

Beszámoló a 10. Pénzügyi piacok likviditása konferenciáról*

Morvay Endre – Kotró Balázs – Márkus Martin – Lakatos Zsolt

2019. november 14–15-én a 10. Pénzügyi piacok likviditása c. konferenciát a sorozat évtizedes jubileumát ünnepelve tartották meg a Budapesti Corvinus Egyetemen (BCE). A tudományos és gyakorlati pénzügyi élet szakembereit felvonultató eseményt a korábbi évekhez hasonlóan az egyetem Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszékén működő Pénzügyi Kutatóközpont (Financial Research Centre) és a Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Játékelméleti Kutatócsoportja szervezte. Az aktuális piaci igények által generált kérdésekre a tudomány által adott legfrissebb válaszokat bemutató rendezvény létrejöttében jelentős szerepe volt mind a magánszektorból, mind az alapítványoktól származó forrásoknak. A Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék Alapítványa mint arany fokozatú támogató mellett további kiemelt szponzorációt biztosított a CFA Society Hungary, a KELER KSZF, az MSCI, a Morgan Stanley, az OTP Bank és a Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem Pénzügy Tanszéke. A két napon át tartó konferencián 45 szakmai előadást és 11 posztert hallgathattott, illetve nézhetett meg a 150 résztvevő. A rendezvényen 22 ország és 52 intézmény képviseltette magát.

November 14-én, a rendezvény első napján a jelenlévőket *Vastag Gyula*, a BCE tudományos rektorhelyettese üdvözölte. A megnyitót követő plenáris szekció főelőadását *Andrew Karolyi* tartotta, aki az SC Johnson College of Business kiemelt professzora a Cornell Egyetemen. Karolyi nem először volt vendége és főelőadója a likviditási konferenciának, hiszen 2017-ben szintén ő nyitotta meg azt. Prezentációja biztosította az összejövetel komoly szakmai felütését még úgy is, hogy most nem saját kutatásaiból merítette a témát, hanem szerkesztői munkájából fakadóan a klímapiénzügyek tudományban betöltött, vagy ha úgy tetszik, egyelőre még be nem töltött szerepéről beszélt. Karolyi főszerkesztőként indította útjára a Review of Financial Studies folyóiratnál azt a kezdeményezést, melynek köszönhetően válogatáskötetben publikálták az általuk elhanyagoltnak ítélt terület, a pénzügyi világ és a klímaváltozás kapcsolatát vizsgáló írásokat. A kiírásakor tisztában voltak azzal, hogy a beérkezett tanulmányok nem okvetlenül vezetnek szignifikáns eredményre,

* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Morvay Endre a Magyar Nemzeti Bank oktatási és kutatási szakértője. E-mail: morvaye@mbn.hu
Kotró Balázs a Budapesti Corvinus Egyetem Phd-hallgatója. E-mail: balazsbence.kotro@uni-corvinus.hu
Márkus Martin a Budapesti Corvinus Egyetem Phd-hallgatója. E-mail: martin.markus@uni-corvinus.hu
Lakatos Zsolt a Budapesti Corvinus Egyetem Phd-hallgatója. E-mail: zsolt.lakatos@uni-corvinus.hu

de legalább egy alaptalanul elhanyagolt témának biztosítanak megjelenési felületet. Karolyiék lényegében megfordították a hagyományosnak számító publikációs folyamatot: a klímapénzügyek témához kapcsolódó kutatási terveket vártak, majd ezeket elbírálva adtak zöld utat a kiválasztott terveknek, kutatóknak, garantálva, hogy az eredménytől függetlenül a kutatás publikálásra kerül a folyóirat különszámában. A végül 2020. márciusában megjelent kiadványban ígéretes cikkek láttak napvilágot, többek közt a nagy cégek klímaváltozással kapcsolatos érzékenységéről és kockázatkezeléséről, klímaváltozási indexekről, illetve a lakásárak és a tengerszint emelkedésének kapcsolatáról.

A plenáris szekciót követően párhuzamoson futó szekciók előadásaira került sor. A szekciók makrogazdasági, eszközárzási és kötvénypiaci témákkal, valamint elméleti kérdésekkel és a szociális innovációk szakterületével foglalkoztak. Az eszközárzással foglalkozó szekciót meghívott előadóként *Niklas Wagner*, a Passaui Egyetem professzora nyitotta meg. Előadásában az eltérő felárak szerepét vizsgálta részvénypiacokon a kereskedési és kereskedés nélküli időszakokban. Kutatása a várható hozamok és a feltételes variancia közötti intertemporális kapcsolatra és a kereskedési szünetek szerepére fókuszált. Modelljében e kapcsolat révén két különböző eszközárzási folyamatot olvaszt egyggyé: egy folytonos folyamatot, mely a kereskedési időszak során szétszóródó kockázatot reprezentálja, illetve egy nem folytonosat, mely a kereskedési szünetekben (overnight) megfigyelhető, véletlenszerű árváltozásokat modellezi. Ezzel a kereskedési és nem kereskedési kockázatokért járó eltérő prémiumokkal terjeszti ki Merton 1973-ban publikált intertemporális eszközárzási modelljét. Az eredmények azt mutatják, hogy a várható piaci felár alakulásának megértésében mind a kereskedési kockázat, mind a nem kereskedési időszakokban történő árváltozások kockázata fontos szerepet tölt be. Wagner rávilágított arra is, hogy a kockázati prémium szignifikánsan eltér a két időszakban. Az előadás egyik fő üzenete az volt, hogy a tőzsdei záróra általában együtt jár a befektetők kockázatkerülésének növekedésével, akik így a piaci portfólió kereskedési szünetekben való tartásáért magasabb prémiumot várnak el.

A délutáni, párhuzamosan futó szekciók a kötvénypiac, valamint az elméleti és a szociális innováció kérdésköreivel foglalkoztak. Az utóbbi szekció első előadását *Alexander Szimayer*, a Hamburgi Egyetem pénzügyprofesszora tartotta. Szimayer a BCE Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszékének három munkatársával, Csóka Péterrel, Bihary Zsolttal és Kerényi Péterrel folytatott közös kutatásának eredményeiről számolt be, melyben az ügyvezetési jogkört és a bérkövetelést vizsgálták a megbízó–ügynök keretrendszerben. Egy időben folytonos modellt ismerhetett meg a hallgatóság két nem szokványos jellemzővel: 1) az ügynök korlátozni tudja a megbízó stratégiáit, 2) az ügynökök a jövőbeli fizetési igényeiket a múltbeli fizetések alapján határozzák meg, szerencsefaktorral is számolva. Figyelembe veszik továbbá azt is, hogy a részvényesek (megbízók) korlátozhatják a bérköveteléseket az ügynökök kárára, összhangban az ún. say-on-pay-jel, vagyis a vállalatvezetők

javadalmazását érintő részvényesi szavazással. E keretrendszerben vizsgálható így az ügyvezetői jogkör felsővezetői kompenzációra gyakorolt hatása, illetve a 2000-es évek bérigényekkel kapcsolatos szabályozásai. Az eredmények azt mutatják, hogy a say-on-pay növeli a megbízók erejét (értékét), csökkenti a felháborodást, vagyis természetes korlátként gátolják a javadalmazás túlzott emelkedését, s így csökkentik az ügynökök bérét magas fizetési igény mellett. Ezzel szemben, alacsony, illetve közepes fizetési igény mellett a say-on-pay kismértékben növeli a teljes kifizetést, miközben megváltozik a szerkezet, eltolódás van az ösztönzésfüggő bérkomponensek irányába.

Az esti, plenáris szekciót *Szentes Balázs*, a London School of Economics professzorának és több magasan jegyzett gazdasági folyóirat szerkesztőjének előadása indította. A játék- és szerződéselmélettel foglalkozó szakember a kereskedés előtti tanulási folyamatról, a „szabad” információk figyelmen kívül hagyásából fakadó hatékonyság-csökkenésről tartotta előadását. Kétoldalú kereskedelmi modelljében az eladó egy „fogadd el, vagy hagyd itt” típusú ajánlatot tesz, ugyanakkor a vevő nem biztos a termék értékében, de felár ellenében többletinformációhoz juthat, és e költség egyenletesen növekszik az információtartalommal. Amennyiben ingyenes tanulási lehetőséget feltételezünk, a modell egyensúlyai Pareto-rangsorolhatóak. Az előadó rámutatott arra, hogy ha a tanulás költséges, de az információ ára a nullához tart, akkor a legrosszabb ingyen-tanulás melletti optimumhoz tart a rendszer.

A konferencia első napját *Rafael Schiozer*, a Brazil Nemzeti Kutatási Tanács Pénzügyi és Számviteli igazgatója zárta. A pénzügyi stabilitás és a bankrendszerek vizsgálatával foglalkozó szakember előadását a bankhitelek átstrukturálásának (forbearance) gyakorlati tapasztalatairól tartotta. Fő kérdése az volt, hogy mikor és milyen körülmények, pénzügyi nehézségek között kerül sor a fennálló hiteltartozások újratárgyalására. A következtetések levonására a Brazíliában a nem pénzügyi vállalatoknak folyósított 13 millió hitelt tartalmazó adatbázis alapján került sor, melyből 1,1 milliót átstrukturáltak. A bizonyítékok azt támasztják alá, hogy a nagyobb hitelösszeg és a fedezetek lefoglalásának nehézsége növeli az átstrukturálás valószínűségét. A hitelfelvevők korábbi újratárgyalásai is emelik ezt a valószínűséget, valamint indikátorai lehetnek a szerződések folyamatos megújításának. Az átstrukturálás a hitelek döntő többségénél (80 százaléknál) a 60 napos késedelmet követő négy hónapban jellemző. Ha olyan szabályozás van érvényben, mely szerint a késedelmes hitelekkel is rendelkező hitelfelvevő nem késedelmes hiteleinek fedezetét növelhetik a bankok, akkor ez ösztönzi a nem teljesítő hitelek átstrukturálását. Az így keletkező makrogazdasági erőforrás-elosztási problémák és a hitelveszteségek elrejtése miatt e tapasztalatok a szabályozás és felügyelet számára is fontos tanulságokra hívják fel a figyelmet.

November 15-én a konferencia plenáris szekcióval folytatódott. Elsőként *Jonathan Batten*, a malajziai Utara Egyetem pénzügyprofesszora, az Emerging Markets Review

és a Journal of International Financial Markets Institutions and Money főszerkesztője adott elő. Batten rendszeres meghívott előadónak számít a konferencián, a korábbi években a nemzetközi részvényindexek Brent-olaj határidős ügyletekkel (futures) való fedezésének megvalósíthatóságáról adott elő, felhívva a figyelmet, hogy a fedezés hatékonysága időben változó, és függ az adott részvénypiactól, de gazdasági hasznot eredményez. Előadását most az indonéz és a maláj részvény piacok árfolyammozgásaiból eredő kockázatok Brent- és pálmaolajjal, valamint devizaárfolyam határidős ügyletekkel való fedezhetőségéről tartotta. Az indonéz és a maláj gazdaságban a pálmaolaj-termelők mikro- és kisvállalkozások. Mivel a nemzetközi pálmaolajárak amerikai dollárban denomináltak, így nemcsak a tőzsdén jegyzett árnak, de a dollár-árfolyam változékonyságának is ki vannak téve, ami jelentős gazdasági és társadalmi hatásokkal jár. A részvény piacok illikviditását mérő indexek arra mutattak rá, hogy az időben változó likviditási hatás korrelál a fedezés hatékonyságával. Pénzügyileg fejlettebb és nyitottabb gazdaságokban a likvidebb részvény piacok hatékonyabb fedezést tesznek lehetővé, így a gazdaságilag fejlettebb Malajziában a pálmaolajjal való fedezés hatékonyabb, mint Indonéziában. Egy, az export és import vonatkozásában „egészséges” egyensúllyal jellemezhető gazdaságban a devizaárfolyam-kockázat minimalizálható, így az előadó szerint a termékek tőzsdei árának a változékonyságából eredő kockázatok fedezésére kell koncentrálni.

A plenáris szekció második előadója *Fabrizio Lillo*, a Bolognai Egyetem professzora volt. Előadása az eszközök egységességéről, a rendszerkockázatról és a beruházási stratégiákról szólt. A befektetési alapok és portfólióikban lévő pénzügyi eszközök kapcsolatát dinamikus, kétoldali hálózatábrázolás segítségével elemezte. A befektetési alapok különféle pénzügyi eszközökből állítják össze portfóliójukat, vannak nagyon népszerű (pl. nagyvállalatok részvényei), illetve nagyon népszerűtlen eszközök. Lillo a hasonlóság mérésére az ún. átlagos egységességi együtthatót (ACC: Average Commonality Coefficient) használta, mely az alapkezelők befektetési magatartását tükrözi az általuk tartott eszközök népszerűségének a függvényében. A mutató egyrészt megkülönböztetni a befektetési alapokat az alapján, hogy melyek fektetnek kevésbé népszerű eszközökbe, másrészt az alapok teljesítményéről is képet kapunk. A bemutatott 2003 és 2011 közötti időszakot vizsgáló elemzés fő következtetése az, hogy azok a befektetési alapok értek el jobb teljesítményt, amelyek a kevésbé népszerű eszközökbe fektettek. A speciális (niche) piacokon való befektetéseket ugyanis a pénzügyi piacok nyugtalansága idején a pánikszerű értékesítés (fire sale) kevésbé érinti.

A napi program ezt követően a párhuzamos szekciók előadásaival folytatódott. A szakemberek a likviditás, a beruházási alapok, a központi szerződő felek és a bankrendszer, valamint a szociális innovációk elméleti és gyakorlati kérdéskörével foglalkoztak.

A következő, 2020. november 26–27-én megrendezésre kerülő konferenciára már megnyitották a jelentkezést (https://www.uni-corvinus.hu/fooldal/egyetemunkrol/tanszekek/befektetesek-es-vallalati-penzugy-tanszek/tanszeki-kutatasok/#null_33).