének az erős tőke- és likviditási helyzet is előfeltétele, amit az elmúlt időszak szabályozói lépései is biztosítanak. Palotai Dániel előadásában emellett a hatékony, innovatív és versengő bankrendszer előnyeiről szólt, kiemelt témaként pedig arról, hogy a növekedés finanszírozásában milyen szerepe lehet a megújult tőzsdének. Azután hogy a tőzsde ismét hazai tulajdonban került, az MNB célja a Budapesti Értéktőzsde aktivitásának és kapitalizációjának bővítése, ami hozzájárulhat a tőkepiaci finanszírozás és pénzügyi közvetítés súlyának növeléséhez is. Az MNB kínálati és kereslet oldali ösztönzőkre is tett javaslatot a tőzsdefejlesztést illetően. Az MKT Versenyképességi szakosztályának elnöke azzal zárta előadását, hogy a kötetbe foglalt ajánlások megvalósulására már több esetben láthattunk példákat, közte az állami intézményrendszer, a közoktatás reformjára, de üdvözlendő intézkedésként említhető az adóelkerülés visszaszorítása, az életpályamodellek bevezetése és a teljesítményarányos bérezés felé történő elmozdulás vagy az aktívabb hazai iparpolitika is.

A Versenyképességi és Növekedési Fórum első előadásblokkját *Nika Gilauri*, Grúzia volt miniszterelnöke, a Reformatics tanácsadó vállalat alapítója zárta, aki elismert szakemberként¹ Magyarország versenyképességi elemzése mellett a növekedés gyorsítását célzó ajánlásokról is szót ejtett, hangsúlyozva, hogy a Fórum megtartására egy nagyon fontos időszakban került sor. Nika Gilauri értékelése szerint az unorthodox gazdaságpolitikai intézkedések megfelelő kombinációjával nemcsak a válságból sikerült kilábalnia Magyarországnak, de az ország gazdasága növekedési pályára is állt az elmúlt években. A Reformatics tanácsadó vállalat alapítója úgy vélte, hogy Magyarország regionális bajnok is lehet, ehhez azonban a növekedést gyorsító strukturális reformokra van szükség, illetve a magánszektorbeli kezdeményezéseken alapuló növekedésre. Makrogazdasági szempontból a kedvező folyamatok közt említhető a GDP-arányos államadósság folyamatos csökkenése, a költségvetési hiány alacsony szinten tartása, az ország magas külső finanszírozási képessége és mérséklődő külső sérülékenysége, a kiemelkedő exportteljesítmény, de megemlíthetőek az egyedi intézkedések is, mint a Növekedési Hitelprogram vagy a közmunkaprogram kiterjedt alkalmazása. A bankszektor oldaláról ugyanakkor adódhatnak még kihívások, a vizsgált régiós országokkal összevetve a nem teljesítő hitelek aránya továbbra is magas. Nika Gilauri a magyar állam finanszírozási helyzetének bemutatása mellett bemutatta azt is, hogy a Fitch Ratings több év után milyen értékelés mellett emelte vissza befektetésre ajánlott kategóriába a magyar adóssztyályzatot 2016 májusában, illetve hogy a többi nagy hitelminősítő oldaláról milyen vélemények formálódnak. Régiós összevetésben ismertetésre került továbbá, hogy Magyarország hol helyezkedik el az egyes versenyképességi rangsorokban. Egy, a kvv-szektorban végzett felmérés bemutatása alapján, régiós összehasonlításban kevésbé optimista kép bontakozik ki a magyar kis- és középvállalkozások körében; a vállalatok számos intézkedést pozitívan értékelnek, de egyúttal további reformokat is várnának az üzleti környezet javítása érdekében. A Reformatics alapítója szerint a jövőbe vetett bizalom az egyik legfontosabb irányadó faktor egy ország sikeressége szempontjából. A felmérés egyik eredménye alapján azonban a szlovák és cseh kis- és középvállalkozások jövőbe vetett bizalma a gazdasági folyamatokat illetően nagyobb, mint Magyarországon. Nika Gilauri eddigi tapasztalatait ismertetve úgy vélte, hogy a kvv-szektor aktivitásának emelésével, a szűk kapacitások feloldásával a gazdasági növekedés is könnyen és jelentősen gyorsítható, a versenyképességi elemzés alapján pedig olyan területeken ajánlott reformintézkedéseket, mint az adózás, az üzleti környezet, a munkaerőpiac, az oktatási, nyugdíj- és egészségügyi rendszer. Az egymást kiegészítő reformok egyebek közt további növekedést indukálnának, ösztönöznék a piaci kezdeményezéseket, csökkentenék az árnyékgazdaság részarányát, valamint a költségvetésre is kedvező hatással lehetnek. Az ajánlásokat illetően azonban fontos arra is figyelemmel lenni, hogy a más országokban működő

¹ Nika Gilauri 2007 és 2009 között Grúzia pénzügyminisztere, 2009 és 2012 között pedig miniszterelnöke. A Világbank Doing Business kiadványa szerint ez idő alatt (mintegy 100 helyezést javítva) Grúzia mutatta az egyik legnagyobb előrelépést versenyképességi aspektusból.

megoldásokat nem lehet egyszerűen lemásolni, azokat minden esetben az adott környezethez szükséges adaptálni. Az adózási rendszert illetően számos javaslattal élt a Reformatics alapítója, úgymint az alacsony bevétellel járó, adminisztrációs szempontból költséges adónemek kivezetése, az adóék csökkentése, az észt modell szerinti osztalékadó alkalmazása, az adóügyi vitarendezés javítása, az adóhatóság munkavállalói által nyújtandó ingyenes vállalati tanácsadás bevezetése, illetve egyes tevékenységek kiszervezése az adóhivatalból akár könyvvizsgáló és auditáló vállalatokhoz. Külföldi szemszögből a mintegy 60 adónem között igen nehéz kiigazodni, így szükség van az adórendszer egyszerűsítésére. Ezzel együtt előremutató reformokra is sor került már az elmúlt években, a társasági adókulcs csökkentése például ezek közé sorolható az előadó szerint. Az adórendszer reformja mindig kihívásokkal teli feladatot jelöl, de a megfelelő intézkedések megválasztásával megvalósítható oly módon, hogy a költségvetési hatása minimum neutrális legyen. Az adórendszer reformja egyúttal a gazdaság fehéredéséhez is hozzájárulhat, ami tovább növelné a kvv-szektor teljesítményét, és ezáltal a gazdasági növekedést. Nika Gilauri meglátása szerint az észt modell szerinti osztalékadó bevezetése az első években még kihívást jelenthet költségvetési szempontból (miután akkor kerülne sor a társasági adó megfizetésre, ha az eredmény osztalék formájában kivételre kerül a vállalkozásból), a harmadik évtől azonban az elindított beruházások már éreztetnék pozitív hatásukat. Magyarországon ugyanakkor azért is lenne lehetőség ennek bevezetésére, mert a társasági adó részaránya az összes adóbevételben belül igen alacsony, az implementálás pedig szakaszosan is megvalósítható. Nika Gilauri elmondta, hogy a magánszektor tevékenységének ösztönzéséhez szabályozói és strukturális reformokra is szükség van, kezdve a cégbejegyzési folyamat egyszerűsítésétől egészen az ingatlan-nyilvántartásokig, de kiemelhető a már felvetett építési engedélyek beszerzésének gyorsítása vagy az elektromos áram bekötéséhez szükséges napok jelentős mérséklése is. A munkaerőpiaci reformok alapját – egyéb országok tapasztalatait is figyelembe véve – leginkább a rugalmasabb keretrendszer biztosításában látta a Reformatics alapítója. Áttérve a szektorális ajánlásokra, az oktatást illetően Nika Gilauri fontosnak tartaná a felsőoktatás és a kutatási tevékenység hatékonyabb finanszírozását, valamint az intézmények közötti megfelelő versenyhelyzet biztosítását. A további ajánlásokat illetően kiemelendő a rászorultság alapú szociális rendszer, az inflációkövető indexálás reformja a nyugdíjrendszerben, valamint az egészségügy minőségi fejlesztése is. Összefoglalásként Nika Gilauri megjegyezte, hogy a reformok vezérelvének a magánszektorbeli kezdeményezéseken alapuló gyorsabb növekedés tekinthető.

A második előadásblokkot *Turóczy László*, a Nemzetgazdasági Minisztérium (NGM) gazdaságtervezésért és versenyképességért felelős helyettes államtitkára nyitotta meg 'Termelékenység és versenyképesség – kihívások és dilemmák' című előadásával. Turóczy László szerint a termelékenységnek mint a versenyképesség egyik aspektusának vizsgálata azért is fontos, mert a globális növekedés egyre nagyobb

részét adja a termelékenység javulása, meghatározó a gazdasági jólét szempontjából, továbbá minél fejlettebb egy gazdaság, annál kisebb a hagyományos termelési tényezők szerepe. A felzárkózás biztosításában ilyenformán a termelékenység kérdésköre is megkerülhetetlen tényezőt jelöl. Mindeközben figyelemmel kell arra is lenni, hogy a válságot követően a termelékenység növekedése világszinten lelassult, aminek hátterében legalább részben strukturális okok állhatnak, ez pedig beárnyékolja a hosszú távú növekedési kilátásokat is. Az NGM helyettes államtitkára szerint Magyarország fejlett országokhoz mért lemaradása legnagyobb részben a munkatermelékenység differenciájával magyarázható. Miközben az egy fő által ledolgozott munkaóra száma még magasabb is, mint a fejlett gazdaságokban, az egy ledolgozott munkaóra jutó GDP tekintetében – ahogy a régió egyéb országaiban – komolyabb lemaradás mutatkozik. A korábbi előadásokhoz hasonlóan Turóczy László is elmondta, hogy az elmúlt években jelentős javulás következett be a munkaerőpiacon, a foglalkoztatottsági ráta emelkedése jól kimutatható hatással bírt a gazdasági növekedésre, mindez azonban a termelékenység stagnálásával járt együtt. Az előttünk álló egyik fontos dilemma az NGM helyettes államtitkára szerint, hogy hogyan lehet úgy folytatni az alacsony termelékenységű munkaerő-piaci tartalékok aktivizálását, hogy a termelékenység is javuljon. Megoldást jelenthet az alacsonyabb képzettségű munkavállalók termelékenységének javítása, akár a felnőttképzési programok által. Ez a dilemma azonban globális szinten is fennáll, különösen úgy, hogy a technológia fejlődésének lényeges sajátosságaként az élők munkája egyre több termelési fázisban, illetve a szolgáltatások esetében is kiváltható már automatizáltsággal. Turóczy László szerint gazdaságpolitikai szempontból további kihívást jelenthet a technológiai diffúzió, azaz annak kérdésköre, hogy az egyes újítások, innovációk milyen csatornákon és milyen gyorsan jutnak el a gazdaság más szereplőihöz, ágazataiba. A tudástranszfert pedig annak keretében érdemes vizsgálni, hogy Magyarországon a magas hozzáadott értékű külföldi tulajdonú vállalatok aránya kiemelkedően magas. Trendfordulót jelent az előadó szerint, hogy az évtized második felétől kezdve a globálisan élenjáró és a követő cégek termelékenységjavulása közötti különbség növekedésének lehetünk tanúi. Az új technológiák tovagyrűzése tehát lelassult, ami hazai szempontból nem tekinthető kedvező folyamatnak. Turóczy László hozzátette, hogy a szolgáltatói szektorban még látványosabb a különbség, aminek jelentőséget ad, hogy a szektor súlya folyamatosan növekszik a világban. A dilemma tehát az, hogy hogyan lehet ösztönözni azt a technológiai diffúziót, amely globális szinten is lassul, magyar szinten pedig még nem működik optimálisan. Harmadik területként arról beszélt az NGM helyettes államtitkára, hogy a magyar gazdaság igen szorosan integrálódott a globális értékláncokhoz, az egyik legnyitottabb gazdaság az Európai Unióban, a kérdés azonban az, hogy az értékláncokból mekkora hozzáadott értékkel tudunk részesedni. Általánosan elmondható, hogy a régió alacsony hozzáadott értékkel részesedik, Magyarországon például uniós szinten is kiemelkedő a külföldi hozzáadott érték aránya a teljes exporton belül. Kedvező változások közt említendő például a szolgáltatói központok megjelenése, de az lenne az optimális, ha az

egyéb termelési folyamatokban is emelkedhetne a hazai hozzáadott érték. Turóczy László a legfontosabb következtetések közt említette, hogy a kihasználatlan munkaerő-tartalékok munkaerőpiacra történő bevonása mellett egyre hangsúlyosabbá válik, hogy a humán tőkét is fejlesszük. A kormány által végrehajtott intézkedések – mint például a duális képzés bevezetése, a felsőoktatás hatékonyabbá tétele – ebbe az irányba mutatnak, de természetesen vannak további teendők is az oktatás teljes vertikumában. Másik fontos következtetés, hogy az innovációval mérsékelhetőek azok a termelékenységi korlátok, amelyek behatárolják a növekedési potenciált. A K+F tevékenységre fordított kiadások tekintetében érdemi előrelépést sikerült elérni az elmúlt években, de az uniós átlag eléréséhez további források bevonása szükséges. Az innovációt mindeközben nem célszerű leszűkíteni a technológiai fejlesztésekre: a termelékenység javulásában a gyártási technológia fejlődése mellett a piacszervezési, szervezeti és vállalatvezetési innovációk is egyre nagyobb szerepet játszanak. Harmadik fontos következtetésként kiemelten fontos, hogy az adaptív innováció, valamint a tudásnak az áramlása is megvalósuljon a gazdasági szereplők között. Felismerve ezt a kihívást, a kormány is lényegesen több forrást allokál erre a célra. Végezetül arról beszélt Turóczy László, hogy a verseny, az együttműködés és a rugalmas piacsabályozás mind olyan tényező, ami ösztönzi a termelékenységet. Ezek azok az elvi irányok, amelyek az eddigi eredményeken túl jól illeszkednek és egyúttal keretet is adnak az MNB-s előadók által prezentált ajánlásokhoz is.

A Fórum utolsó előadásában Szepesi Balázs, a Hétfa Kutatóintézet alapítója és stratégiai igazgatója osztotta meg nézeteit a versenyképesség gyakorlati összefüggéseiről. Szepesi Balázs azzal kezdte előadását, hogy a versenyképesség javításához az ajánlásokon túl elsősorban akaratra van szükség. A Hétfa Kutatóintézet stratégiai igazgatója szerint a magyar gazdaság versenyképességi problémáját legjobban a kvv-szektor és a nagyvállalatok termelékenysége közötti különbség szemlélteti. A kisebb cégek munkatermelékenysége a visegrádi országok átlagától is elmarad. A versenyképességi témakör tárgyalásakor Szepesi Balázs szerint kifejezetten fontos, hogy ne csak a célokról essen szó, hanem arról is, hogy hogyan és milyen megközelítéssel lehet elérni egy adott célkitűzést. Az egyének, a vállalatok akkor képesek versenyképesen működni, ha az értékteremtés, az együttműködés és a kihívás keresés alapján akarnak és tudnak érvényesülni. A versenyképesség erősítéséhez a Hétfa Kutatóintézet stratégiai igazgatója szerint képesnek kell lennünk arra, hogy megfogalmazzuk, melyik területen akarunk mást és jobbat elérni. Túl kell lépni a vágyalapú gondolkodáson, el kell szakadni a kritikai szemlélettől – nem néhány véletlen hiba kijavítása a feladat, hanem tudnunk kell megváltozni. Szepesi Balázs elmondta, hogy ehhez sok esetben nincs meg az erős momentum. A gazdasági szereplők nagy részének stabil és nehezen változtatható pozíciója van a nemzetközi gazdasági hálózatokban, az ország nemzetközi súlyának erősítésében a gazdaság szerepe nem elsődleges, valamint azt is figyelembe kell venni, hogy a társadalom nagy része sem érez növekedési kényszert; a bizonytalanságok és feszültségek

ellenére soha sem volt olyan magas az átlagos életszínvonal, mint jelenleg. Emellett kevesen vannak a „nemzeti bajnokok”, azok a kiemelkedő cégek, amelyeknek lehetőségük és késztetésük van erősíteni versenyképességüket. Ugyanakkor erős érvek sorakoztathatóak fel emellett is, hogy miért van szükség a versenyképesség további javítására. A globális értékláncokban elfoglalt pozíció jelentősége nő, (ahogyan a Brexit is bizonyítja) Európa egyensúlya felborult, nemzetközi viszonylatban pedig felértékelődnek a hatalmi megfontolások. Globális szinten egyre könnyebbé vált a tőke, a személyek és a jövedelmek áramlása. Momentum van azért is, mert a magyar gazdaságban jelenlévő dualitás nagyon erős, ami komoly társadalmi törésvonalakat is okozhat a jövőben. A versenyképesség javításának lehetőségét pedig nagyban javítja, hogy a válság éveit követően jelentősebb költségvetési mozgástér áll rendelkezésre. Összességében Szepesi Balázs úgy véli, hogy egy nagy versenyképességi program elindításához jelenleg nincsen erős momentum, azonban ez megteremthető. Ehhez kreatív, innovatív lépésekre lenne szükség az érintettek részéről. Az előadó hangsúlyozta, hogy a versenyképességet szolgáló állami lépések esetében nemcsak azok költségeire és időtávjára kell figyelniük, hanem a reformintézkedések megvalósulásához szükséges garanciákra is. A versenyképesség javítása ugyanakkor közös feladat: az állam mellett sokat tehet a gazdasági, a civil és a szellemi szféra is. Az állami intézkedések is csak úgy lehetnek sikeresek, ha partnerek a gazdaság szereplői – stabil gazdasági és társadalmi koalíció áll a háttérben. A versenyképesség erősítése érdekében a következő elveket javasolta az előadó. Egyrészt a sikeresen működő cégek és modellek támogatása a fontos – az ő továbblépésüket kell támogatni. Másrészt fontos a formális intézményrendszer erősödésének támogatása, a személyes egymásrataltságon túlmutató garanciák, rugalmas együttműködési platformok kialakítása. Harmadrészt tekintettel kell lenniük a magyar gazdaság szerkezetére – a globális hálózatokba szervesen illeszkedő nagy cégek és a főleg helyi piacon tevékenykedő kisvállalkozások máshogy, más szabályok szerint működnek. Ez alapján a következő gazdaságpolitikai fókuszokat javasolja az előadó: a kisvállalkozásokat korlátozó akadályok lebontása, egyes térségek gazdasági életképességének erősítése, a globális láncokba kapcsolódó, termelésvezérelt gazdaság kondícióban tartása, valamint egyes niche-ben, technológiában, brandben kiemelkedő gazdasági szisztémák kialakításának elősegítése. A Hétfő Kutatóintézet stratégiai igazgatója a kormányzathoz olyan javaslatokat fogalmazott meg, mint a stabilabb működés a szabályalkotásban, a versenyképesség fókuszú közpolitika megközelítés, a közpolitikai innováció, a potenciál alapú ágazat- és térségpolitika, valamint a gazdaság kifehértése. A fehéredés azért is fontos, mert ezzel átláthatóbbá válik a gazdaság, ami hozzájárulhat a hitel- és tőkepiac fejlődéséhez is. Szepesi Balázs szerint a versenyképesség javításához az állami-gazdasági-társadalmi szereplők együttes akaratára és cselekvésére van szükség. Szepesi Balázs az elemzőknek szánt javaslatokkal zárta az előadását, amelyhez megfelelő keretet adhat az MKT Versenyképességi szakosztályának további munkája.

A versenyképességről és a fenntartható növekedésről szóló közös gondolkodás erősítésének legjobb lehetősége az érintettek és érdeklődők minél szélesebb körben történő bevonása, ezért is döntöttek úgy az MKT Versenyképességi szakosztályának vezetői, hogy egy fórum keretei közt tartják meg első szakmai rendezvényüket. A Versenyképességi és Növekedési Fórum zárásaként, a tartalmas előadásokat követően Palotai Dániel, az MKT Versenyképességi szakosztályának elnöke egyebek közt arra hívta fel a figyelmet, hogy a szellemi műhely keretein belül a jövőben nemcsak folytatódhat, de tovább is mélyülhet a versenyképességi témakör elemző-értékelő vizsgálata, ehhez pedig a továbbiakban is várják az érdeklődők csatlakozását.

Beszámoló a biztosításfelügyelők nemzetközi szövetségének (IAIS) Budapesten tartott nyári ülészakáról és éves szemináriumáról*

Kiss Nóra

A biztosításfelügyelők nemzetközi szövetsége (International Association of Insurance Supervisors, a továbbiakban IAIS) 2016. június 13-17. között Budapesten tartotta bizottsági nyári ülészakárát és 9. éves szemináriumát, melynek házigazdája a Magyar Nemzeti Bank volt. A hét eseményein közel 300 fő vett részt, köztük magas rangú felügyeleti vezetők, valamint nagy biztosítói csoportok és nemzetközi szakmai szervezetek képviselői.

Az IAIS 1994-ben alakult, a világ közel 140 országa több mint 200 jogrendjének biztosításszabályozóit és biztosításfelügyelőit tömörítő szervezet. Tagsága lefedi a világ biztosítási díjbevételének 97%-át. Székhelye Bázel. Magyarország a szervezet alapító tagja. Az IAIS fő célja, hogy elősegítse a biztosítási szektor hatékony és globálisan konzisztens felügyelését a tisztességes, biztonságos és stabil biztosítási piac fenntartása érdekében a biztosítottak javára és védelmében, és hogy hozzájáruljon a globális pénzügyi stabilitáshoz.

Célja elérése érdekében többek között elveket, standardokat és iránymutatásokat dolgoz ki a biztosítási piac felügyeléséhez, és elősegíti az elvek és standardok implementálását és gyakorlati alkalmazását. Ez utóbbi érdekében módszertanokat dolgoz ki az elvek és standardok figyelembe vételének értékelésére, és elősegíti az értékelési folyamatokat; ösztönzi a biztosítás- és egyéb felügyelők közötti együttműködést, elősegíti a kölcsönös segítségnyújtást, oktatást és képzést, valamint a felügyeleti információcserét a biztosításfelügyelés terén; tudatosítja a biztosítás- és a többi pénzügyi terület felügyelőinek közös érdekeit és azonosítja a biztosításfelügyelést érintő potenciális kockázatokat.

A szervezet működését az *Executive Committee* (ExCo) irányítja, amelyben meghatározott kvóta szerint képviseltetik magukat az egyes földrajzi régiók. Európának összesen 6 helye van az ExCo-ban: 5 Nyugat-Európának és 1 Közép- és Kelet-Európának. A magyar felügyelet két alkalommal, több cikluson¹ keresztül képviselte a régiót

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Kiss Nóra a Magyar Nemzeti Bank vezető szabályozási szakértője. E-mail: kissnor@mnbb.hu

¹ Az ExCo tagság és a bizottságok és munkacsoportok elnöki és alelnöki funkciói tekintetében a ciklusok 2 évet jelentenek.

az ExCo-ban. Az ExCo irányítja a szervezet bizottságait. A standardalkotó, illetve az implementálást elősegítő munka a *Financial Stability and Technical Committee*-ban (FSTC), illetve az *Implementation Committee*-ben (IC) és az alájuk szerveződő munkacsoportokban, valamint task force-okban folyik. Az IC és az FSTC munkájában az MNB is aktívan részt vesz: mindkettőnek létrehozása óta tagja.

Az IAIS bizottságai évente általában három, újabban négy ülészak keretében üléseznek. A szövetség történetében korábban már két alkalommal találkoztak a világ biztosításfelügyelői Budapesten: 2004-ben a tavaszi, 2008-ban az őszi ülészakot és az éves konferenciát látta vendégül az akkori felügyelet.

A 2016. évi nyári ülészaknak, melynek a Corinthia Hotel Budapest adott otthont, a Magyar Nemzeti Bank volt a házigazdája. Az egész hetes eseménysorozat során június 13-15. között a bizottságok üléseztek, és azt követően, június 16-17-én került sor az ún. „Global Seminar”-ra, valamint a szeminárium második napjával párhuzamosan a Field Testing Volunteers Workshopra. A hét eseményein közel 300 fő vett részt: felügyeleti vezetők (köztük Zhou Yanli, a kínai biztosításfelügyelet elnökhelyettese, Gabriel Bernardino, az EIOPA elnöke, az EIOPA Felügyeleti Tanácsának számos tagja) és szakértők mellett nagy biztosítói csoportok (AIG, Allianz AG, Aviva PLC, Metlife, Prudential PLC, Swiss RE) és nemzetközi szakmai szervezetek és szövetségek (mint például The Geneva Association, Toronto Centre, World Federation of Insurance Intermediaries) képviselői.

A *bizottsági ülészak* három napján a négy főbizottság – időrendben az Implementation Committee (IC), a Financial Stability and Technical Committee (FSTC), az Executive Committee (ExCo) és a Budget Committee –, valamint a Signatories Working Group, a Joint G-SII Methodology and NTNI Task Force és az Audit and Risk Committee ülésezett. A bizottsági üléseken a tagok aktív részvételének köszönhetően számos részletes szakmai vita zajlott, és több fontos döntés is született. A standardalkotási munka újabb mérföldköveként az FSTC a budapesti ülésen fogadta el a biztosítási tőkestandard (Insurance Capital Standard – ICS) korábbi ICS 1.0 verziójának továbbfejlesztett változatát, és az IAIS, a többéves fejlesztési folyamat fontos lépéseként, július 19-én második nyilvános konzultációra bocsátotta. Az ICS 1.0 verziója egy standard módszerre koncentrál, emellett figyelembe veszi az ICS tőkekövetelmény számításának más módszereit is, amelyekkel a 2.0 verzió foglalkozni. A konzultációs anyag 230 kérdést tartalmaz, és október 19-ig lehet az azokkal kapcsolatos észrevételeket megküldeni.

Az FSTC elfogadta az Application Paper on Approaches to Supervising the Conduct of Intermediaries c. anyagot is, amelyet az ExCo jóváhagyásával nem sokkal az ülészak után szintén nyilvános konzultációra bocsátottak. A dokumentumban az IAIS kitér a biztosításközvetítés kulcsszerepére, az ahhoz kapcsolódó fogyasztóvédelmi elvárásokra, bemutatja a közvetítők típusait, ismerteti a közvetítők felügyelésének

különböző megközelítéseit, valamint a jó üzletvezetést elősegítő felügyeleti követelményeket.

Az immár kilencedik alkalommal megrendezett ún. *Global Seminar* során az érdeklődő nyilvánosság, az IAIS tagjai mellett a nagy biztosítótársaságok, biztosítók szövetségeinek képviselői átfogó tájékoztatást kaptak az IAIS-ben folyó standardalkotási munkáról, illetve eszmét cserélhettek a szektort foglalkoztató néhány aktuális kérdéssről. A szemináriumot a házigazda nevében Nagy Koppány, az MNB-nek a biztosítók, pénztárak és közvetítők felügyeletéért felelős igazgatóságának igazgatója nyitotta meg. Az előadók, illetve a panelbeszélgetések résztvevői között felügyeleti vezetők mellett néhány nagy nemzetközi biztosítótársaság és szakmai támogató (Access to Insurance = A2ii), valamint tudományos szervezet (The Geneva Association) képviselője is szerepelt. A szemináriumot videóra rögzítették, és hamarosan elérhető lesz az IAIS honlapján. A résztvevők több mint fele az érdekeltektől került ki.

A szeminárium programján az egyik legnagyobb érdeklődésre számot tartó panel *a globális tőkestandardok és a biztosítási tőkestandard (ICS) kidolgozásának jelenlegi állásáról* számolt be. Az IAIS 2013-ban felhívta a figyelmet, hogy a pénzügyi stabilitás elősegítése és a biztosítottak védelme érdekében elengedhetetlen egy stabil tőke- és felügyeleti keretrendszer létrehozása a biztosítási szektor számára. Ennek fényében kezdte meg egy kockázatalapú globális biztosítási tőkestandard (ICS) kidolgozását, amely első változatának elfogadása 2017 közepére várható. A második változat tervezett elfogadásai határideje 2019 vége. Az ICS a ComFrame² részét képezi, amelynek része ezen kívül a 2014-ben, illetve 2015-ben elfogadott és a Financial Stability Board által is jóváhagyott BCR (Basic Capital Requirement) és HLA (Higher Loss Absorbency) követelmény. Az ebben a panelban bemutatott munka kulcsfontosságú része a tőkestandard elemeinek tesztelése, ami nagy biztosítói csoportok önkéntes részvételével történik – ehhez kapcsolódott a szeminárium második napjával párhuzamosan megrendezésre került Field Testing Volunteers Workshop.

A G-SIIs – az értékelés és kiválasztás folyamata c. panel során német, szingapúri és amerikai felügyeleti vezetők mutatták be és vitatták meg az AXA csoport és a Metlife vezető munkatársával a globális rendszer szempontból fontos biztosítók értékelésének és kiválasztásának folyamatát, az IAIS-nek ebben játszott szerepét, az értékelés módszertana legutóbbi felülvizsgálatának eredményeit és olyan kritikus kérdéseket, mint a nem-hagyományos, nem-biztosítási tevékenység (non-traditional,

² Az IAIS a biztosításfelügyelési standardalkotó tevékenysége során az Insurance Core Principles (ICPs) több generációját dolgozta ki. A jelenleg hatályban lévő ICP-k a biztosításfelügyelettel szembeni globális elvárásokat fogalmazzák meg. Az egyedi intézmények felügyelésére vonatkozó elvárások megfogalmazását követően az IAIS standardalkotó tevékenysége magasabb szintre lépett. Standardalkotási tevékenysége hangsúlyozottan csoportszemléletű: a nemzetközileg aktív biztosítói csoportok felügyelésének keretrendszerére (Common Framework for the Supervision of Internationally Active Insurance Groups = ComFrame (for IAIGs)) koncentráll, ezen belül is kiemelten foglalkozik a rendszerszempontból jelentős biztosítói csoportok felügyelésével (G-SIIs).

non-insurance – NTNI) figyelembe vétele. A vita során kitértek a kockázatkezelési eszközök és egyéb tényezők számszerűsítésére is, amelyekkel csökkenthető a rendszerszintű kockázat, illetve amelyek hozzájárulhatnak a rendszerszintű kockázathoz.

Az immár hagyományos *ExCo-dialógus* keretében az érdekelti kör három fő témakörben fejtette ki véleményét az IAIS prioritásairól: pénzügyi stabilitás és helyreállítás/szanálás, standardalkotás és implementálás, az IAIS működése és az érdekelti kör bevonása. Az érdekelti kör egyetértett az IAIS-nek ezeken a területeken folytatott munkájával, értékelte, hogy az évente több alkalommal az ülészakokhoz kapcsolódóan tartott *ExCo-dialógusok* során módja van eszmét cserélni az *ExCo*-val. Ugyanakkor felvetette, hogy igényt tartana arra, hogy ne csak a nyilvános konzultációk során, hanem már a standardalkotás korai szakaszában kifejtthesse véleményét.

A biztosítási alapelvek (ICPs) értékelése mint első lépés című panel résztvevői megállapították, hogy az értékelés kritikus lépés a felügyeleti gyakorlatok továbbfejlesztésében a biztosítási alapelvek sikeres implementálásán keresztül. Felhívták a figyelmet az eddig az IAIS által lefolytatott tematikus vizsgálatok legfontosabb megállapításaira és tanulságaira, és rávilágítottak az értékelések jelentőségére az alapelvek elterjesztésének és megértésének érdekében teendő lépések meghatározásában.

A Kiberkockázat és kiberbiztosítás c. panel keretében folytatott beszélgetés bemutatta a kiberbiztosítás piacát, rávilágított a kapcsolódó kockázatok jellegére és sokféleségére, és beszámolt arról, hogy a Financial Crime Task Force egy, a témával foglalkozó összefoglaló tényfeltáró anyag elkészítésén dolgozik.

A üzleti magatartás felügyelésének kérdéseivel foglalkozó panelban amerikai, kanadai, afrikai és európai felügyeleti vezetők cseréltek eszmét arról, hogyan reagálnak a piacmagatartás-felügyelők az újfajta kockázatokra.

A Distinguished fellows kerekasztal keretében a felügyelési területről távozott, az IAIS-ért korábban sokat tett kitüntetett szakértők cseréltek eszmét az IAIS tevékenységéről. A beszélgetés résztvevői közt ott volt Monica Mächler, a svájci pénzügyi felügyelet igazgatóságának volt alelnöke, a ComFrame projekt útjára indítója is. A panel tagjai most már bizonyos távolságból szemlélik a standardfejlesztési munkát, amelynek korábban aktív részesei voltak, így mind elismerésük, mind kritikai megjegyzéseik kellően objektívak és ezért különösen hasznosak a további munka szempontjából.

A szeminárium második napjával párhuzamosan került megrendezésre a nemzetközileg aktív biztosítói csoportokra (Internationally Active Insurance Groups) alkalmazandó készülő *biztosítási tőkestandard* (ICS) tesztelését célzó *workshop*. A workshop szigorúan zártkörű volt, kizárólag a tesztelést önkéntesen vállalt biztosítói csoportok képviselői vehettek rajta részt.

Mind az IAIS képviselői, mind a résztvevők nagyra értékelték a magyar vendéglátást és szervezést, valamint mindazt, amit az MNB mint házigazda nyújtott. A főtitkár-helyettes úgy nyilatkozott, hogy Magyarország ugyancsak magasra tette a mércét a következő ülészak szervezői számára, és a főtitkár is elismerésének adott hangot az eseménysorozatot követően küldött köszönőlevelében. A rendezvény elsődleges célján túl a Magyarországról alkotott pozitív kép építését is kiválóan szolgálta.

Fókuszban a pénzügyi szolgáltatók – Beszámoló a II. Szolgáltatásmarketing konferenciáról*

Zsótér Boglárka

A II. Szolgáltatásmarketing konferenciát, amelynek fókuszában a pénzügyi szolgáltatók és szolgáltatások álltak, 2016. május 19-én tartották a Budapesti Corvinus Egyetemen, a Marketing és Média Intézet szervezésében. A felépítést illetően fontos kiemelni, hogy minden témának volt tudományos és gyakorlati előadója is. Képviseletet magától az OTP Mobil, az LP Solutions, az OTP Bank, az ERSTE Bank, a CIB Bank, valamint az SOS Gyermekfalu is. Az előadások alapját képező tanulmányokat Kenesei Zsófia szerkesztette kötetbe.

Az eseményt Szántó Zoltán oktatási rektorhelyettes nyitotta meg. A nyitóelőadást *Tina Harrison*, a University of Edinburgh Business School professzora tartotta *The Grand Challenges for Financial Services and Consumers; Implications for Research* címmel, amelyben kiemelte a pénzügyi szolgáltatások speciális jellegét, valamint azt, hogy a fogyasztók mindennapi életének markáns részét képezik, így a téma kutatása és szakértői vizsgálata folyamatosan kihívások elé néz. Ez a helyzet csak fokozódott a gazdasági világválság után. A négy nagy kihívás, amelyre Tina Harrison felhívta a hallgatóság figyelmét, a következő: a bizalom újraépítése és fenntartása; a felhasználói élmény fokozása a digitális technológia használatával; a fogyasztók képességeinek, önbizalmának és tudásának javítása; hozzáférés biztosítása az alapvető pénzügyi szolgáltatásokhoz. A pénzügyi szocializációt, a pénzügyi szolgáltatókba vetett bizalom kérdését, valamint a pénzügyi kultúrát és annak meghatározó elemeit kiemelten fontos kutatási területként aposztrofálta. Előadásával széles keretbe foglalta az utána következő hat témakör gondolati ívét.

Kemény Ildikó előadása a digitális vonalon kapcsolódott leginkább a nyitó előadás-hoz. Prezentációjában az online banki szolgáltatások példáján mutatta be a *szolgáltatásminőség, elégedettség és szájreklám kapcsolatát*. A folyamatosan változó környezet okozta kihívásokat emelte ki, és az arra adott fogyasztói és szolgáltatói válaszokat. A magyarországi fogyasztói viselkedés megértése szempontjából fontos aspektus az elégedettség vizsgálata, amelyet primer kutatás és gyakorlati tapasztalat

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Zsótér Boglárka egyetemi tanársegéd a Budapesti Corvinus Egyetem Marketing és Média Intézetében. E-mail: boglarka.zsoter@uni-corvinus.hu.

mentén mutatott be. Az online banki szolgáltatások vásárlása esetén mérhető négy fő minőségdimenzió a következő: a felhasználói fiók létrehozásának minősége, a rendszerkezelés felhasználhatósága, biztonság, az ügyfélszolgálat. Mivel a vizsgált mintában a biztonság és az ügyfélszolgálat tekintetében alacsony a fogyasztói tapasztalat, a jövőben mindenképpen érdemes további kutatásokat végezni ezeken a területeken.

Kolos Krisztina, Kenesei Zsófia és Szilvai Zsolt előadásukban a *szolgáltatóvállalatok panaszkezelési gyakorlatát* helyezték a középpontba. Azt vizsgálták, hogy a vállalatok panaszkezelési gyakorlata miként befolyásolja a fogyasztók elégedettségét és további magatartását. A disztributív igazságosság egy kevésbé kutatott terület, különösen azt kérdést emelték ki, hogy az anyagi kompenzáció mértékét és típusát milyen szempontok szerint kell kialakítani. Az elégedettség mellett az emóciók vizsgálatának is kiemelt szerepe lehet, amely közvetíthet az igazságérzékelés és az elégedettség között. Feltételezhető, hogy egyes kompenzációs típusok erősebb érzelmi reakciókat váltanak ki a fogyasztókból, és ezáltal meghatározzák az elégedettségüket és viselkedésüket.

Zsótér Boglárka és Bauer András előadása az *intézményi bizalom* témakörére épült. Kutatásukban azt vizsgálták, hogy a pénzügyi szolgáltatókhoz kapcsolódó intézményi bizalom milyen mértékű az egyetemi hallgatók és szüleik körében, s megfigyelhető-e valamilyen jellegzetes befolyásoló tényező a szülői intergenerációs hatást illetően. Mindkét csoportban jellemző az intézményi bizalom alacsony szintje. A legalacsonyabb értéket a szülők körében a bankok és biztosítók szerződéses teljesítésére vonatkozóan kapták. A szülők gyakran nem is beszélnek gyermekeikkel pénzügyi kérdésekről, magas a laissez-faire (ráhagyó) kommunikációs stílus aránya. Eredményeik alapján kiemelték, hogy az apa-fiú relációban a legerősebb a bizalommal kapcsolatos attitűdök átadása a családban, és a szülők hatása egyenes arányban csökken a pénzügyi önállósodás növekedésével. A kommunikáció hiánya, valamint a fokozódó önállósodás teret enged a pénzügyi intézmények szolgáltatásai és/vagy oktatási tevékenysége számára.

Hubert József előadása ismét a digitális média irányába kalauzolta a hallgatóságot, ugyanis arról beszélt, miként alakítja át a web 2.0 az *impulzusadományozás gyakorlatát*. A jótékonyági szervezetek az internet adta lehetőségek mentén számos olyan eszközhöz férnek hozzá, amelyek alkalmazása révén korábban nem tapasztalt lehetőségek tárháza nyílik meg számukra, például az emberek megszólítására vagy adománygyűjtő kampányok lebonyolítására. A közösségi médiafelületeken egészen eltérő motivációból és másként adományoznak az emberek, mint a hagyományos csatornákon. Empirikus kutatásának eredményei rámutatnak arra, hogy a társadalmi ügyek iránt érzékenyebb csoport jobban teljesít a már látott közösségimédia-posztok felidézésében, tudja azonosítani a látott tartalmakat. További érdekes vizsgálati

téma, hogy az ügyvel való azonosulás milyen módon befolyásolja a szervezetek marketingkampányának hatékonyságát.

Agárdi Irma, Bacsek Péter és Gyulavári Tamás előadásuk témájával visszakanyarodtak a szolgáltatói oldalhoz, hiszen a *bank- és biztosítási szektor CRM-trendjeit*¹ mutatták be. A stratégiafejlesztési folyamat, az értékesítési folyamat, a csatorna-menedzsment és a teljesítményértékelés, valamint az ezeket átfogó információ-menedzsment mentén vizsgálták a pénzügyi szolgáltatók CRM-rendszereit. További vizsgálati szempont volt a CRM-funkció erősödése a vállalaton belül, amelynek négy fázisát különböztették meg: rendelkezésre álló CRM-kompetenciák; elköteleződés a CRM-fejlesztések iránt; folyamatok integrálódása a CRM mentén; dedikált CRM-felelős megléte a vállalatnál. Számos esetben megfigyelhető a CRM vállalati versenyképességre gyakorolt pozitív hatása, ugyanakkor vannak példák a teljes sikertelenségre is. Mindenképpen fontos kiemelni, hogy a CRM-stratégia sikeres megvalósítása – integráló jellegéből adódóan – túlmutat a marketingfunkció feladatain, és nagyon sok szervezeti kihívást támaszt a felsővezetés számára, mint például a vállalati kultúra, szervezeti felépítés, az egész vállalatot átfogó folyamatmenedzsment stb.

A konferencia záró előadását *Kenesei Zsófia* tartotta a *szolgáltatások tervezésének új kihívásairól*, kiemelve a service experience design, azaz vevői élményt. Azok az üzleti vállalkozások, amelyek a vevői élményt helyezik a középpontba, összességében magasabb észlelt vevői értéket és ezáltal nyereségesebb működést érhetnek el. A vevői élmény egy holisztikus fogalom, amely a hatások szinergikus megtervezésére helyezi a hangsúlyt. Ahhoz, hogy a gyakorlatban egy szolgáltatóvállalat magas szintű vevői élményt tudjon nyújtani, szükséges látni a fogyasztói utazást (customer journey), és definiálni a szolgáltatási folyamat minden egyes elemét, és minden egyes érintkezési pontot, ahol a fogyasztó számára jelzést ad. A pénzügyi szolgáltatási folyamatokban több kiemelkedő pillanat is lehet, és ezek mindegyike befolyásolja a végső elégedettséget.

A tudományos előadásokhoz minden esetben tartozott egy vállalati előadó, aki gyakorlati szempontokkal egészítette ki a bemutatott eredményeket. A konferencia ezáltal hozzájárult a tudományos és vállalati szempontok egy platformon való megjelenítéséhez, ami még inkább segített a pénzügyi szolgáltatások legfontosabb aspektusainak megértésében.

¹ CRM: Customer Relationship Management (ügyfélkapcsolat-kezelés)

TISZTELT (LEENDŐ) SZERZŐINK!

Kérjük, hogy a kéziratukat a következő előírások szerint nyújtsák be:

- Folyóiratunkban a tanulmányok átlagos hossza 1 ív (40 000 leütés szóközzel), ettől legfeljebb ± 50 százalékkal lehet eltérni. A kéziratokat magyar és/vagy angol nyelven is el lehet küldeni.
- A tanulmányok minden esetben körülbelül 800–1000 karakteres tartalmi összefoglalóval kezdődnek, amelyben a főbb hipotéziseket és állításokat kell ismertetni.
- Az összefoglalót követő lábjegyzet tartalmazza a tanulmány elkészítésével kapcsolatos információkat és köszönetnyilvánításokat. Ezután következik a szerző foglalkozása (beosztása), munkahelye és e-mail címe magyar és angol nyelven is.
- Az összefoglalót követően kérjük megjelölni a tanulmány JEL-kódját (minimum három szükséges).
- A főszöveg legyen jól strukturált. A fejezetek élén vastag betűs címek álljanak!
- A tanulmánynak minden esetben tartalmaznia kell a hivatkozási listát a szerzők teljes nevével (külföldiek esetében elegendő a keresztnév monogramja), a megjelenés évszámával, a mű pontos címével, kiadójával, kiadási helyével, illetve a folyóirat pontos címével, évszámával, kötetszámával, oldalszámmal. A szövegben elegendő a vezetéknevvel, évszámmal és oldalszámmal hivatkozni. Szó szerinti hivatkozás esetén az oldalszám feltüntetése nélkülözhetetlen.
- A táblázatokat és az ábrákat a tanulmányban folyamatosan kell számozni (a számozás az új alfejezetekben, alpontokban nem kezdődik újra). Mindegyik táblázatnak és ábrának címet kell adni, és a bennük szereplő mennyiségi értékek mértékegységét fel kell tüntetni. A táblázatokat és az ábrákat a Word és az Excel program segítségével el kell készíteni magyar és angol nyelven is. A táblázathoz és az ábrához tartozó megjegyzéseket és az adatok forrását közvetlenül a táblázat alatt kell elhelyezni.
- A képleteket a jobb oldalon, zárójelben folyamatosan kérjük számozni (tehát az egyes alfejezetekben ne kezdődjön újra a számozás).
- Fel kívánjuk hívni továbbá a szerzőink figyelmét, hogy csak olyan kéziratot küldjenek, amelyet más szerkesztőségnek egyidejűleg nem nyújtottak be közlésre. A tanulmányt minden esetben két független, anonim lektor bírálja el.
- A tanulmányokat e-mailben kérjük eljuttatni a szerkesztőségbe Word for Windows formátumban. A közölni kívánt ábrákat és táblázatokat Excel-fájlban is kérjük magyar és angol nyelven.
- Kérjük, hogy a további szerkesztési szabályokkal kapcsolatosan tájékozódjanak az alábbi oldalon: <http://www.hitelintezetiszemle.hu/letoltes/szerzoi-utmutato.pdf>

Köszönettel:

A Hitelintézeti Szemle szerkesztősége
1054 Budapest, Szabadság tér 9.
Tel.: 06-1-428-2600
E-mail: szemle@hitelintezetiszemle.hu



Hitelintézeti Szemle