

*Parragh Bianka–Végh Richárd*

# Megújuló állam – megújuló tőkepiac<sup>1</sup>

*A gazdaságösztönzés új dimenziói*

**Renewing State – Renewing Capital Market**

*New Dimensions of Economic Stimulus*



## *Összefoglalás*

A 2010-es gazdaságpolitikai fordulattal megteremtődtek a gazdasági növekedés új építőkövei. A fejlesztő állami szemlélethez növekedésfókuszú gazdaságpolitikai értékrend társult, mely 2013-tól dinamikus növekedési pályára állította a magyar gazdaságot. Jóllehet, a hazai tőkepiac éveken át nem töltötte be azt a szerepét, hogy érdemben szélesítse a vállalkozások finanszírozási és tőkebevonási mozgásterét, lehetőséget adva a lakosságnak a reálgazdaság növekedéséből való részesülésre. A Budapesti Értéktőzsde 2015. decemberi többségi nemzeti tulajdonba kerülésével lehetővé vált egy olyan átfogó tőkepiac-fejlesztési stratégia megalkotása, mely eredményeképpen a tőkeági forrásbevonás szerepe növekedhet a sikeres és versenyképes hazai vállalatok finanszírozásában, hatékonyan kiegészítve a jelenleg túlsúlyban lévő banki hitelezést. Tanulmányunkban az aktívan támogató és fejlesztő állami szemlélet tőkepiacra gyakorolt hatásait elemezzük, mely során a 2016 és 2020 közötti tőkepiac-fejlesztési stratégia félidejéhez érve, a tőzsdfejlesztés eredményeit tekintjük át, majd kitekintést adunk a következő időszak feladatairól.

---

DR. PARRAGH BIANKA, PhD, a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsának tagja, egyetemi adjunktus, Óbuda Egyetem, tudományos munkatárs, Nemzeti Közzolgálati Egyetem Közpénzügyi Kutatóintézet (parraghb@mnb.hu), VÉGH RICHÁRD elnök-vezérigazgató, Budapesti Értéktőzsde (veghr@bse.hu).

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** E52, E58, G18, H54, O16

**Kulcsszavak:** monetáris politika, gazdaságpolitika, tőkepiac, jegybanki szerepvállalás, versenyképesség

*Summary*

In 2010 a paradigm shift in economic policy has paved the way for the creation of new building blocks for economic growth. A growth driven economic policy was complemented by a development focused governmental policy. As a result, the Hungarian economy has been on a dynamic growth path since 2013. Nevertheless, the role of capital markets in providing the corporate sector with access to finance and households with investment opportunities has been limited. Ownership change and the resulting Hungarian majority ownership structure of the Budapest Stock Exchange made the creation of a new capital market development strategy feasible. This is aimed at increasing the role of capital markets to foster growth and competitiveness of the Hungarian economy, augmenting the currently dominant bank financing of the corporate sector. In our study we review the impact of governmental development policies, evaluate the mid-term results of the BSE's 2016-2020 strategy, and explore upcoming tasks and challenges.

**Journal of Economic Literature (JEL) codes:** E52, E58, G18, H54, O16

**Keywords:** monetary policy, economic policy, capital market, economic incentive, competitiveness

---

## BEVEZETÉS

Visszatekintve az elmúlt három évtizedre, több gazdaságtörténeti mérföldkő is azonosítható a hazai vállalkozói kör fejlődéstörténetében. A gazdasági szereplők három fő csoportja, a vállalatok, háztartások s kiemelten az állam mint különleges gazdasági szereplő nemzetgazdasági versenyképességhez való hozzájárulása és a mindenkor makrogazdasági folyamatok alakulásában játszott szerepe rendszerszemléleten alapuló megközelítést kíván. A kiszámítható és stabil állami szerepvállalás, a gazdaság igényeit értő és figyelembe vevő gazdaságpolitika, illetve intézményrendszer, a szabályozói és felügyeleti környezet, a gazdaságösztönző és vállalkozásbarát kormányzati politika alapvető fontosságú pillérek Magyarország versenyképessége szempontjából. Versenyképes hazai gazdaság elképzelhetetlen versenyképes vállalatok nélkül, mint ahogy versenyképes vállalatok sem léteznek megfelelő finanszírozási háttér, valamint termékeiket és szolgáltatásaikat megvásárló ügyfelek nélkül. Bármely iparágat vagy ágazatot tekintjük példaként, egy vállalati sikertörténet aligha valósulhatott volna meg a szükséges összetételben és feltételrendszerrel rendelkezésre álló erőforrások nélkül. Egy gazdaság teljesítőképességének fokozásához nagymértékben hozzájárulhat a gazdaságpolitikai ágak szintjén is megvalósuló, összehangolt gazdaságfejlesztési eszközök célzott alkalmazása.

Tanulmányunkban a hazai gazdaságösztönzés kiemelt eszközeként tekintünk a tőkepiac fejlesztésére, azon belül is a tőzsdefejlesztésre. Miután azonosítottuk a hazai tőkepiac elmúlt évtizedeken átívelő gazdaságtörténeti mérföldköveit, rendszerezük az állami és jegybanki szerepvállalás részvénytőkepiac működésére gyakorolt hatásait. A kínálat és kereslet összefüggésrendszerében megvizsgáljuk a vállalatok tőkeági finanszírozásban rejlő lehetőségeit, számba véve a tőkepiacfejlesztés hozadékait és kihívásait.

#### A TŐKEPIACOK ÉS A TŐZSDE GAZDASÁGBAN BETÖLTÖTT SZEREPE

A pénzügyi közvetítésnek, azon belül is a tőkepiacoknak kiemelt szerepük van a gazdasági növekedésben. A tőzsde a vállalatok számára történő tőkeági finanszírozás biztosításával a modern piacgazdaság egyik motorjává válhat, megteremtve a gazdaság hosszú távú növekedéséhez szükséges tőkepiaci környezetet, melynek egyik építőköve a piaci szereplők együttműködése és érdekközössége lehet. Gazdaságtörténeti visszatekintésben a 17. századi pénzpiacok kialakulásához és tőkefelhalmozáshoz kapcsolódó számos tanulmány szerint az ipari forradalom idején a technológia fejlődése mellett a tőkeáramlás felgyorsulása nagy szerepet játszott az akkori világ teljes megváltoztatásában.<sup>2</sup> Ez az állítás máig is helytállónak tekinthető, és az egyre fejlődő technikai újítások mellett a tőke minél hatékonyabb allokációja jelenti a növekedés motorját az egyes nemzetgazdaságok számára.

A hazai tőkepiac és ezen belül a tőzsde intézménye több mint 150 éves, melyben a magyar tőzsde története 1864-ig nyúlik vissza.<sup>3</sup> A Budapesti Áru- és Értéktőzsde (BÁÉT) 80 éven át Európa egyik vezető tőzsdéjeként működött,<sup>4</sup> megőrizve a két világháború idején is kiemelkedő gazdasági szerepét, jóllehet a nemzetközi trendekkel összhangban, az 1929-es gazdasági világválság hosszan, a harmincas évek végéig éreztette hatását Magyarországon.<sup>5</sup> A magyar ipar államosításával, 1948. május 25-én a kormány hivatalosan is feloszlatta a Budapesti Áru- és Értéktőzsdét.<sup>6</sup> A tőkepiac e meghatározó szereplője ezzel évtizedekre kiesett a pénzügyi közvetítőrendszerből.

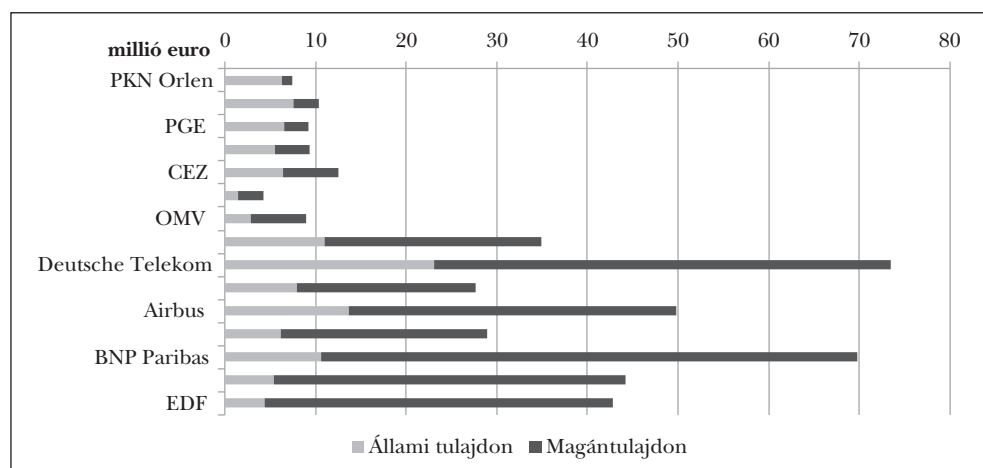
1990. június 21-én a tőzsde újra megnyitotta kapuit, szorosan kapcsolódva az ország rendszerváltás utáni új (gazdaság)történeti korszakához.<sup>7</sup> A kilencvenes évek eleji időszakra tehető az állami tulajdonú vállalatok fejlődése szempontjából meghatározó tőzsdei bevezetések is. A régióban elsők között történt meg az állami vállalatok tőzsdére vitele.<sup>8</sup> A tőzsde kapitalizációja a kétezres évek elején a GDP 30 százalékát is elérte.<sup>9</sup> Így a tőzsdének jelentős szerep jutott a hazai nagyobb vállalatok privatizációjában, hiszen a tőzsdei tranzakciók 40 százalékot meghaladó mértékben járultak hozzá a privatizációs bevételekhez. A privatizált állami vállalatok az uniós csatlakozás idejére a BÉT összforalmának 95-96 százalékát adták, részesedésük a tőzsdei kapitalizációban elérte a 90 százalékot (Korányi–Szeles, 2005:91–94). A költségvetés azonnali finanszírozási igényét és a rövid távon elérhető bevétel maximalizálását szem előtt tartva, a privatizáció Magyarországon inkább a szakmai befektetőnek egyben történő értékesítés útján haladt: a több ezer állami cég közül nagyságrendileg 30 jelent meg a BÉT-en. A későbbi tapasztalatok megmutatták, hogy a lépcsőzetes, egyre magasabb árakon történő tőzsdei értékesítések segítségével végül nagyobb bevételhez jutott az állam, mintha az első értékesítés időpontjában szakmai befektetőnek egyben értékesítette volna, a tőzsdei árhoz képest akár

30%-os kontrollprémium elérése mellett. A Budapesti Értéktőzsde szempontjából még ezzel együtt is meghatározó volt az a néhány, tőzsdén privatizált nagyobb vállalat – előbb a nemzeti bajnokok,<sup>10</sup> később már régiós szinten is jelentős cégcsoportok –, melyek ma is a forgalom és kapitalizáció szempontjából meghatározó blue chip részvényeket adják.

Az állami vállalatok részbeni tőzsdei jelenlétére számos országban találhatunk példát. A hagyományosan erős állami szektorral rendelkező Franciaországban és Németországban, valamint Lengyelországban forognak nagyobb arányban állami vállalatok papírai a tőzsdén.

1. ábra: Állami tulajdonú vállalatok európai tőzsdéken és a piaci kapitalizáció szintje

Név	Ország	Szektor	Állami tulajdon
PKN Orlen	Lengyelország	Olaj	85%
PKO	Lengyelország	Bank	72%
PGE	Lengyelország	Villamosenergia	71%
PGNiG	Lengyelország	Olaj/gáz	58%
CEZ	Csehország	Energia	51%
Telekom Austria	Ausztria	Telekommunikáció	34%
OMV	Ausztria	Olaj	32%
Deutsche Post	Németország	Posta	32%
Deutsche Telekom	Németország	Telekommunikáció	31%
Swisscom	Svájc	Telekommunikáció	28%
Airbus	Franciaország	Repülőgépgyártás	28%
Renault	Franciaország	Autóipar	21%
BNP Paribas	Franciaország	Bank	15%
GDF Suez	Franciaország	Energia, gáz	12%
EDF	Franciaország	Villamosenergia	10%



Forrás: MNB-gyűjtés a tőzsdék honlapjáról, 2016

A tőzsdfejlesztés ezen szakaszában mindemellett több innovatív fejlesztés is megvalósult, többek között bevezették az opciós és határidős kereskedést, valamint a KELER<sup>11</sup> közreműködésével az elszámolás biztonságát megalapozó központi szerződő fél szolgáltatást.

A fejlődést a 2008-as válság érdemben megtörte. A részvénypiaci forgalom azóta sem érte el a válság előtti szintet, az új kibocsátások elmaradtak. Így a tőzsde gazdaságban betöltött szerepe a válság következtében erőteljesen csökkent.

A tőzsdfejlesztés legújabb szakasza a Magyar Nemzeti Bank 2015. év végi tulajdonossá válásával vette kezdetét. Visszatekintve, a tőzsde modern kori története során a tulajdonosi szempontok többször is változtak. A BÉT alapításakor a tagok lettek egyben a tulajdonosok is, a tulajdonosi és a kereskedői szempontok ennek megfelelően nem különültek el, és a profitorientált működés mint cél sem merült fel. Ezt az állapotot a demutualizáció (a két szerepkör szétválasztása) folyamata változtatta meg, melynek eredményeként a BÉT 2002-ben részvénytársasággá alakult.

A 2004-es tulajdonosi átrendeződés következtében – mely során a WBAG vezetésével, osztrák bankok részvételével szerveződött konzorcium szerzett 68%-os tulajdonrészt, majd 2008-ban újabb átrendeződés után a bécsi tőzsde lett a többségi tulajdonos – két fő cél adta a tulajdonos motivációját: egyrészt a WBAG regionális vezető szerepének támogatása, másrészt a pénzügyi eredmény maximalizálása.

A Magyar Nemzeti Bank 2015-ös tulajdonszerzését követően ez megváltozott, a nyers profitelvárásokkal szemben előtérbe került a hazai tőkepiac fejlesztésének szándéka, mely szükségszerűen aktív szerepvállalást igényel. A Magyar Nemzeti Bank többségi tulajdonossá válását ezen túlmenően nemzetközi kitekintésben is jellemző gazdaságstratégiai szempontok indokolják. A hosszú távú tulajdonosi szemlélet a tőzsdei működésben és kereskedésben bizalomteremtő hatással jár.

Mielőtt azonban részletesen kifejtjünk a tőkepiaci fejlesztés ezen szakaszát, a következő fejezetben a 2010. évi gazdaságpolitikai fordulattal kezdetét vevő, új értékrendre építő állami szemléletváltás gazdaságfejlesztési motivációit a pénzügyi-gazdasági válság összefüggésében elemezzük.

### *Előzmények és motivációk – másként a tőkepiacról*

A magyar gazdaság a 2010-től végrehajtott fiskális, majd a 2013-tól kezdődően végrehajtott monetáris politikai fordulattal olyan gazdasági növekedés alapjait fektette le, mely a makrogazdasági egyensúly és stabilizáció mellett a fenntartható növekedésre és versenyképességre fókuszál. Azonban nem szabad elfelejtenünk, mely összetevők, ország-specifikus jellemzők<sup>12</sup> miatt érintette különösen hátrányosan Magyarországot a 2008-as pénzügyi-gazdasági válság, s melyek következtében kényszerült hazánk a fenntarthatatlanná vált – adósságból finanszírozott – növekedési modell módosítására. A magyar gazdaság erősödésével összefüggésben elért eredményeket a pénz- és tőkepiac, továbbá a nemzetközi szervezetek és nagyobb hitelminősítők is elismerik, mégis további erőfeszítések szükségesek a versenyképesség magasabb szintjének eléréséhez és fenntartásához.<sup>13</sup> A tőke- és részvénypiac jó teljesítménye, illetve a kedvező befektetési környezet szorosan

összefüggnek a magyar gazdaság jó teljesítményével. A piaci szereplők együttműködésére építő tőkepiaci ökoszisztéma létrejöttével hozzájárulhat a nemzetgazdasági versenyképesség fokozásához, úgy a hazai nagyvállalatok, miképpen a kiemelt jelentőséggel bíró kis- és középvállalatok versenyképességének növeléséhez is. Egy hatékony és aktív tőkepiac, a vállalatok számára szélesebb körben elérhető finanszírozási lehetőségek biztosításán túl, nemzetgazdasági aspektusban sérülékenységsökkentő hatással is járhat. A 2010 utáni magyar gazdaságpolitika olyan magyar sajátosságokon alapuló, egyedi válságkezelési receptet követett, mely költségvetési értelemben a foglalkoztatásbővülést és növekedést szolgáló adóreformon, illetve strukturális átalakításokon, valamint a 2013-as monetáris politikai fordulaton alapuló, célzott monetáris politikai intézkedéseket jelentette, amelyek számos gazdaságpolitikai dimenzióban eredményt hoztak (Matolcsy–Palotai, 2018). A 2013-tól a monetáris politikai fordulattal lehetővé vált két fő gazdaságpolitikai ág – fiskális politika és monetáris politika – közötti összhang további eredmények elérésének adott teret, melyről Matolcsy és Palotai (2015) ok-okozati összefüggésben, a célok és azok teljesülésének vetületében értekeznek a kutatásukban.

Domokos szerint az állampolgárokkal, az üzleti szférával, a bankokkal és minden egyéb érintettel (stakeholderek) kooperatív kapcsolatot kiépíteni képes állam sikeresebb lehet, mint az, amely ezt nem tudja elérni (Domokos, 2017:16). Az állam és a piac közötti együttműködés kulcsfontosságú a hosszú távon fenntartható gazdasági fejlődéshez. Az állampénzügyek konszolidálása, az állam megerősítése és a stabil makrogazdasági fundamentumok a jól irányított állam összetevői, mivel csak egy hatékony és erős állam képes a magánszektorra tartós együttműködés felé terelni.

A válság előtti években Magyarországot fenntarthatatlan közpénzügyek, elhibázott költségvetési politika, illetve ebből adódóan gyenge gazdasági fundamentumok jellemezték. Ez szuboptimális állami működést jelentett, ahol az állam és a gazdasági szereplők közötti együttműködés alapjai érdemben sérültek (Kolozi–Lentner–Parragh, 2018). Kolozi és szerzőtársai szerint a 2010 óta megvalósult állampénzügyi megújulás lehetővé teszi a magyar állam és a gazdasági szereplők tartós kooperációját, ami megfelelő alapot teremthet a jól irányított állam kiépítésére, és arra a szemléletváltásra, ami a pozitív ösztönzőket aktívan alkalmazó, az érintettekkel partneri együttműködésre törekvő állami működéshez vezethet. Fontos e kérdéskörben hangsúlyozni, hogy míg a 2010-es állami modellváltás kényszerű változás igényén és megkerülhetetlenségén alapult, addig az elmúlt évek minőségi szempontból tettek lehetővé egy új típusú állami megújulást, ami immár a 2010-től elért eredmények beérésén alapul.

#### Monetáris transzmisszió és a tőzsde nemzeti tulajdonba kerülése

A jegybankok monetáris politikáért, pénzügyi stabilitásért felelős intézményekként működésük egyik kiemelt területének tekintik a tőkepiacok hatékonyságát. A tőkepiac fontos szerepet tölt be a monetáris politikai döntések transzmissziójának minél teljesebb érvényesülésében, melynek keretében a Magyar Nemzeti Bank a hazai tőkepiac fejlesztése, a befektetői bázis szélesítése és az eszközzárcsatorna transzmissziójának<sup>14</sup> javítása céljával növelte befolyását a Budapest Értéktőzsde Zrt.-ben.

A jegybank egyik kiemelt operatív célkitűzése, hogy megvalósítsa a monetáris politikai döntések hatékony transzmisszióját, ez ugyanis elengedhetetlen feltétele annak, hogy teljesüljenek a jegybanktvényben lefektetett célok, kiemelten az árstabilitás elérése és fenntartása. A monetáris politikai döntések transzmissziója azt jelenti, hogy a jegybank döntései reflektálódnak a piaci hozamokban és az eszközárakban, amiben a tőzsdének fontos szerepe van. A tőzsdék transzmissziós jelentőségét a globális jegybankok is felismerték, amit jól mutat, hogy több vezető jegybank is aktív vásárlóként jelent meg az értékpapírpiacokon monetáris politikai programok keretében, különös tekintettel a tőzsdékre (itt kiemelten releváns a japán jegybank gyakorlata, a Bank of Japan ugyanis a 2013-ban elindított mennyiségi és minőségi lazítási program keretében az állampapírok és vállalati kötvények mellett részvényeket is vásárol a tőzsdei kereskedésben<sup>15</sup>).

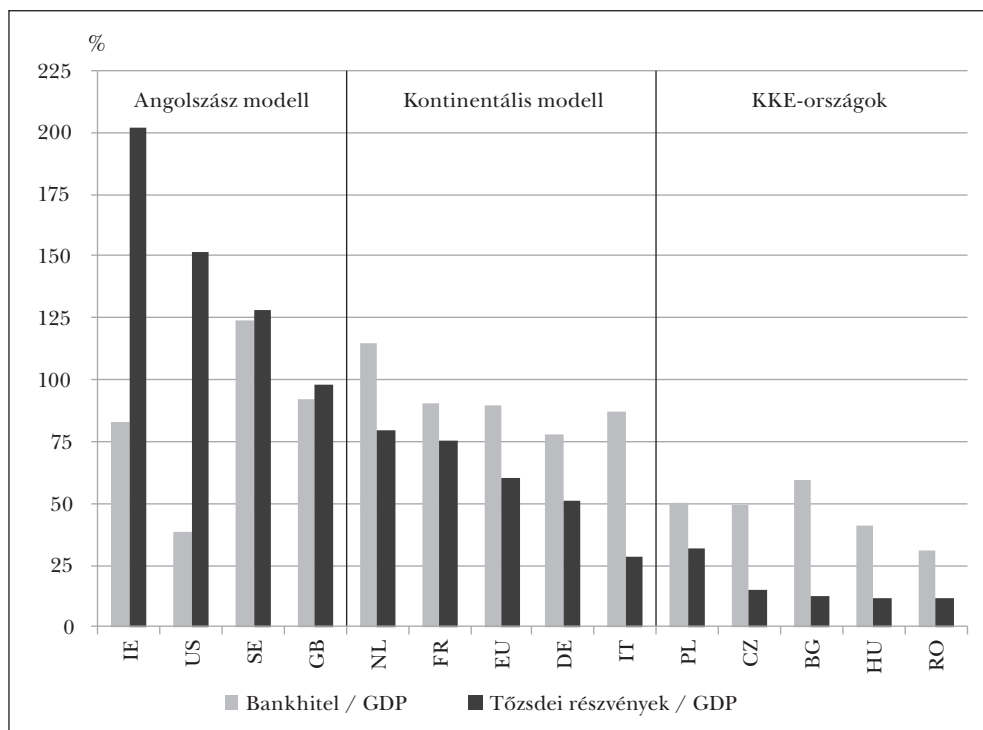
A Magyar Nemzeti Bank azt a stratégiát részesítette előnyben, hogy a tőzsde nemzeti tulajdonba vételével az értékpapírpiac fejlődését biztosítva támogatja a monetáris transzmissziót, abból az alapelvből kiindulva, hogy egy széles befektetői bázist elérő, fejlett és likvid tőkepiac egyértelműen javítja a transzmissziót, és ezzel elősegíti a monetáris politikai célok elérését is.

A Magyar Nemzeti Bank 2015 novemberében adásvételi szerződést kötött a Budapesti Értéktőzsdében 2004-től többségi osztrák részesedéssel, 68,8 százalékos tulajdonnal bíró CEESEG AG-vel és az Österreichische Kontrollbank AG-vel. Az állami szemléletváltás a tőkepiac új fejlesztési stratégiájában, mind a koncepció, mind a megtett lépések tekintetében tükröződött. A tulajdonrész-vásárlással újra nemzeti tulajdonba került a tőzsde, melyhez kapcsolódóan ismét fókuszba kerülhetett a Budapesti Értéktőzsde fejlesztése, ami egyben a tőkepiac-fejlesztés egyik alapköve. A tőzsde valós forrásszerzési csatornaként funkcionálhat a hazai vállalatok számára, hozzájárulva a gazdasági növekedéshez, munkahelyek teremtéséhez és az innovatív vállalatok hazai központú fejlődéséhez. A tőkepiacok a korábban kifejtett monetáris transzmisszió, illetve a diverzifikált vállalatfinanszírozás felé történő elmozdulás szempontjából meghatározók lehetnek, melyet a skandináv és angolszász országok példája mutat leginkább, míg a bankközpontú gazdaságokban – főleg az euroövezetben (kontinentális modell) – jellemzően alacsonyabb a tőkepiacok szerepe. Az egyes modellek közötti eltérést a bankközpontú, vagyis bankhitelre építő és a tőzsdei részvényeknek (piaci oldalnak) nagyobb szerepet adó vállalatfinanszírozási modellek szemléltetik (2. ábra).

A tőzsde nemzeti tulajdonba kerülése történelmi lehetőség, mely során a piaci szereplőkkel közös célkitűzések a korábbiaknál lényegesen nagyobb sikerrel lehetnek megvalósíthatók. A tulajdonosi szerkezet a következőképpen változott: Magyar Nemzeti Bank (81,35 százalék), KBC Securities Magyarországi Fióktelepe (5,20 százalék), Concorde Befektetési és Eszközkezelési Zrt. (4,17 százalék), OTP Bank Nyrt. (2,66 százalék).

A Magyar Nemzeti Bank aktív szerepvállalását az eddig említetteken túl további szempontok is indokolják, melyek nem választhatók el a hazai tőkepiacra hatással lévő legfontosabb trendektől. A főbb trendek a következőképpen foglalhatók össze:

2. ábra: Banki és tőzsdei finanszírozás



Forrás: Világbank

– versenyképességi fordulat, fenntartható felzárkózási célok megvalósítása (többek között demográfiai folyamatok és ezek kezelésére adott megoldások, hazai tőkés réteg megerősítése, nemzeti jólét növelése);

– EU-támogatások és források csökkenése;

– a banki finanszírozás gazdaságra gyakorolt hatása, összefüggései;

– a tőkepiaci unió törekvései a tőkepiac fejlesztése érdekében;<sup>16</sup>

– banki és tőzsdei finanszírozás egészséges, gazdasági növekedést támogató aránya tekintetében, nemzetközi kitekintésben tapasztalható jelentős eltérések.

A felsorolt okok alapján is kiemelt jelentőségű a tőkepiacok 2020-ig szóló fejlesztési stratégia szerinti megerősítése. Az európai uniós források mértékét befolyásoló, új uniós finanszírozási ciklus és finanszírozási alternatívák diverzifikációval való összefüggése szükségszerűen a piaci forrásokból történő finanszírozás új megközelítését igénylik. Mindebből következően a tőkepiaci finanszírozás elősegítése hozzájárulhat a versenyképesség fokozásához.

Fő célkitűzésként fogalmazódott meg, hogy a magyar tőzsde fejlesztésével olyan tőkepiac jöjjön létre, amely a vállalatok jelenleginél sokkal szélesebb körének teremt reális és elérhető finanszírozási alternatívát, így kiegészítheti a banki hitelezés növekedéstámogató hatását. A magyar tőkepiac 2016 előtt nem tudott a diverzifikált pénzügyi

közvetítőrendszer részeként a versenyképes gazdaság és fenntartható növekedés motorjává válni, továbbá nem vált a vállalatok banki finanszírozás melletti alternatívájává sem. A Magyar Nemzeti Bank beavatkozásának helyességét az elmúlt évek történései és az élet is igazolták.

Nagy (2015) szerint e körben az ösztönzők bevezetésével párhuzamosan, a befektetői oldalon kell élénkíteni a keresletet, az intézményi befektetői körtől egészen a lakossáig, melyhez ideális feltételrendszert kínál az alacsony hozamkörnyezet. A forgalmazói kör megerősítése is kulcsfontosságú. A tőzsde 2015-ben megválasztott elnökét idézve: „a feltárt pénzügyi szektorbeli visszaélések egyik tanulsága, hogy a befektetési szolgáltatók szabályozása és felügyelete megerősítésre szorul, és a jegybank által javasolt szabályrendszer erősítése fokozza a forgalmazói bizalmat” (Gyükeri, 2015).

Tehát alapvetően kevés IPO-val<sup>17</sup> és a GDP-hez mérten alacsony kapitalizációval volt jellemezhető a 2016 előtti tőkepiaci helyzet. Jóllehet, a kis- és középvállalatok esetében a jegybanki eszközök (pl. NHP) pozitív irányba tudták fordítani a folyamatokat, a tőkepiaci finanszírozás nem volt képes helyettesíteni a kieső hitel típusú finanszírozást, mely a magyarországi részvénytőkepiac 2008 és 2014 közötti folyamatos szűkülésében, a tőzsde szerepének mérséklődésében, az elsődleges kibocsátások számának (IPO) visszaesésében és a tőzsdei forgalom folyamatosan csökkenő tendenciájában egyaránt megmutatkozott.<sup>18</sup> E kedvezőtlen folyamatban mind az intézményi méretgazdaságosság, mind a kibocsátói elégtelenségek szerepet játszottak, mely okok és gátak oldása meghatározó jelentőséggel bír. A visszafogott hiteloldali és tőkepiaci finanszírozás miatt a monetáris transzmisszió hatékonysága szintén mérséklődött.

Banai és szerzőtársai kitérnek munkájukban a diverzifikált finanszírozási lehetőségek relevanciájára, miszerint a hitelállomány bővülése egy szint után már nem hat pozitívan a reálgazdaságra, 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 (Banai et al., 2016:79). Tanulmányukban olyan scoring rendszert dolgoztak ki, mely annak az elsősorban kkv-szektorban működő vállalati körnek a megtalálását célozta, amelynek érdemes lehet a tőzsdére lépést megfontolni. A tanulmányuk szerinti rangsorolás alapján a legjobb mintegy 300, lényegében tőzsdéképes vállalatok csoportja – gazdasági mutatóit tekintve – jobb teljesítményt mutatott a múltban, mint a BÉT T és standard kategóriáiban szereplő vállalatok.<sup>19</sup>

A tőzsde sokoldalú eszköz, ami a nagyvállalatok mellett ma már egyre inkább a kis- és középvállalatok számára is elérhetővé vált a cégek versenyképességét is javító alternatívaként. A tőzsdei jelenlét nyújtotta lehetőségek a következőkben foglalhatók össze:

– A tőzsde hazai és külföldi befektetőktől történő tőkebevonási lehetőséget biztosít, mellyel a tőzsdei szórt tulajdonosi struktúrával megőrizhető a vállalat irányítása feletti kontroll, ezáltal a cégek hazai irányítása, döntéshozatali központja.

– A munkavállalói és a lakossági részvényjegyzés lehetősége nagymértékben növeli a vállalat ismertségét, és támogatja a tőkepiaci tranzakció elfogadottságát, sikerét.<sup>20</sup> A hazai tőzsde meghatározó vállalataiba a bevezetés időpontjában történő befektetés kifejezetten jó példaként szolgál, mint helyes befektetési döntés.<sup>21</sup>

– Regionális bajnokok megteremtésének lehetőségével a tőzsdei jelenlét és forrásbevonás segíti a vállalatok növekedését, melyre jól építhető a regionális és globális jelenlét. Magyarországi példa lehet erre a Richter, a MOL vagy az OTP.

– A tőzsdei jelenlét a transzparens működés és a magas szabályozói elvárásoknak való megfelelés által javítja a vállalatok versenyképességét, hiszen a vállalatok folyamatos visszajelzést kapnak működésükről. A javuló versenyképesség és növekvő működési hatékonyság újabb piacok megszerzését és a befektetői bázis szélesítését teszi lehetővé, illetve hozzáférést jelenthet új finanszírozási forrásokhoz. Ez nemzetgazdasági szinten is lényeges pozitív hatásként vehető számba.

#### *A tőkepiaci és gazdasági fejlettség közötti összefüggések*

A gazdasági fejlődésben rövid és hosszú távon is meghatározó a pénzügyi közvetítés és pénzügyi rendszer működése. A banki hitelezés és a tőkepiaci finanszírozás egyaránt fontos szerepet töltenek be a gazdasági növekedés és a nemzetgazdasági teljesítőképesség alakulásában. Az egészséges szerkezetben megvalósuló hitelezés ösztönzése és a tőkepiaci fejlesztése egységben járulhat hozzá a fenntartható gazdasági növekedés megvalósításához, mely téren nem hagyható figyelmen kívül a jogszabályi környezet támogató szerepe.

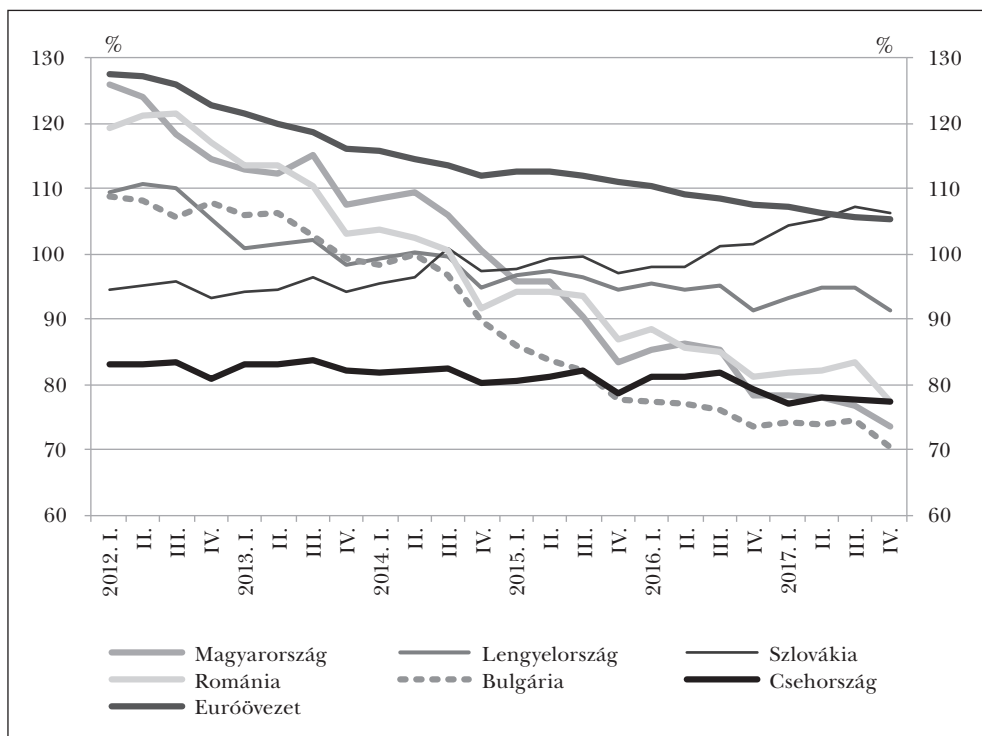
A vállalatok forráshoz jutásának feltételei akár a válság, akár a fellendülés időszakában determinálják a lehetséges növekedési és fejlődési utakat. A tőkepiaci fejlettség és a gazdasági fejlettséget meghatározó jogrend stabilitása, valamint a bankrendszeri struktúra érdemben támogathatják a hitelezés növekedési hatását. Visszautalva Banai és szerzőtársai (2016) tanulmányára, hangsúlyozták a túlzott mértékű hitelexpanzió miatt jelentős kockázatok felépülésének lehetőségét is, melyek később kontrakciós hatásúak lehetnek.<sup>22</sup> Létezik egy olyan felső határ, amely felett a hitelezés növekedést támogató hatása csökken, és kontraproduktívá is válhat, mely a GDP-arányos magánhitelek 100-150 százalékos értéke körül alakul. E vonatkozásban a tőkepiaci fejlődése mind kiemeltebb szerepet tölt be a vállalati kör szempontjából. Teremi (2017) szerint a vállalatok forrásszerkezetének diverzifikálásával nő a vállalatok sokkokkal szembeni ellenálló képessége, aminek pozitív makrogazdasági hatásai lehetnek.

A tőzsdeérett vagy tőzsdére lépésre potenciálisan alkalmas vállalatok esetében a további beruházások, fejlesztések, illetve a dinamikus működés és üzletpolitika által kívánatos fejlődés a banki források és a tőkeági forrásbevonás egységében valósulhat meg a leghatékonyabban és legeredményesebben, meghatározó elemként hozzájárulva Magyarország sikeres gazdasági felzárkózásához.

Azon országok esetében, ahol egészséges szerkezetben valósul meg a hitelállomány-bővülés, a felzárkózás is biztosabb összetevők alapján történik, és kevésbé törekeny. E körben a 3. ábra nemzetközi összehasonlításban szemlélteti a gazdaság hitel/betét mutatóját. Az elsősorban bankrendszeri expanzióra törekvés nem oldhatja fel a pénzügyi fejlettség növekedési hatásának effektív válását.

A hazai tőzsde, a magyar vállalatoknak növekedési lehetőséget biztosítva, mind a hazai, mind a külföldi befektetők tőkéje általi növekedést finanszírozhatja (BÉT, 2017).

3. ábra: A hitelintézeti szektor hitel-betét mutatója nemzetközi összehasonlításban



Forrás: EKB, MNB

A tőkepiacok – különösen a részvénybefektetések – jelentős szerepet töltenek be az eszközallokációban, a rizikó transzferében és transzformációjában, végső soron a versenyteremtésben.

A magyar gazdaság hagyományosan egyoldalú finanszírozási szerkezettel rendelkezik, a vállalatok több mint 80%-ban banki úton gyűjtik össze a szükséges forrásokat, így a nemzetgazdaság fejlődéséhez szükséges a tőkepiac nagyobb szerepvállalása.

A részvénypiac fejlődése több csatornán keresztül fejt ki pozitív hatást a gazdasági fejlődésre (Teremi, 2017:671):

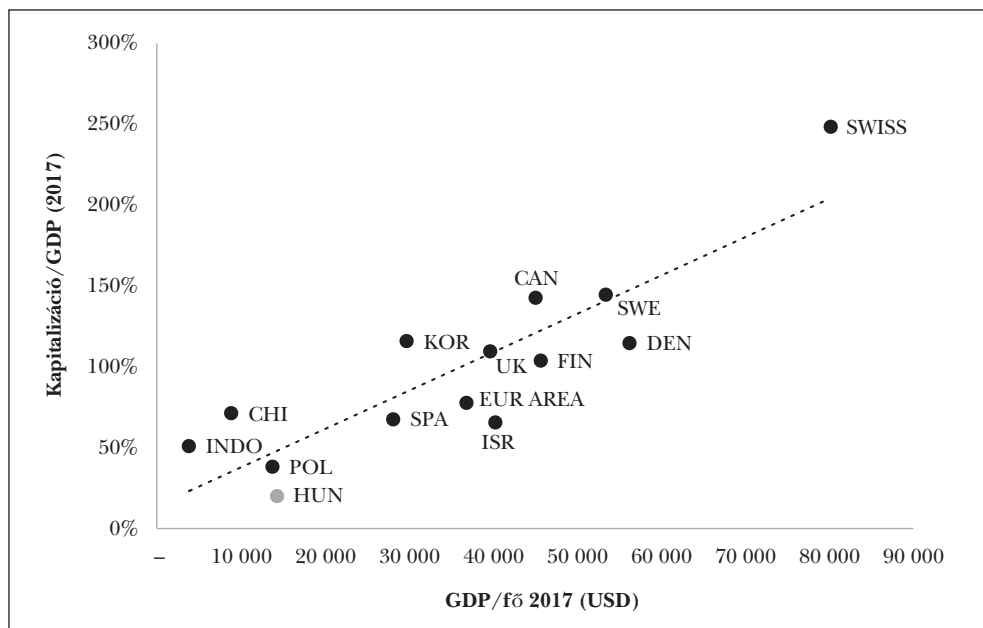
- csökkenti a hosszú távú finanszírozás költségeit;
- csökkenti a kitettséget a banki finanszírozás irányába, ezáltal mérsékeli a gazdasági visszaesést egy bankválság során;
- költséghatékony módja az iparágak közötti tőkeátcsoportosításnak;
- élénkíti az innovációs tevékenységet;
- a részvénybefektetőknek nagyobb az érdekeltségük a vállalattal kapcsolatos információk beszerzésére és döntéseinek ellenőrzésére, ezért azok hatékonyabban fognak működni.

A tőkepiac-fejlesztés kérdéskörében meghatározó jelentőséggel bírnak a gazdasági és tőkepiaci fejlettség közötti közgazdasági összefüggések. Egy erős és egészséges

tőkepiac hozzájárulhat a gazdaság növekedéséhez, ahogy az is lényeges, hogy az egy főre jutó GDP alakulása a fejlett tőkepiaccal rendelkező országok esetében többnyire magasabb. Emellett a gazdaság abszolút értéke és a tőkepiac fejlettsége között is felfedezhető kapcsolat, ebből pedig ismét az következik, hogy a magas GDP-vel rendelkező országok általában fejlettebb tőkepiaccal rendelkeznek. Az is megfigyelhető, hogy egy bizonyos nagyságú GDP elérése után a tőkepiac fejlettsége és a gazdaság növekedése között már nem olyan erős a kapcsolat, jóllehet a statisztikai adatok alapján az egyértelműen megállapítható, hogy a 225 milliárd dollárnál nagyobb GDP-vel rendelkező országok és az annál kevesebbel rendelkező országok tőkepiaci fejlettsége közötti különbség a legmarkánsabb (a magyar GDP értéke nagyságrendileg mintegy 130 milliárd USD). Ez a statisztikai adatokból levonható következtetés hasonló a Banai és szerzőtársai (2016) által a hitelállomány bővülésére tett megállapításokkal. Kirajzolódik, hogy a tőkepiac növekedésének a gazdasági növekedésre kifejtett hatása jelentős a kisebb gazdasággal és tőkepiaci kapitalizációval rendelkező országokban, azonban a hatás egyre lelassul mindaddig, amíg be nem áll egy egyensúlyi állapot. Ezeket alapul véve azzal a várakozással élhetünk Magyarország tekintetében, hogy a túlzottan egyoldalú banki finanszírozás növekedésének határhaszna elmaradhat az alacsony bázissal rendelkező tőkepiac által vezérelt gazdasági növekedéstől.

Amennyiben a hazai részvénytőkepiac kapitalizációja a tőzsdéfejlesztési stratégiai célokhoz megfelelően a GDP 30 százalékos szintjére növekszik, az 0,2–0,3 százalékponttal növelheti a potenciális kibocsátás szintjét.

4. ábra: A tőzsdén jegyzett vállalatok piaci kapitalizációja és a GDP kapcsolata



Forrás: MNB, Világbank (2017)

## EGYÜTTMŰKÖDŐ ÁLLAM – KOOPERÁLÓ PIAC

A 2010-től kezdődő, megszorítások helyett strukturális reformokra építő és növekedésfókuszú gazdaságpolitika jelentős eredményeket ért el. A gazdaságtörténetileg is kivételes magyar konszolidációval és stabilizációval elért eredmények megőrzése és magasabb szintre emelésének záloga az állam és a piac együttműködésében rejlik, mely megállapítás érvényességét tanulmányunkban több ponton is vizsgáljuk.

A rendszerváltást követő két évtized Magyarországon uralkodó közgazdasági gondolkodása arra a mára megdőlt alaptételre épült, mely szerint a piac korlátlan önszabályozó képességgel rendelkezik. A magyar politikai és közgazdasági elit azért eshetett bele a kudarcok mögött álló gondolkodás csapdájába, mert elfogadott egy téves elméletet: az önszabályozó piac elméletét (Matolcsy, 2015:579). Az 1970-es években újra felfedezett klasszikus-liberális közgazdasági alaptételek neoklasszikus-liberális elméletbe integrált változata szakított azzal a korábbi gondolkodással, amely az államot és a piacot egyensúlyban egymás partnereiként értelmezte.<sup>23</sup> A devizahitelezés és a válságot megelőzően tapasztalt külsőfinanszírozás-alapú eladósodottság komplex problémakörének megoldása aktív állami szerepvállalást igényelt. Fontos válságtanulság, hogy a piac nem önszabályozó, önmaga nem képes sem az egyensúlytalanság oldására, sem az egyensúly megerősítésére. Így szükségessé vált az állami szerepvállalás megerősítése, az új megközelítés és egészséges egyensúlyra törekvés. A túlzott piaci kilengéseket a piaci szereplőkkel szemben az állam mérsékelni képes. Miközben a magyar válságkezelés kivédte a pénzügyi válságot, és beállította a pénzügyi egyensúlyi mutatókat, fenntartható szinten és szerkezetben valósította meg (államháztartási hiány, államadósság-ráta, növekvő mennyiségű lakossági állampapírok) a foglalkoztatás és a GDP érdemi növelését.

A hitelhez jutás megkönnyítése körében a jegybanki gazdaságösztönző programok érdemben mérsékeltek a hazai kis- és középvállalati kör hitelezésében tapasztalt visszaesést. A kvv-hitelpiac működésének helyreállítását célzó (Növekedési Hitelprogram, NHP), majd a piaci hitelezést ösztönző programok (Piaci Hitelprogram, PHP), a hitelinformációs rendszer, illetve a fogyasztóbarát hiteltermék (Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel, MFL) bevezetése egyaránt az információs aszimmetriából eredő kockázatok mérséklését eredményezték, melyek komplexen adták a gazdasági növekedés meghatározó forrását.

Az állami oldal kapcsán mind a szabályozás oldaláról, mind a fogyasztók számára elérhető egyéb, alternatív fórumokról szóló tájékoztatás körében állami szerepvállalás tapasztalható. Fontos célkitűzés, hogy minél több fogyasztó tudjon arról, hogy egyezséggel, megállapodással oldhatja meg az egyes személyekkel és szervezetekkel felmerült vitáját.<sup>24</sup>

A piaci szereplőkkel partnerségre törekvő, terelő és ösztönzése során pozitív motivációt alkalmazó állam a közbizalom erősítését kiemelt célként kezeli, emellett a célzott és aktív állami szerepvállalással jelentős fordulatokat ért el. A fordulatok megvalósításának és eredményességének alapja a rendszerszemléletű, optimális mértékű, megfontolt, célzott, aktív állami szerepvállalás. Végh (2016) szerint kiemelten fontos, hogy a stratégiai célok elérése a korábinál szorosabb együttműködést feltételezett a

kormányzattal, állami intézményekkel és a piaci szereplőkkel annak érdekében, hogy olyan üzleti és szabályozói környezet jöjjön létre, amely a tőkepiac és a BÉT fejlődésén keresztül aktívan támogatja a magyar gazdaság kiegyensúlyozott növekedését.

Az aktív állami szerepvállalás a tőkepiacfejlesztés érdekében megalapozott, hazai sajátosságokat figyelembe vevő, stratégiai lépésekben és intézkedéscsoportokban, a piaci szereplőkkel együttműködésre törekvő megközelítésben érhető tetten.

*Az állami és makrogazdasági dimenziók tőkepiaci összefüggései*

A Magyar Nemzeti Bank a legnagyobb kibocsátók és forgalmazók tőkepiac fejlesztésében való érdekelttségét törekszik erősíteni, mely mind a struktúra, mind a befektetők ösztönzésére tett lépésekben tükröződik. „Az MNB a BÉT Zrt.-ben jelenleg is részese-déssel rendelkező legnagyobb kibocsátókkal és hazai értékpapír-forgalmazókkal hosszabb távon együtt kíván működni. A többségi tulajdon megvásárlásával az MNB célja, hogy fejlessze a hazai tőkepiacot, a befektetői bázist szélesítse, a kínálati, keresleti és likviditási feltételek vonzóbbá tételével javítsa a transzmissziót” (MNB, 2016:107). E körben a fejlődési út első szakaszaként olyan együttműködést megtestesítő mérföldkövek azonosíthatók, melyek jól mutatják az állammal, állami intézményekkel és piaci szereplőkkel közösen elért eredményeket. Az együttműködés dimenziói:

- Üzleti és szabályozói környezethez kapcsolódó törvénymódosítások;<sup>25</sup>
- MIFID II.;
- ELITE Program;
- Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap létrehozása;
- Mentoring Program;
- Tőzsdei Tanácsadó Testület;
- együttműködési megállapodások.

A tőzsde fejlesztése hozzájárulhat a teljes magyar vállalati kör finanszírozási lehetőségeinek bővüléséhez, valamint a magyar lakosság számára rendelkezésre álló megtakarítási formák bővüléséhez, ezáltal támogatni képes úgy a pénzügyi stabilitást, mint a gazdasági növekedést, melyek a jegybanki mandátumok részét képezik. A Magyar Nemzeti Bank törvényi felhatalmazás szerinti elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. Az elsődleges cél veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását, ellenálló képességének növelését, a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítását és a rendelkezésére álló eszközökkel a kormány gazdaságpolitikáját.<sup>26</sup> A hazai tőkepiac fejlesztése olyan stratégia mentén történik, mely 2016-tól 2020-ig terjedően megfogalmazott vezérgondolatok egységében, átfogó tőkepiac- és tőzsdefejlesztési program megvalósítását tűzte ki céljául (BÉT, 2017:9). Egy erős tőkepiac kiépítése folyamatában az állam és a piac együttműködése, a harmonikus működésre törekvés kulcsszerepet játszik.

Tekintettel arra, hogy az ELITE Program, a Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap létrehozása, valamint a Mentoring Program a kis- és középvállalati szektor kihívásait fókuszáltnan, rendszerezett ismérvek szerint hivatott kezelni, emiatt a *Piaci dimenzió* című fejezetben tárgyaljuk ezen programok konkrét sajátosságait.

Üzleti és szabályozói környezethez kapcsolódó törvénymódosítások

A vállalatok tőzsdére lépését támogató szabályozási környezet egyik pilléréként a tőzsdei bevezetés és tőzsdei jelenlét érdemben kisebb költségigénye azonosítható, míg másik pilléreként a kibocsátás folyamatát támogató eszközök kiépítéséből adódó könnyebb tőzsdére lépés lehetősége nevezhető meg.

Kínálatoldali élénkítés érhető el egyes állami vállalatok részvényeinek tőzsdei bevezetésével, tőzsdeérett magántulajdonú nagyvállalatok tőzsdére lépésének ösztönzésével, továbbá egy speciális kis- és középvállalati platform – Xtend – létrehozásával. A tőzsdeképes vállalatok azonosítását ingyenes tanácsadói szolgáltatásokkal támogatja a tőzsde, melyet a 2016. évi törvénymódosításokból levezethető tevékenységikör-bővítés lehetősége alapozott meg, ösztönzést adva a vállalatoknak a tőzsdei bevezetésre. A cégek rangsorolását követően felkeresik őket, és ingyenes üzleti, jogi tanácsadást kínálnak a tőzsdei bevezetéshez.

A 2017 júniusában elfogadott új EU Prospektus Rendelet (2017/1129 EU) 2019 júliusától kötelező teljes körű alkalmazás mellett, egységes alapokra helyezi a tájékoztatóképzés uniós követelményeit, és jelentős könnyítéseket vezet be elsősorban a kis- és középvállalatok, valamint a gyakori kibocsátók számára.

A cégtörvény 2017. január 1-jén hatályba lépett módosítása egyszerűsítette és logikusabbá tette a zártkörűen működő részvénytársaságok nyilvánossá alakulásának folyamatát, lehetővé téve, hogy a részvények tőzsdei bevezetése és a kereskedés indulása akár egyszerre is megtörténhessen.

Uniós jogharmonizációs kötelezettséget teljesítve szigorodott a számviteli törvény, főszabályként előírva, hogy a 2017-ben induló üzleti évtől a tőzsdei kibocsátók IFRS-beszámolót készítsenek.

Praktikusabbá és egyszerűbbé váltak a Ptk. értékpapírjogi rendelkezései, melyek 2017. január 1-jén léptek hatályba. Megmaradt ugyanakkor a nyitottértékpapír-forgalom intézménye, vagyis továbbra is lehetőség van a Ptk.-ban meghatározott minimális kellekkel és feltételek mellett jogszabályban nem nevesített értékpapír kibocsátására. A kínálati oldal fejlesztésének szerves részét képezi a kibocsátók számára elérhető termékpaletta bővítése is, melyre jó példa a szabályozott ingatlanbefektetési társaság, ún. szit<sup>27</sup> megjelenése. A szit-ekre vonatkozó korábbi, 2011-től hatályban lévő szabályozás legutóbbi módosítása piaci igényekhez igazította a többször is módosult, szabályozott ingatlanbefektetési társaságok működéséhez kapcsolódó törvényt.<sup>28</sup> A módosítások indokoltságát és helyességét a pozitív piaci fogadtatás igazolta, melyhez kapcsolódóan két tőzsdei ingatlantársaság szit-té, illetve szit elővállalkozássá alakult.<sup>29</sup> Jóllehet, a magyar jogrendszerben 2011 óta léteznek szit-ek, azonban 2017-ig egyetlen társaság sem került szit-ként nyilvántartásba. Ennek oka az a szigorú szabályozás volt, amelyet 2017 óta többször is koncepcionálisan módosítottak, így több társaság dönthet úgy, hogy eleget tesz az európai mintáknak megfelelő szabályozásnak, ezzel további tőkét bevonva az ingatlanszektorba.

A befektetői oldalon a keresleti szempontból az intézményi befektetői kör, a lakosság, továbbá a forgalmazói kör meghatározó. A Nemzeti Adó- és Vámhivatal a magán-

személyek részére készített adóbevallási tervezetben a tőkepiaci ügyletekből származó jövedelmet feltünteti, továbbá az adózás rendjéről szóló törvény szerint, a nyilvánosan működő részvénytársaságoknak nem szükséges legalább három éve működniük a megbízható adózói minősítési kategóriába kerüléshez. Lényeges, hogy az állami modell kooperatív irányba történő elmozdulása a pozitív ösztönzőkben a mindennapok szintjén is tetten érhető valamennyi vállalati méretkategóriában.<sup>30</sup>

Intézményi tekintetben a Budapesti Értéktőzsde szabályozásának minél racionálisabbá és átláthatóbbá tételével, magas szintű befektetővédelem megtartása mellett, 2018 folyamán felülvizsgálta részvénykategória-rendszerét és annak követelményeit. Az új kategóriarendszer átláthatóbb, következetesebb és méltányosabb követelményeket támaszt a tőzsdei szabályozott piacon jelen lévő, illetve oda belépni szándékozó részvénykibocsátókkal szemben. E körben a nemzetközi gyakorlat követése, a hazai piaci szereplők visszajelzéseinek, valamint az elmúlt évek tapasztalatainak erőteljesebb gyakorlatba építése is megvalósul.

Hasonló célkitűzések alapján az új Budapesti Értéktőzsde által kiadott Felelős Társaságirányítási Ajánlások<sup>31</sup> között megjelennek olyan elvárások is, amelyeket nem jogi normák formájában fogalmaznak meg, hanem a társaságoknak a társadalommal szembeni felelős magatartását, elkötelezettségét megjelenítő gondolkodás működésben való megjelenítése tükrözi.

## MIFID II

A 2018 januárjától életbe lépett új, az Európai Unió tőkepiacának minőségét javító közösségi szintű szabályozás (MIFID I. felülvizsgálata alapján) számos ponton érinti a BÉT működését. Egyes pontok, mint az újfajta piacszegmentáció vagy transzparencia kritériumok, közvetlenül az alaptevékenységen keresztül, mások áttételesen, például a befektetési szolgáltatókon keresztül fejtik ki hatásukat.

## Tőzsdei Tanácsadó Testület (TTT)

A tőkepiaci ökoszisztéma kiépítésének egyik fontos eleme, hogy a tőzsde folyamatos visszajelzést és értékelést kapjon stratégiájának kialakításához és megvalósításához az ágazati szereplők minél szélesebb körétől, ehhez egyfajta kooperációs platformot biztosítson. A Tőzsdei Tanácsadó Testület tagjai elismert, meghatározó pénz- és tőkepiaci vezetők mellett kamarák és államigazgatási szervek jelenlegi és korábbi vezetői. A testület betekintést nyer és véleményezi, javaslataival támogatja a tőkepiac-építési stratégia megvalósítását, ezáltal is elősegítve annak beágyazottságát a hazai ökoszisztémába.

## Együttműködési megállapodások

A piacfejlesztési célok megvalósításához a tőzsde koordinátorszerepet tölt be, ahol stratégiájának része olyan szakmai szervezetekkel való együttműködés, amelyek segíteni tudnak abban, hogy szerteágazó kapcsolatrendszerüknek köszönhetően nagyobb

elérést és több erőforrást biztosíthassanak. Ennek érdekében a tőzsde számos új együttműködési megállapodást kötött vagy erősített több szervezettel.<sup>32</sup>

A bizalom szerepe az állam és a piac együttműködésében

2010-et követően a hazai gazdaságpolitika fókuszában a stabilitás és a fenntartható növekedés feltételeinek megteremtése állt. A költségvetési és monetáris politikában bekövetkezett fordulat, valamint a gazdaságpolitika egyes ágainak összhangja tartósan csökkentették a gazdaság sérülékenységét, és hazánkat újból felzárkózási pályára állították.<sup>33</sup> A gazdaság külső és belső egyensúlyi, valamint adósságmutatói általánosan javultak, miközben a növekedés fenntarthatóságát alapvetően meghatározó foglalkoztatás trendszerűen emelkedett. A sikeres pénzügyi és makrogazdasági konszolidáció megteremtette a lehetőségét, hogy hazánk a korábbiaknál kiegyensúlyozottabb és dinamikusabb növekedési modellre álljon át.

A jól működő állam és állammodell alapja a *bizalom*. A 2007–2008-ban kitört gazdasági válság egyik legmélyebb nyomot hagyó következménye az volt, hogy a polgárok kormányzatba és állami működésbe vetett bizalma jelentősen csökkent. Ez az erózió különösen erős volt Magyarországon, ahol a kormányzat bizalmi indexe és az ország vezetésével kapcsolatos elégedettség nemzetközi összehasonlításban is érdemi volt (Lentner, 2015:461). „A növekedéshez helyre kell állítani az állam és az üzleti élet közötti bizalmat. Az üzleti vállalkozások képesek beruházni, munkahelyet teremteni, termelni és adót fizetni, de megrendült a bizalmuk az állam működésében, ezért ma lehetőségeik alatt teljesítenek” (Matolcsy, 2010). E gondolatok alapján visszatekintve megállapítható, hogy a bizalom helyreállítása érdekében a 2010-ben alakult új kormány prioritásként kezelte az adóreform szükségességét is. Az ösztönző adórendszer elérése érdekében 2010 óta hozott intézkedések egyaránt hozzájárultak az állam és a magán-szektor hatékony működéséhez, gazdasági, illetve társadalmi célokat is szolgálva.<sup>34</sup>

A 2013-ban az új értékrendre építő, akkor három éve működő gazdaságpolitikai modell társadalmi támogatottsága a bizalom formájában is megmutatkozott. A közvélemény az uniós és régiós átlaghoz képest is inkább bízott saját kormányában, miszerint a társadalmi bizalom – az Eurobarometer felmérése alapján – az EU 23 százalékos átlaga feletti 37 százalékra nőtt. Később, 2017-ben Magyarországon az EU átlagát tartóan meghaladva, 48 százalékra emelkedett a kormányzat és állami intézmények iránti bizalom. Egy másik, az EU 28 tagállamra kiterjedő – Századvég Project 28 – kutatás szerint Magyarországon Luxemburg után a második legmagasabb bizalmi értéket mérték.<sup>35</sup>

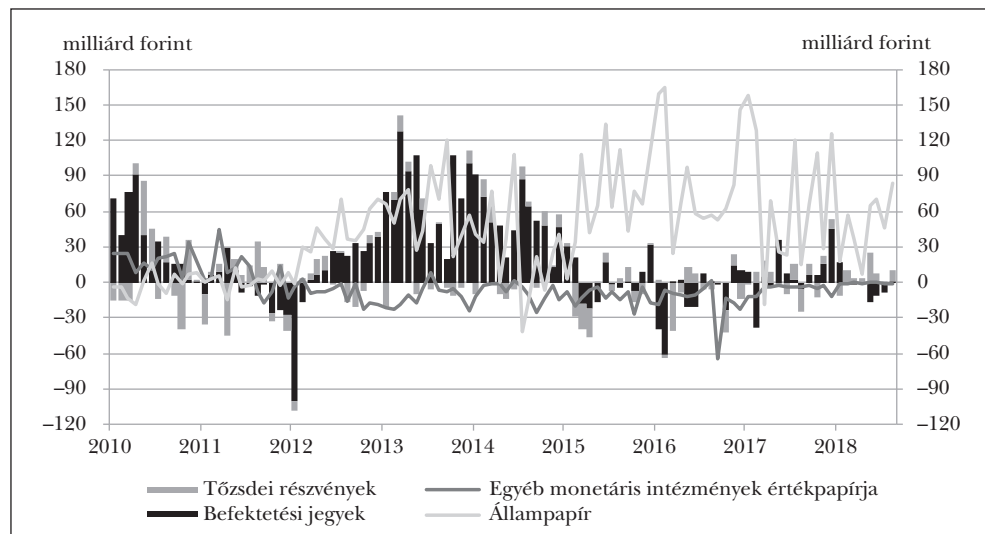
A kormányzati bizalom jelentősége a szabálykövetésben (adófizetési morál) és az üzleti kockázatvállalás növekedéséből eredő beruházások bővülésében, valamint a foglalkoztatás növekedésében egyaránt megmutatkozik. Szélesebb értelemben a kormányzati bizalom két tényezőn múlik: egyrészt a társadalmi bizalmon, azaz a polgárok mennyire bíznak a társadalmi berendezkedés egészében, másrészt a politikai bizalmon, azaz a polgárok mennyire bíznak magában a kormányban és annak intézményeiben.<sup>36</sup> Tovább folytatva, az üzleti bizalmat illetően a magyar gazdaság hangulatindexét prezentáló egyéb felmérések is alátámasztják az uniós szinten kiemelkedő bizalmi szintet.

A 2010 után megnyíló gazdaságpolitikai pályán az aktív állammodell és gazdaságösztönzés, a hatékonyságra törekvő és integritásalapú szemlélet nyertek primátust, melyek sarokkövei a stabil és fenntartható költségvetés, rendszerkohézió és racionális, nemzeti érdekeket szem előtt tartó, a nemzetgazdasági versenyképesség és gazdasági növekedés fokozására építő gazdaságpolitika. A társadalmi bizalom helyreállítására tett erőfeszítések eredményessége a gazdasági és társadalmi dimenziókban jól tetten érhető. Iparágak, intézmények, szakmák és általában emberek nagyobb csoportjai szemében volt szükséges helyreállítani a bizalmat. Ennek részét képezi a gyanakvás és a cinizmus leküzdése, amit hozzájárulással, értékteremtéssel és etikus viselkedéssel helyettesíthetünk (Covey–Merrill, 2011). A Magyar Modell fontos pillérét képező jegybanki szemléletváltás a háztartások és a vállalatok körében tényleges bizalmerősítő hatással járt.

A sikeres részvénybevezetések megvalósítása olyan vállalatok tőzsdére lépésével támogatható, melyek megfelelnek a befektetői bizalom erősítését célzó, magas szintű bizalmi követelményeknek, prosperáló üzleti tevékenységet folytatnak, és a befektetők érdeklődésének fókuszába kerülhetnek. E körben különös jelentőséggel bír a gazdasági szereplők fontos csoportjának, a lakosság bizalmi szintjének növelése a pénz- és tőkepiac intézményei és működésének módja irányában. A bizalmonnövelés első lépése a lakosság és háztartások pénzügyi tudatosságának fejlesztése a pénzügyi kultúra, pénz- és tőkepiaci tudatosság tekintetében. Erre alapozva építhető fel a hosszú távú öngondoskodás és portfólió-, vagy másként rendszerszemlélet, mely az ítéloképességen alapuló megtakarítási formák közötti választás képességeit is magában foglalja.<sup>37</sup>

A háztartások értékpapír-megtakarításának jelentős részét továbbra is a nettó állampapír-vásárlás teszi ki, míg a tőzsdei részvényekben tartott megtakarítások dinamikája és aránya tartósan elmarad az állampapíroknál mért lakossági szerepvállalástól (5. ábra).<sup>38</sup>

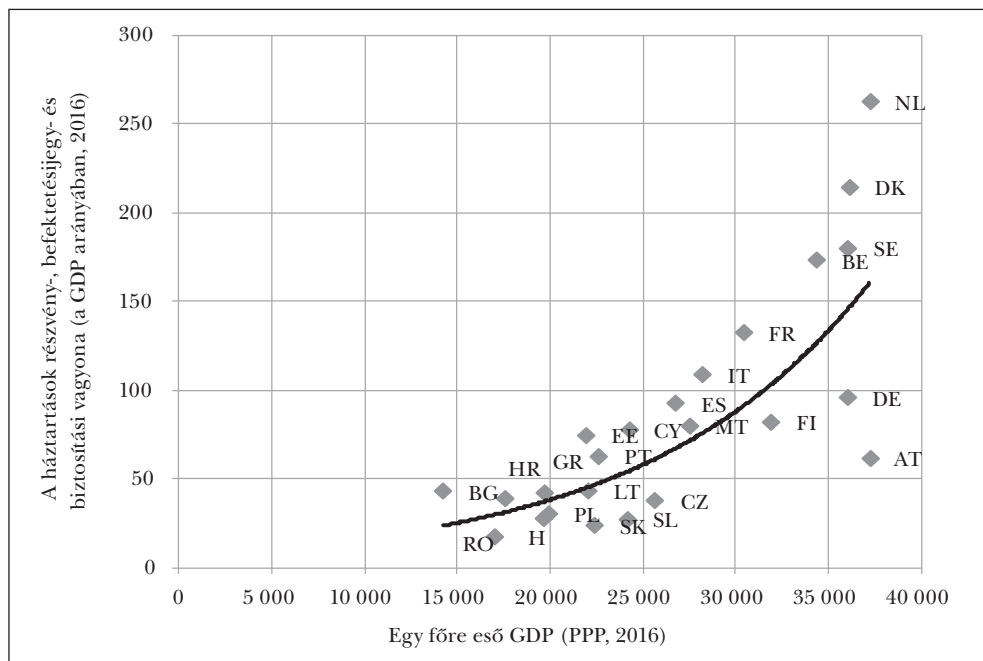
5. ábra: A háztartások értékpapír-tranzakciói



Forrás: MNB

A pénzügyi tudatosság növelése jegyében a pénzügyi, az adózási és a tőkepiaci ismeretek magasabb szintre emelése is kulcskérdéssé vált. A tőzsde oktatási stratégiájának szerves része a pénzügyi kultúra széles körű, a lakossági érdeklődők mellett a szakmai szereplőknek szóló fejlesztése is.<sup>39</sup> A fejlettebb gazdaságok háztartásai több hosszú távú befektetéssel rendelkeznek. A lakossági befektetések részvény-, befektetési jegy- és biztosítási vagyont GDP-arányosan mutatja az alábbi ábra (6. ábra).

6. ábra: Hosszú távú lakossági befektetések nemzetközi kitekintésben



Forrás: Eurostat

A tőzsdefejlesztés keretében egy olyan ökoszisztéma kiépítése szükséges, amelyben a sikeres hazai vállalatok célja a tőzsdeképessé válás és megmérettetés lehet. Kulcskérdés a hazai értékpapírok a hazai intézményi és lakossági szereplők portfóliójában magasabb arányának elérése, a gazdasági teljesítmény lakossági befektetések útján való magasabb finanszírozási aránya, továbbá az a hosszú távú elköteleződés, amely az oktatással kezdődik, és a piaci szereplők széles körével történő együttműködésre épül. Idetartoznak a bankok, szakmai szervezetek, befektetési szolgáltatók, pénzügyi tanácsadók, valamint a kockázati és magántőke-társaságok is.

*Piaci dimenzió: a hazai kkv-szektor kihívásai*

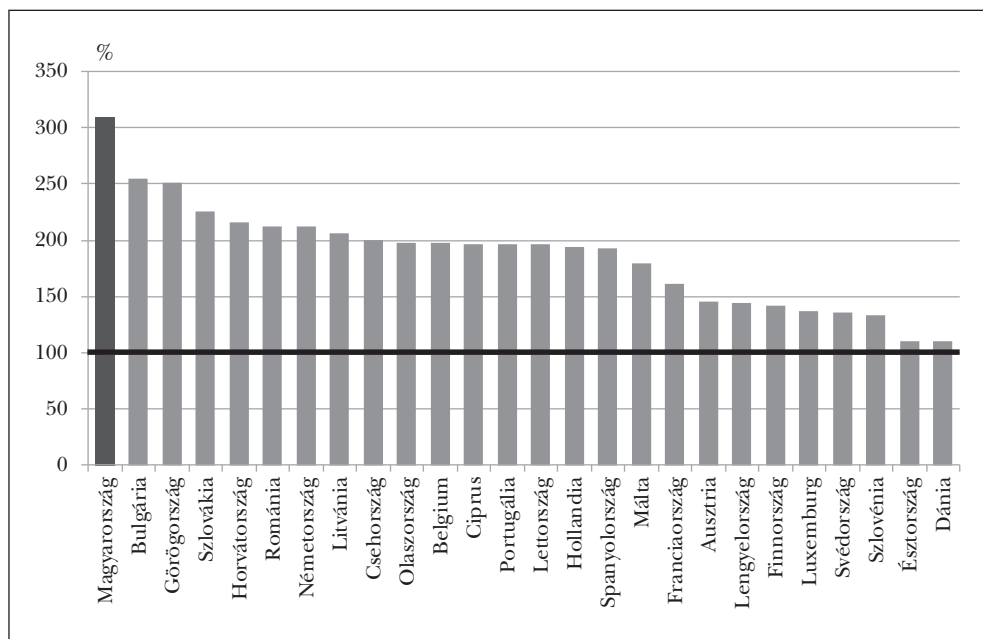
A kkv-szektor fontos szerepet tölt be a nemzetgazdaságokban. A foglalkoztatás mintegy kétharmadért a kkv-k felelősek, és klasszikusan ők az innováció fő motorjai is (bár

Magyarországon az utóbbi években e téren jelentős elmaradás tapasztalható az EU más országaihoz képest).

Forrásbevonásuk elősegítése, életszakaszukból eredő jelentős növekedési potenciáljuk kiaknázása, finanszírozási szerkezetük diverzifikálása – vagyis a hitel-tőke arány elmozdítása a tőke irányába – robusztusabbá és egyben dinamikusabbá is teheti ezeket a vállalkozásokat, ami pozitív hatással van a nemzetgazdasági folyamatokra is, amely pl. a GDP és a foglalkoztatás növekedésében ölt testet. A fejlett piacgazdaságokban a kormányok kiemelt figyelmet szentelnek a vállalalkozási struktúrában domináns szerepet játszó kis- és középvállalkozói szektor problémáinak és fejlődési lehetőségeinek.<sup>40</sup>

A hazai vállalalkozói kör termelékenységi és hatékonysági szempontból szükségszerű átalakulás elé néz, különösen a független, tisztán hazai magántulajdonú vállalalkozások. Ebben erősen hátráltató tényező a magyar gazdaság duális jellege, melyet máig sem sikerült sem feloldani, sem érdemben mérsékelni. A hazai kis- és középvállalatok termelékenysége nemzetközi összehasonításban is jelentősen elmarad a külföldi tulajdonú vállalalkozóktól.

7. ábra: A külföldi irányítású vállalalkozatok termelékenysége a hazai irányítású vállalalkozatok termelékenységének arányában, 2014



Forrás: Eurostat-adatok alapján MNB-szerkesztés

Az átalakulási folyamat átfogóan új vállalati szemléletet igényel. A hatékonyságra törekvés a vállalat szervezetét szövetszinten kell hogy áthassa. Valós és potenciálisan szóba jöhető erőforrásokra alapozható a megújulási folyamat, a lehetőségek, valós képességek, egyúttal korlátok ismeretével.

A kkv-k tőkepiaci beágyazottságának növelésére európai és régiós szinten is számos kezdeményezés indult az értéktőzsdék szervezeti keretein belül. A nagyobb nyugat-európai (pl. London, Frankfurt, Párizs) és a régiós tőzsdéken (Prága, Varsó, Bukarest) kifejezetten a kkv-k igényeire specializálódott alpiacok működnek, továbbá a szabályozók különféle támogatási formákkal – pl. a befektetők számára nyújtott adó- és illetékkedvezményekkel, alacsonyabb beszámolási követelményekkel – ösztönzik ezen piacok bővülését.

A kkv-k kockázatosabb működése, speciális igényeik és lehetőségeik miatt Magyarországon sem illenek a hagyományos, szabályozott piaci struktúrába. E vállalati kör szükségleteinek kielégítése leginkább egy differenciált kkv-piaccal valósítható meg. Egy moduláris piaci struktúra kialakításával biztosítható, hogy a kkv-k széles köre megtalálja a méretéhez, életkorához, növekedési kilátásaihoz és finanszírozási igényéhez legjobban illeszkedő tőkepiaci megoldást.

Elengedhetetlen továbbá az is, hogy a platformokon túl az egyes életszakaszban lévő kkv-knak igényre szabott, támogató szolgáltatások is elérhetőek legyenek, hozzájárulva a kkv-k tőkepiaci finanszírozásában jelenleg tapasztalható hiátus oldásához.<sup>41</sup> A tőzsde újraértelmezett felfogása alapján a kkv-knak segítséget nyújt a megfelelő menedzsmentképességek fejlesztésében (BÉT ELITE), kereskedési platform biztosításában (Xtend), valamint a tőzsdékes vállalatok tőzsdei felkészülésében és tőzsdei bevezetésében (mentoring program, NTFA).

#### ELITE Program

Az ELITE Program<sup>42</sup> azokat a nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokat célozza, amelyek a terveik megvalósításához külső finanszírozás (EU-s forrás, hitel, kockázati tőke, magántőke vagy akár tőzsdei finanszírozás) igénybevételét tervezik, vagy vállalatirányítási ismereteiket bővítenék, esetleg egész egyszerűen csak üzletszerzési lehetőséget keresnek, generációváltást menedzselnek, vagy nemzetközi kapcsolatrendszerüket bővítenék, melyhez növekedést megalapozó tudást és kapcsolatrendszert tesz elérhetővé. A program, hazai sajátosságokkal kiegészítve, tulajdonosok és felső vezetők számára történő adózási, szabályozási, finanszírozási ismeretek átadását jelenti.<sup>43</sup>

#### Xtend – középvállalati finanszírozási platform

A középvállalatokat támogató, új kereskedési platform 2017-ben valósult meg. Az Xtend piac a szabályozott piachoz képest egyszerűbb feltételeket nyújt a kibocsátóknak, a befektetővédelmi szempontok érvényesülését a kijelölt tanácsadói rendszer biztosítja. Ezek a kijelölt tanácsadók (nomad – nominated advisor) egyrészt segítik a vállalat felkészülését a bevezetési folyamat legelejétől, másrészt folyamatos támogatást nyújtanak a szabályozói megfeleléshez. Az Xtend piaci kibocsátók olyan dinamikusban fejlődő középvállalatok lehetnek, amelyek hajlandók a nyilvános léttel járó kötelezettséget vállalni, ugyanakkor fejlettségük és pénzügyi hátterük alapján még nem állnak készen egy nagy léptékű nyilvános kibocsátásra.

## Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap (NTfA) létrehozása

Az NTfA tőkebefektetések megvalósításával támogatja a kkv-k tőzsdei megjelenését, tőkeági finanszírozásának elősegítését.<sup>44</sup> A cél azon elsődlegesen az Xtend piacon jelen lévő vállalatok számának növelése, amelyek tőkeági forrásból finanszírozzák növekedési elképzeléseiket, ezzel hozzájárulva a nemzetközi piacra lépéshez. Az NTfA befektetéseivel co-investment formában von be magántőkét a cégekbe, mely a tőzsdei felkészülés költségeiben is segítséget nyújthat. Az NTfA több oldalról erősíti az Xtend piac eredményességét. Befektetési által a célvállalatok minőségbeli és méretbeli szintet léphetnek, közelebb kerülve a tőzsdei bevezetéshez vagy egy későbbi kategóriaváltáshoz, másrészt a keresletet is serkentheti, hiszen maga is jegyezhet részvényeket az IPO alatt. Az Alap további pozitív hozadéka, hogy nemcsak pénzbeli hozzájárulással támogatja a célvállalatot, hanem egyfajta bizalmat, stabilitást kölcsönöz a piac szereplőinek, hiszen befektetése tükrözi a cég jövőbeli potenciálját is.

## Mentoring Program

A Mentoring Program keretében a hazai kis- és középvállalatok gyorsabb és tervezettebb növekedés mellett hamarabb érhetik el a tőzsdeérettség fázisát.<sup>45</sup> A tőzsdei megjelenésre való felkészülés és megvalósítása támogatásával elsődleges cél azon növekedési fázisban lévő kkv-k megerősítése, melyek nyitottak a transzparens tőzsdei működés felé.<sup>46</sup>

A magyar vállalati szektor döntően hitelági finanszírozásból valósítja meg a fejlődéséhez szükséges lépéseket, éppen ezért fontos, hogy a gazdaság szereplőit a BÉT összefogja, és elősegítse azok megismerkedését a tőkeági finanszírozás előnyeivel és lehetőségeivel, majd erre valós alternatívát is nyújtson számukra.

## A HAZAI TŐKEPIAC-FEJLESZTÉS HOZADÉKA ÉS KIHÍVÁSAI

A tőkepiacok gazdaságban betöltött szerepe és az állami szerepvállalás szabályozási-institúciós feltételekhez kapcsolódó relevanciája tőzsdefejlesztés útján történő gyakorlati érvényesítése meghatározó. A tőkepiac- és tőzsdefejlesztés legfőbb kihívásai megválaszolásához az állam, a tőzsde és a piaci szereplők további szoros együttműködése szükséges.

### *Tőzsdefejlesztés adósságfelhalmozás helyett a belső megtakarítások szerepének növekedésével*

A tőzsde fejlesztése fontos annak érdekében, hogy az adósságfelhalmozás helyett a belső megtakarítások szerepe növekedjen; a megtakarítások megfelelő befektetéséhez jelentős szemléletformálás szükséges. Jelenleg nem optimális a vállalati portfóliók szerkezete, a növekedés és finanszírozás forrása jellemzően banki hitelekkel és EU-forrásokkal történik, a tőkeági finanszírozás szerepe alacsony. A tőzsde fejlesztése fontos abból a szempontból is, hogy a tőzsdei cégek folyamatosan rá vannak kényszerítve, hogy ambiciózus terveket tűzzenek ki maguk elé, és azokat teljesíteniük is kell, hiszen a befektetők számon kérik rajtuk.

*Vállalati forrásbevonás – befektetői forráselhelyezés*

A tőzsde szerepének növelése meghatározó a vállalatok forrásbevonási, illetve a befektetők forráselhelyezési tevékenységében, ezzel is elősegítve a tőkeáramlást a gazdaságban. Kiemelten fontos elem a tőzsdeérett vállalatok azonosítása, kiválasztása és támogatása a tőzsdére felkészülés folyamata során. A tőzsdei megjelenés megfelelő eszköz lehet az állami tulajdonban lévő vállalatok számára, és nem csorbulnak a vállalati profitmaximalizáláson sokszor túlmutatató nemzetgazdasági célok sem.

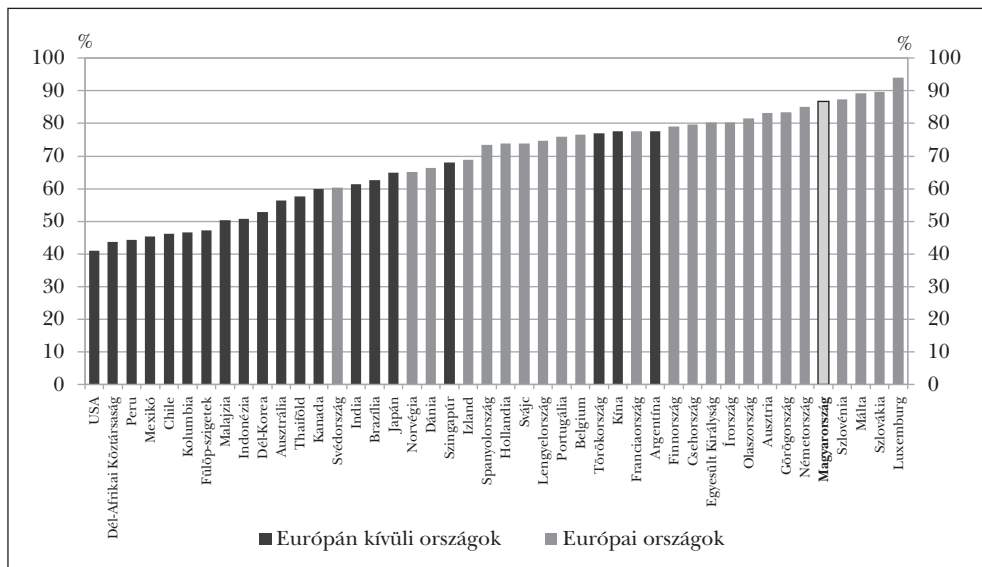
*Bankközpontú finanszírozási szerkezet oldása*

Magyarországon a finanszírozási szerkezet erősen bankközpontú, a vállalatok több mint 80%-ban banki úton gyűjtik össze a szükséges forrásokat. A nagyon erős banki kitettség megnöveli a gazdaság sérülékenységét, hiszen egy bankválság során a finanszírozások jelentős része elapad, és egyéb csatorna hiányában az egész gazdaság komoly visszaesést szenvedhet el. Emellett az alacsony eszközállománnyal rendelkező, innovatív vállalatok a magas tőkepiaci fejlettséggel rendelkező országokban könnyebben szereznek finanszírozást, nincs szükségük a banki hitelekhez sokszor elengedhetetlen magas eszközállományra. Később ezek a kezdetben kis méretű innovatív vállalatok a gazdaság motorjaivá válhatnak. A magyar tőkepiac mind a magyar lakossághoz, mind a gazdaság méretéhez viszonyítva kicsinek tekinthető. Az egymillió főre jutó listázott cégek számában még India is megelőzi hazánkat.

*A lakossági és intézményi oldal szerepének növelése*

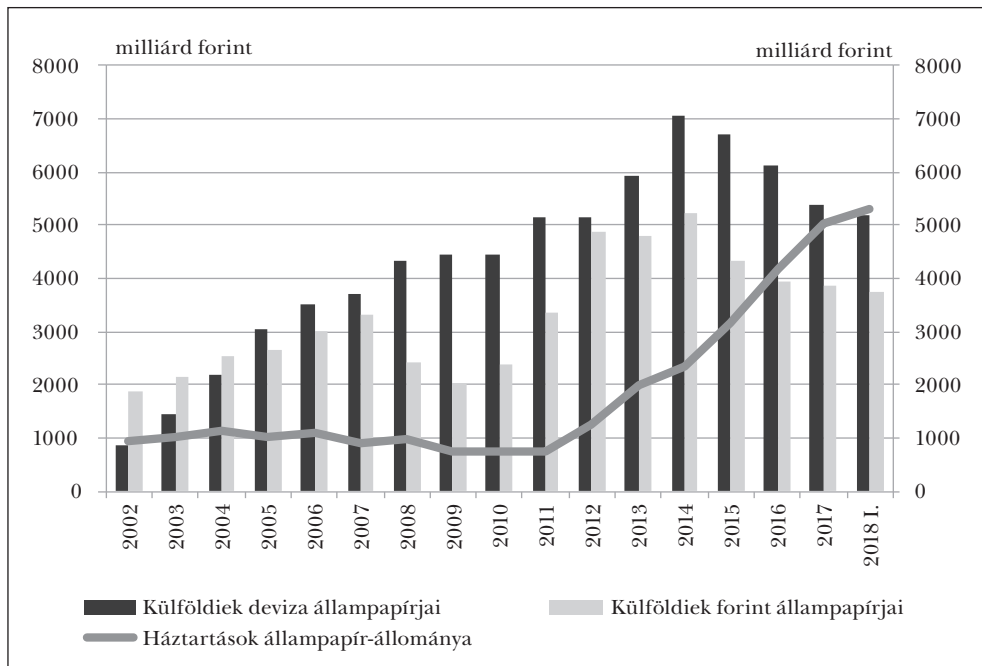
A hazai részvénykitettséget növelni szükséges mind a lakossági, mind az intézményi oldalon, mivel a jelenlegi alacsony részvényhányad nem eredményez hosszú távon hatékony portfóliókat sem az intézményi, sem a háztartási vagyon tekintetében. Jelenleg a hazai intézményi vagyon alig egyhatoda van részvényben, a hazai részvények aránya alig 4 százalék, a hazai háztartási vagyonnak pedig mindössze 1,6 százaléka van részvényben. Ugyanakkor látszik az is, hogy a lakosság pénzügyi vagyona dinamikusan növekszik – az elmúlt hét év alatt 57%-kal nőtt –, tehát a lakosság anyagi lehetősége biztosított a tőkepiaci befektetésekhez, mivel a lakosság pénzügyi vagyona megközelíti az 50 milliárd forintot. A lengyel háztartások részvénytartási arányát tekintve, közel 500 milliárd forint többletforrást jelentene a hazai lakossági befektetői kör tőkepiaci megjelenése. Ezzel közvetlenül finanszírozhatnák a reálgazdaságot, tehát a lakosság részvények és vállalati kötvények vásárlása révén ez bekapcsolódási lehetőséget jelentene a hazai reálgazdaság finanszírozásába. A lakossági állampapírok forgalmazásában elért sikerek jó például szolgálhatnak a lakossági szegmens aktív részvételére (9. ábra). A külföldi ráutaltság jelentősen csökkent a lakosság aktív állampapírcsere jelenlétével.

8. ábra: A banki finanszírozás aránya a banki és a piaci finanszírozáson belül nemzetközi összehasonlításban



Forrás: MNB, Világbank (2016)

9. ábra: A háztartások és a külföldiek állampapír-állományának alakulása



Forrás: MNB

Nagy (2018) szerint a lakosság részvénytartásának növekedése több tényezőn keresztül is támogatja a gazdaságot:<sup>47</sup>

– *Háztartások*: a hosszú távú befektetés javítja a lakosság jövőbeli helyzetét, és magasabb hozam érhető el, ami magasabb megtakarításhoz vezet.

– *Vállalatok*: többletforrást jelent, ami közvetlen jut el a vállalatokhoz, és olyan hosszú lejáratú forrás, amelynek nincs kamatkockázata vagy megújítási kockázata.

– *Nemzetgazdaság*: az addicionális forrás növeli a beruházást, ami hosszabb távon magasabb növekedéssel jár, és a belső finanszírozás fenntartható növekedést tesz lehetővé.

A gazdasági szereplők mindhárom csoportjában pozitív hatással járna a magasabb lakossági részvényhányad, mely hosszú távon kiemelt jelentőségű.

1. táblázat: A pénzügyi vagyon növekedése és a tőzsdei részvények aránya Európában

Ország	Rangsor	Növekedés (2010–2017) hazai pénz-nemben	Abszolút vagyon 2017 (M EUR)	Tőzsdei részvények aránya a lakossági vagyonon belül	Kapitalizáció/GDP (2017)
Lengyelország	1	69,50%	466 535	2,81%	38,39%
Svédország	2	63,71%	1 291 468	6,7%	144,5%
<b>MAGYARORSZÁG</b>	<b>3</b>	<b>56,72%</b>	<b>147 525</b>	<b>1,72%</b>	<b>20,6%</b>
Csehország	4	45,67%	220 389	1,28%	14,69%
UK	5	43,31%	7 321 526	3,82%	109,72%*
Dánia	6	42,41%	866 908	5,92%	126,33%
Finnország	7	36,52%	306 861	12,37%	103,6%
Németország	8	32,88%	5 860 763	5,59%	61,51%
Spanyolország	9	22,56%	2 107 882	5,72%	67,78%
Szlovénia	10	14,96%	42 540	3,46%	12,95%
Görögország	11	0,43%	265 239	2,62%	25,26%

Forrás: Eurostat, MNB, OECD, NasdaqOMX (2017)

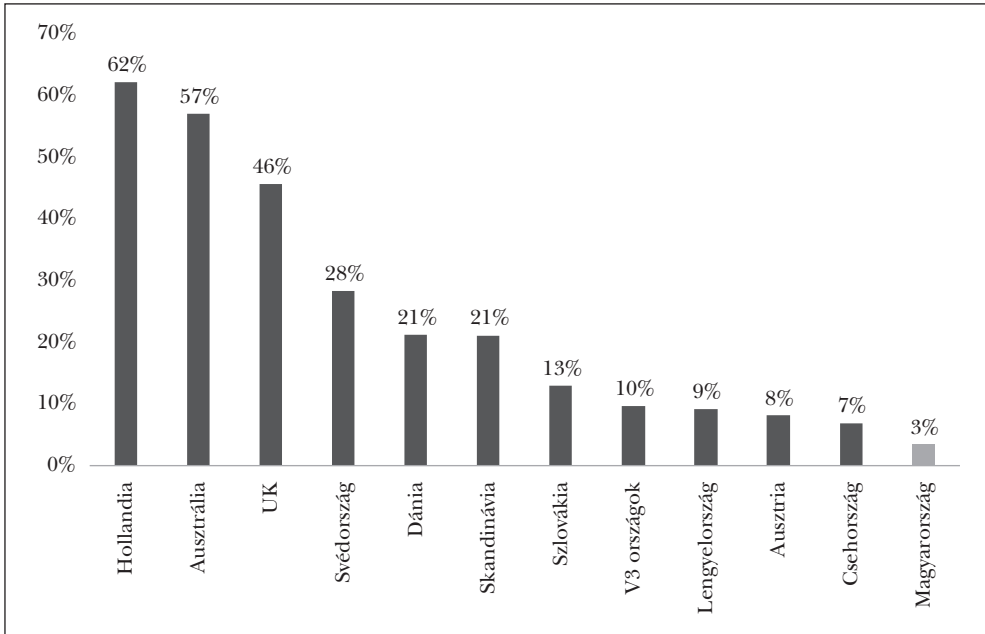
#### A hazai nyugdíjvagyon arányának lakossági pénzügyi vagyonon belüli növelése

A hazai nyugdíjvagyon aránya a lakossági pénzügyi vagyonon belül Magyarországon nemzetközi összehasonlításban igen alacsony, ezen belül is minimális a részvénykitett-ség értéke. A nyugdíjvagyon megoszlását szemlélteti a 10. ábra.

Mindkét arányszám egyidejű növelése mellett a nyugdíjcélú megtakarítások erősebb építőkövei lehetnek a hosszú távú öngondoskodásnak. Ausztriában és Lengyelországban a nyugdíjvagyon aránya mintegy háromszorosa a magyar értéknek, a skandináv országokban pedig 7-10-szeres értékek találhatók.

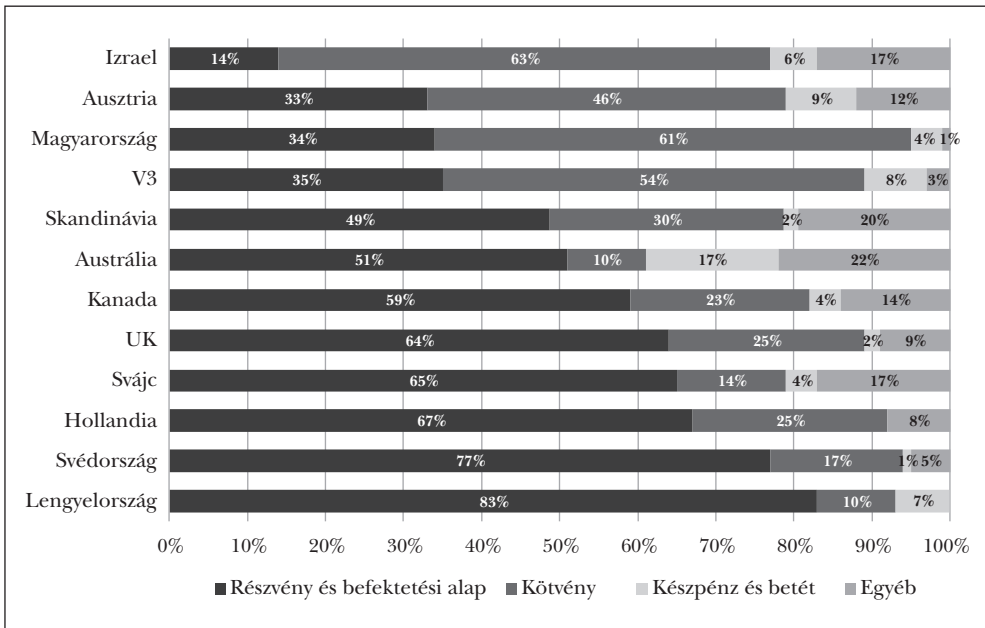
Az öngondoskodás nyugdíjpillére sikeresen az állam, az egyének és a vállalat együttműködésével valósítható meg, mely körben tanulsággal szolgálhatnak a nemzetközi és régiós példák.

10. ábra: A nyugdíjvagyon aránya a teljes lakossági pénzügyi vagyonon belül



Forrás: OECD, Eurostat (2016)

11. ábra: A nyugdíjvagyon megoszlása



Forrás: OECD, Eurostat (2016)

*Pénzügyi tudatosság növelése*

A lakossági pénzügyi kultúra szintje alacsony. Bár a lakosság pénzügyi vagyonának növekedése a 2010 óta eltelt időszakban az egyik legmagasabb volt Európában, a hazai részvényekben tartott vagyon aránya mégis az egyik legalacsonyabb Európában. A Budapesti Értéktőzsde a fő tulajdonosán, a Magyar Nemzeti Bankon keresztül kapcsolódik a kormány pénzügyi tudatosságot fejlesztő programjához.<sup>48</sup> A pénzügyi tudatosság fejlesztésének intézményi szinten is egyre célzottabb megjelenése tapasztalható.<sup>49</sup> A tőzsde fontos célkitűzése a hazai lakosság tőkepiaci ismereteinek, valamint befektetői tudatosságának fejlesztése. E célkitűzés indokoltságát támasztja alá az is, hogy a hazai háztartások részvényben tartott vagyona az elmúlt tíz évben relatív mértékben nem emelkedett, így a lakosság teljes megtakarításán belül a hazai részvények mindössze 1,6%-os részarányt képviselnek. Az alacsonyabb kockázatvállalási hajlandóság abból is adódhat, hogy a potenciális lakossági befektetők a tőzsdei befektetési lehetőségek iránti értelmezése nem kielégítő. A hosszú távú megtakarítások kockázatmentes kamatlábon történő befektetése kihívást jelent, pedig az inflációt jelentősen meghaladó hozamot a vállalati részvények és kötvények beválogatásával tudnak elérni a lakossági portfóliókban.

A BÉT Akadémia keretében a lakossági befektetők tájékoztatást kapnak a hazai részvénybefektetésekhez.<sup>50</sup> A BÉT a tőkepiaci szakemberek képzése keretében elindította a leányvállalatát Budapest Institute of Banking (BIB)<sup>51</sup> néven.

## ÖSSZEGRÉS

A magyar gazdaság versenyképességének egyik legfontosabb pillére a magyar kis- és középvállalatok megerősítése, melyhez a tőzsde a maga eszközszerével érdemben hozzájárulhat. A 2010-es gazdaságpolitikai fordulat, a szereplők közötti bizalom helyreállítása és erős gazdasági fundamentumaink kohezív rendszere kivételes lehetőséget ad a tőkepiac eredményes fejlesztéséhez, figyelembe véve, hogy az ökoszisztéma megerősítése hosszú és összetett folyamat, s Magyarország a régiós versenytársakhoz képest is jelentős hátrányból indult. A Budapesti Értéktőzsde 2016 és 2020 között meghirdetett stratégiájának első félideje az alapok kiépítésére és megerősítésére szolgált, melyet jól kiegészítenek a társadalmi bizalom terén elért eredmények. A következő időszak különleges lehetőség arra, hogy a vállalatok támogató feltételrendszerben erősíthessék meg a tőkeági finanszírozási lábukat, növeljék versenyképességüket, exportképességüket, vagy akár sikeres generációváltást hajtsanak végre. A több szempontból kedvező makrogazdasági és kamatkörnyezetben felkészülhetnek a vállalatok arra a minőségi szintugrásra, amit a tőzsdei jelenlét jelent: magasabb transzparencia, nagyobb nyilvánosság. A nagyobb transzparencia jobb tárgyalási feltételeket is kínál a versenytársakhoz képest, továbbá jobb hozzáférést a befektetői eszközökhöz és piachoz. Így a stratégia második félidejének legfontosabb kihívásait a tényleges bevezetések megvalósulása jelentheti.

Az elmúlt időszakban kialakított, a kvk-k tőzsdei megjelenését támogató, többlépcsős szolgáltatási rendszer lehetőséget biztosít a hazai tulajdonú vállalatok feltőkésítésére és versenyképességének fokozására, az e körben azonosított 300 vállalat alkalmas lehet a tőzsdei megmértetésre.

## JEGYZETEK

- <sup>1</sup> Matolcsy György szerepe a Magyar Modell fontos pillérét adó, 2010-től megvalósított fiskális, majd a 2013-tól megvalósított monetáris politikai fordulatban stratégiai jelentőségű. A jegybanki szemléletváltás részeként a piac és az állam harmonikus működése felé vezető út egyik mérföldkövét éppen a Budapesti Értéktőzsde 2015-ös nemzeti tulajdonba kerülése adja. A szerzők köszönetet mondanak a Budapesti Értéktőzsde két korábbi elnökének: Nagy Mártonnak, a Magyar Nemzeti Bank alelnökének és Patai Mihálynak, a Bankszövetség elnökének; valamint Szarka Gábornak a cikk készítése során nyújtott segítségükért. A kutatás részét képezi a közpénzügyi megújulás, állami modellváltás témájú cikksorozatnak, melyhez kapcsolódóan előzményként az *Ősztönző adórendszer felé* című cikk, majd következő állomásként e tanulmány készült el. A Magyar Nemzeti Bank, illetve a Nemzeti Közföldügyi Egyetem Közpénzügyi Kutatóintézetének közgazdászai a tanulmányok társszerzői.
- <sup>2</sup> A Holland Kelet-indiai Társaság (Vereenigde Oostindische Compagnie, VOC) 1602-ben a világ első multinacionális nagyvállalataként, a befektetők számára tényleges vállalati részvénykibocsátást valósított meg az Amszterdami Értéktőzsdén, amellyel egyben létrehozta a modern tőzsde intézményét. Smith, 2004.
- <sup>3</sup> A tőzsdét előkészítő bizottságot Kochmeister Frigyes vezette, akit a tőzsde első elnökévé (1864–1900) is választottak. A Pesti Lloyd Társulat Duna-parti székházában kezdődött a magyar tőzsdetörténet.
- <sup>4</sup> Az éves forgalom 1913-ban elérte az egymillió darabot, a Budapesti Giro- és Pénztáregylet forgalma pedig 2,7 milliárd koronára rúgott. Eközben a gabonaforgalom is dinamikusan bővült: az 1875-ös évi 400 ezer tonna után a századfordulón már egymillió, a világháború előtt csaknem másfél millió tonna gabona fordult meg a tőzsdén.
- <sup>5</sup> Az első világháború, Európa számos országához hasonlóan, Magyarországon is a tőzsde bezárását hozta 1914. július 27-én, ám a kereskedés ez idő alatt sem állt le, 1918-ban 7,2 millió papír cserélt gazdát.
- <sup>6</sup> A forint bevezetése 1946. augusztus 1-jén történt. A korábban kibocsátott, koronában és pengőben jegyzett kötvényekre nem teljesítettek kifizetéseket, a részvénytársaságok pedig a háborús veszteségek miatt nem fizettek osztalékokat, az árfolyamok erőteljesen estek, és végül két hónappal később a Szabadság téri épületben megtestesülő vagyon állami tulajdonba került.
- <sup>7</sup> Az 1989 októberében hozott kormánydöntéssel kezdetét vette az értékpapírtörvény előkészítési folyamata. A törvényjavaslat 1990 januárjában került a parlament elé, és március 1-jével lépett érvénybe. A hatálybalépéssel egyidejűleg tüzték ki június 21-ére a Budapesti Értéktőzsde alakuló közgyűlését.
- <sup>8</sup> A hazai blue chippek közül elsőként a Richter tőzsdei bevezetése valósult meg 1994-ben, amelyet az OTP és a MOL követett 1995-ben, majd a Matáv részvényeivel is megindult a kereskedés 1997-ben. Ezáltal például az OTP tőzsdére vitele közel egy évtizeddel előzte meg a lengyel PKO Bank 2004-es IPO-ját.
- <sup>9</sup> A jelenlegi kapitalizációs szint 20,6%.
- <sup>10</sup> Nemzeti bajnokok: MOL, OTP, Richter.
- <sup>11</sup> KELER: Központi Elszámolóház és Értéktár Zrt. (KELER Zrt.). A KELER mint központi értéktár végzi a Magyarországon kibocsátott értékpapírok ISIN-kódjainak kiadását, a tőzsdetagok központi értékszámáinak vezetését, valamint a KELER Zrt. Értéktára látja el a nála letétbe helyezett értékpapírok fizikai őrzését, letéti kezelését.
- <sup>12</sup> Túlzott mértékű hiány, kedvezőtlen finanszírozási szerkezet, magas külső adósságállomány, beruházás helyett fogyasztás, devizahitelezés.
- <sup>13</sup> Nagy Márton és Kolozsi Pál Péter (2017) tanulmányában részletesen ír e kérdéskörrel.
- <sup>14</sup> A beruházások oldaláról az alacsonyabb tőkeköltségen és a vállalatok mérlegén keresztül hatással, míg a fogyasztások oldaláról likviditási és vagyonhatással bír a lakossági dimenzióban, részletesen lásd Teremi, 2017.

- <sup>15</sup> A japán jegybank a harmadik legjelentősebb befektető a japán tőzsdén, ETF-állománya 21 billió jen (185 milliárd dollár).
- <sup>16</sup> [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union_en).
- <sup>17</sup> IPO: elsődleges kibocsátások.
- <sup>18</sup> Régiós kitekintésben a legnagyobb arányban – 70 százalékkal – esett vissza a forgalom.
- <sup>19</sup> A Budapesti Értéktőzsde ezen vállalatok igényeire reagálva hozta létre Xtend piacát, és a piaci szereplőkkel együttműködve támogatja ezen vállalatokat a piacra lépés előkészítése érdekében.
- <sup>20</sup> Gyakori példa a kisbefektetők felé történő árkedvezmény biztosítása. A magyar háztartások így közvetlenül is részesednek a hazai vállalatok sikeréből, támogatva a magyar háztartások vagyonának növekedését, egyúttal hozzájárulva a reálgazdaság finanszírozásához.
- <sup>21</sup> Az OTP indulástól mért évesített hozama 21,4%, a MOL esetén 14,4%, a Richter esetén 15,4%. Egyedül a Telekom (korábbi Matáv) teljesítménye marad el –2,8%-kal.
- <sup>22</sup> Banai és szerzőtársai részletesen kifejtik és feldolgozzák a hitelezés erősödésének növekedési hatásait, valamint a tőkepiaci és bankrendszeri fejlettség összetevőit.
- <sup>23</sup> Keynes szerint válság idején az állam költsékezen, jó időben tartalékoljon. Ezzel szemben az önszabályozó piac illúziója a piaci erők elsődlegességét hangsúlyozta.
- <sup>24</sup> Kohlhofer-Mizser (2016) tanulmányában részletezi a békéltető testületek működését a Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény 96. § (1) bekezdésére fókuszáltnak.
- <sup>25</sup> Pénzügyi közvetítőkörrel érintő törvénymódosító csomag: 2016. évi LIII. törvény a pénzügyi közvetítőkörrel érintő egyes törvények módosításáról.
- <sup>26</sup> A 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról.
- <sup>27</sup> A nyugat-európai Real Estate Investment Trust mintájára.
- <sup>28</sup> Az Országgyűlés 2018. július 20-án elfogadta az egyes adótörvények és más kapcsolódó törvények módosításáról szóló T/15428/25. számú törvényjavaslatot, mely a piaci igényeknek megfelelően módosított a szabályozott ingatlanbefektetési társaságokról (szit) szóló törvényen. Ezzel a szit-feltételrendszer igazodott az ingatlancégek működési sajátosságaihoz, valamint a kapcsolódó társasági jogi és számviteli szabályokhoz.
- <sup>29</sup> Graphisoft Park SE, Budapesti Ingatlan Nyrt.
- <sup>30</sup> Parragh és Palotai (2018) részletesen elemzi az állami modellváltás adórendszer és adóigazgatás reformjában tettenest öltözött pozitív reálgazdasági hatásait az állami megújulással összefüggésben.
- <sup>31</sup> 2018. augusztus elsejétől hatályos.
- <sup>32</sup> Államadósság Kezelő Központ, Magyar Kereskedelmi és Iparkamara, Magyar Könyvvizsgálói Kamara, Önkéntes Pénztárak Országos Szövetsége, Pénziránytű Alapítvány, MFB Invest Befektetési és Vagyonkezelési Zrt., Munkaadók és Gyáriparosok Országos Szövetsége, Magyarok a Piacon Klub, Szellemi Tulajdon Nemzeti Hivatala. Külföldi együttműködési megállapodások: Londoni Tőzsde (ELITE Programjával), Bank of China, Shanghai Gold Exchange.
- <sup>33</sup> Matolcsy és Palotai (2016) a tanulmányukban a fiskális és monetáris politika kölcsönhatásának gazdasági hatásait vizsgálják, mely tekintetében a 2013-as monetáris politikai fordulatot eredményező jegybanki szemléletváltás adta meg az összhang lehetőségét.
- <sup>34</sup> A sikeres gazdasági felzárkózás elérésének kulcsfontosságú alapfeltétele az állam és a magánszektor minél több területen megvalósuló kooperációja, így a 2010 utáni magyarországi adóreform és a 2016-tól megvalósuló adóigazgatási reform. Az elmúlt nyolc év rendszerszintű adópolitikai változásait Parragh és Palotai (2018) vizsgálta.
- <sup>35</sup> A 46 százalékos uniós átlagot meghaladóan a megkérdezettek 70 százaléka bízik a hazai kormányban.
- <sup>36</sup> Lentner (2015) dolgozatában intézményi, történelmi és tudományos összefüggésben tárgyalja az új magyar állampénzügyi rendszert, kiemelve a magyar társadalom kormányzattal szembeni attitűdjét.
- <sup>37</sup> 2016-ban indult el célkitűzéssel a BÉT Akadémia kezdeményezés.
- <sup>38</sup> 2018. augusztusi adatok szerint a háztartások állampapír-állománya 84 milliárd forinttal, míg a tőzsdéi részvényekben tartott megtakarítások mindössze 9 milliárd forinttal emelkedtek.
- <sup>39</sup> Ebből a célból hozta létre oktatási lányvállalatát 2017-ben, Budapest Institute of Banking (BIB) néven. Az intézet létrehozásával hatékonyabbá és eredményesebbé tehető a tőzsde pénz- és tőkepiaci képzési tevékenysége, ahogy a Pénziránytű Alapítvánnyal közös pénzügyi tudatosságot fejlesztő programok is e célt szolgálják.

- <sup>40</sup> Az új értékrendre építő gazdaságpolitikai modellhez kapcsolódó közzféra működésében leképeződött változásokat és új szemléletet elemzi Parragh (2015) tanulmányában.
- <sup>41</sup> A fenti megfontolások és nemzetközi tapasztalatok fényében egy, a BÉT fő szabályozott piacától markánsan elkülönülő, külön márkanév alatt futó kkv-piac létrehozását tartotta a legcélravezetőbbnek.
- <sup>42</sup> Az ELITE Program a Milánói Tőzsdéről indult 2012-ben. A folyamatosan bővülő nemzetközi közösségnek 12 magyar vállalkozás a tagja (ugyanakkor mintegy 2500 teljesíti a bekerülési kritériumokat), ezzel Magyarország a kelet-közép-európai régióban az élen szerepel. Az európai program világszintű lett: Marokkó, Észak-Afrika, Libanon, Szaúd-Arábia, Észak-Amerika (Ohio), Brazília, Kína.
- <sup>43</sup> A programban 33 ország 34 szektorából több mint 900 cég vesz részt, a fejlődésüket több mint 200 tanácsadó és ugyanennyi befektető támogatja.
- <sup>44</sup> Az operatív működés 2018-ban kezdődött. Alapkezelő: Széchenyi Tőkealap-kezelő.
- <sup>45</sup> A BÉT és a Nemzetgazdasági Minisztérium között 2017 decemberében történt az európai uniós GINOP-forrásból megvalósítható Mentoring Program aláírása.
- <sup>46</sup> A program két elemből tevődik össze. Az első elem a fejlődni kívánó vállalatok nemzetközi képzését támogatja, ahol vállalkozásfejlesztési ismeretekkel gazdagodhatnak. A már elindult második elem pedig a közép-vállalatok tőzsdei felkészülését támogatja, illetve ösztönzi őket a tőkepiacon történő forrásbevonásra.
- <sup>47</sup> Nagy Márton a HBLF konferencián fejtette ki gondolatmenetét. Nagy, 2018.
- <sup>48</sup> Nemzeti Pénzügyi Tudatosság stratégia. Kiemelt célok: pénzügyi edukáció, tudatos pénzügyi magatartás, tudatos fogyasztói magatartás, pénzügyi felzárkózás, körültekintő hitelfelvétel, öngondoskodás ösztönzése, továbbá a készpénzkímélő fizetési eszközök szélesebb körű alkalmazásának megvalósítása.
- <sup>49</sup> A pénzügyi ismeretek széles körének fejlesztése stratégiai jelentőségű kérdés Magyarországon. A Magyar Nemzeti Bank, az Állami Számvevőszék, a Nemzeti Adó- és Vámhivatal (adózási ismeretek) és a Budapesti Értéktőzsde (tőkepiaci ismeretek) aktívan vállal szerepet a legkülönbözőbb oktatási dimenziókban.
- <sup>50</sup> Itt továbbá megemlíthetők az online tőzsdejátékok, BÉT-látogatási lehetőségek, Pénz7 keretében a Pénziránytű Alapítvánnyal közös, középiskolásoknak szóló tőzsdejáték.
- <sup>51</sup> A BIB számos kurzusa szól a tőkepiaci szereplőknek, nagyon magas etikai elvárások mellett. A pénzügyi kultúra fejlesztése hosszú távon járul hozzá a hazai tőkepiacok fenntartható növekedéséhez.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

- Banai Ádám – Erhart Szilárd – Vágó Nikolett – Varga Péter (2016): A tőzsdképesség vizsgálata a magyar kis- és középvállalati szektorban. *Hitelintézet Szemle*, 15. évf., 3. sz., 79–109., [www.hitelintezetiszemle.hu/letoltes/banai-adam-erhart-szilard-vago-nikolett-varga-peter.pdf](http://www.hitelintezetiszemle.hu/letoltes/banai-adam-erhart-szilard-vago-nikolett-varga-peter.pdf).
- Banai Ádám – Horváth Gábor – Vonnák Balázs (2016): A pénzügyi közvetítés szerepe a növekedésben. In: Palotai Dániel – Virág Barnabás: *Versenyképesség és növekedés*. Magyar Nemzeti Bank könyvsorozat, Válasz Könyvkiadó, Budapest.
- BÉT (2017): *Stratégiai jelentés 2016*. Budapesti Értéktőzsde Zrt., Budapest, <https://bet.hu/Rolunk/a-budapesti-ertektozsderol/BET-Strategiai-Jelentes-2016>.
- BÉT (2018): *Stratégiai jelentés 2017*. Budapesti Értéktőzsde Zrt., Budapest, <https://bet.hu/Rolunk/a-budapesti-ertektozsderol/BET-Strategiai-Jelentes-2017>.
- Covey, Stephen M. R. – Merrill, Rebecca R. (2011): *A bizalom sebessége. A rejtett tényező, ami mindent megváltoztat*. HVG Könyvek, Budapest.
- Domokos László (2017): *A jó kormányzás támogatása a számvevőszéki tevékenység megújításán keresztül*. PhD-értekezés, Nemzeti Közszolgálati Egyetem, Budapest.
- Eurobarometer (2015): Eurobarometer 70.1 (2008) & Eurobarometer 79.3 (2013). European Research Centre for Anti-Corruption and State-Building (ERCAS), Public Integrity and Trust in Europe, Berlin.
- Gyükeri Mercédesz (2015): Nagy Márton: A mostanihoz képest csak jobbat lehet kihozni a tőzsdéből. *VS.hu*, december 15., <https://vs.hu/gazdasag/osszes/nagy-marton-a-mostanihoz-kepest-csak-jobbat-lehet-kihozni-a-tozsdebol-1215#!s6>.

- Kohlhoffer-Mizser Csilla (2016): Mediáció a jogi személyek életében I. In: Csiszárík-Kocsir Ágnes (szerk.): *Vállalkozásfejlesztés a XXI. században IV.* Tanulmánykötet, Óbudai Egyetem, Budapest, 202–210.
- Kolozsi Péter Pál – Lentner Csaba – Parragh Bianka (2018): Közpénzügyi megújulás és állami modellváltás Magyarországon. *Polgári Szemle*, 13. évf., 4–6. sz., 28–51., <https://doi.org/10.24307/psz.2017.1204>.
- Korányi G. Tamás – Szeles Nóra (2005): *Tőzsde születik 1864–1990*. Budapesti Értéktőzsde, Budapest.
- Lentner Csaba (2015): Az új magyar állampénzügyi rendszer – történeti, intézményi és tudományos összefüggésekben. *Pénzügyi Szemle*, 60. évf., 4. sz., 458–472.
- Matolcsy György (2010): A bizalom helyreállítása. A siker a versenyre való képesség függvénye. *Heti Válasz*, április 22.
- Matolcsy György (2015): *Egyensúly és növekedés*. Kairosz Könyvkiadó, Budapest.
- Matolcsy György – Palotai Dániel (2016): A fiskális és monetáris politika kölcsönhatása Magyarországon az elmúlt másfél évtizedben. *Hitelintézési Szemle*, 15. évf., 2. sz., 5–32.
- Matolcsy György – Palotai Dániel (2018): A magyar modell: A válságkezelés magyar receptje a mediterrán út tükrében. *Hitelintézési Szemle*, 17. évf., 2. sz., 5–42., <https://doi.org/10.25201/hsz.17.2.542>.
- MNB (2016): *Féldős jelentés 2013–2016*. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, <https://www.mnb.hu/letoltes/felidos-jelentes-2013-2016-hun-0303.pdf>
- Nagy Márton (2018): *Duplázódó lakossági megtakarítás – Mi várható a jövőben?* HBLF Konferencia, Budapest, szeptember 29.
- Nagy, Márton – Kolozsi, Pál Péter (2017): The Reduction of External Vulnerability and Easing of Monetary Conditions with a Targeted Non-Conventional Programme: The Self-Financing Programme of the Magyar Nemzeti Bank. *Civic Review*, Vol. 13, Special Issue, 99–118, <https://doi.org/10.24307/psz.2017.0307>.
- Parragh Bianka (2015): Szemléletváltás a közszférában – Reform és versenyképesség. In: Csiszárík-Kocsir Ágnes (szerk.): *Vállalkozásfejlesztés a XXI. században V.* Tanulmánykötet, Óbudai Egyetem, Budapest, 375–392.
- Parragh Bianka – Palotai Dániel (2018): Az ösztönző adórendszer felé. Az adórendszer és az adóigazgatás reformja Magyarországon. *Pénzügyi Szemle*, 63. évf., 2. sz., 201–220.
- Smith, B. Mark (2004): *A History of the Global Stock Market. From Ancient Rome to Silicon Valley*. University of Chicago Press, Chicago.
- Teremi Márton (2017): A monetáris politika és a tőzsde összefüggései. In: Lehmann Kristóf – Palotai Dániel – Virág Barnabás (szerk.): *A magyar út – célzott jegybanki politika*. Magyar Nemzeti Bank könyvsorozat, Budapest, 667–682.
- Végh Richárd (2016): *A magyar tőkepiac fejlesztésének fő irányai a minőségbiztosítás tükrében*. XXIV. Országos Könyvvizsgálói Konferencia – Minőség és bizalomépítés. Magyar Könyvvizsgálói Kamara, Budapest.