

Beszámoló a 12. Pénzügyi piacok likviditása konferenciáról*

Kotró Balázs Bence – Márkus Martin – Szűcs Balázs Árpád – Tóth Fanni

Immár 12. alkalommal rendezték meg a Budapesti Corvinus Egyetemen (BCE) Magyarország egyik legjelentősebb nemzetközi pénzügyi konferenciáját, a *Pénzügyi piacok likviditása* konferenciát (12th Annual Financial Market Liquidity Conference). A 2021. november 11–12-én tartott eseményt a korábbi évekhez hasonlóan a BCE Pénzügyi, Számviteli és Gazdasági Jogi Intézetének Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszéke és a Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont (KRTK) „Lendület” Játékelméleti Kutatócsoportja közösen szervezte. A Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék Alapítványa mint arany fokozatú támogató mellett kiemelt szponzorációt biztosított a KELER KSZF, a Morgan Stanley és az OTP Bank. A koronavírus-járvány folytatódása következtében 2021-ben először hibrid formában valósult meg a konferencia, így a több mint 150 regisztrált résztvevő számára lehetőség volt online részt venni, emellett azonban biztosított volt a személyes jelenlét lehetősége is az egyetem épületében. A konferencián plenáris előadások és párhuzamos szekciók váltották egymást különböző témakörökre fókuszálva. Az első nap párhuzamos szekcióinak témakörei a következők voltak: megtakarítások és háztartások, piaci mikrostruktúra és gépi tanulás, elmélet, kockázatok, piaci hatékonyság, ESG-befektetések és fenntarthatóság. A második nap párhuzamos szekcióinak témái: eszközárzás és ESG-befektetések, fintech, elmélet és kísérletek, piaci mikrostruktúra és vállalati pénzügy, kötvények és pénzügyi intézmények, csődelőrejelzés. Az összesen elhangzott 53 előadásból négy volt vitaindító beszéd (Keynote speech), további hetet pedig meghívott szakember tartott. Az előadók több mint fele külföldi volt.

A 2021-es likviditási konferenciát megnyitó plenáris ülésen az első előadást *Mariassunta Giannetti* tartotta. A Stockholm School of Economics professzora arra világított rá, hogyan hatnak az amerikai jegybank (Federal Reserve System, Fed) bejelentései a nagy kötvénybefektetési alapok kereskedésére pénzügyi sokk esetén. Az előadó a befektetési alapok adatainak tapasztalatairól beszélt a 2003. január és 2019. december közötti időszakban, valamint a Covid19 megjelenése előtti és

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

Kotró Balázs Bence 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
Szűcs Balázs Árpád a Budapesti Corvinus Egyetem adjunktusa. E-mail: balazsarpad.szucs@uni-corvinus.hu
Tóth Fanni a Budapesti Corvinus Egyetem Phd-hallgatója. E-mail: toth.fanni@uni-corvinus.hu

utáni hat hónapban. Utóbbi időszakban mind a koronavírus, mind a Fed válságkezelő programjának (SMCCF - Secondary Market Corporate Credit Facility) hatása megjelent. Pénzügyi zavarok esetén a befektetési alapok kereskedésük során minimalizálják a kényszereladások negatív árhatásait. Giannetti bemutatta, hogy a Fed kötvénypiaci beavatkozása széleskörűen és gyorsan stabilizálta a piacot azáltal, hogy lehetővé tette a nagy kötvényalapok számára, hogy a nem támogatott kötvényekre koncentrálják válságkezelő kereskedésüket, így ezek árfolyama is gyorsan helyreállt.

A plenáris ülés második előadója *Luc Renneboog*, a Tilburg University pénzügyi professzora volt a fenntartható pénzügyek témában. Három alapvető kérdésre kereste a választ: 1) Milyen alapvető erők készítenek a vállalatokat arra, hogy felelősen viselkedjenek, ne pusztán profitmaximalizálóként? Mi okozza az országokénti különbségeket? 2) Értékkeremtő-e a vállalati társadalmi felelősségvállalás (CSR)? 3) A részvényesek aktivizmusa, avagy nyomásgyakorlása a CSR vagy a társadalmilag felelős befektetések (SRI) irányába teremt-e értéket? Az első kérdéssel kapcsolatban 114 ország 23 000 vállalatának CSR-minősítése azt mutatja, hogy az országok alkalmazott jogrendszere fontosabb, mint például a vállalat vagy az ország egyéb jellemzői (a tulajdonosi koncentráció vagy a politikai intézmények). A második kérdést érintve az előadó elmondta, hogy a CSR-t lehet ügynöki problémának és a vállalati erőforrások pazarlásának tekinteni. A jól irányított vállalatokban, amelyek kevésbé szenvednek az ügynöki problémától (például kisebb készpénzbőség), nagyobb mértékű a társadalmi felelősségvállalás. Végül pedig egy nagy nemzetközi, társadalmilag felelős aktivista alap adatállománya alapján Renneboog kifejtette, hogy a társadalmi felelősség irányába sikeresen elköteleződött vállalatok 5 százalékponttal magasabb részvényhozamot érnek el, mint sikertelen társaik.

A *Megtakarítások és háztartások szekció* utolsó előadását *Kiss Hubert János*, a Budapesti Corvinus Egyetem Közgazdaságtan Intézetének docense tartotta, arra keresve a választ, hogy *a megtakarítási döntések meghozatalában a türelem hogyan függ össze az iskolázottsággal*. Egy lépcsőzetes kérdőív segítségével mérte fel a magyar lakosság reprezentatív mintájának értékpapírtartási, illetve nyugdíj-előtakarékossági preferenciáit. A válaszadókat képzettségi csoportokra bontotta, majd regressziós modellekkel elemezte a végzettség hatását. Eredményei alapján minél iskolázottabb valaki, annál kevésbé türelmes a befektetési döntéseit illetően. Ez azzal magyarázható, hogy a magasán képzettek bíznak a saját képességeikben és jövőbeli lehetőségeikben, így kevésbé fontos számukra a távoli jövőre gondolni és ezen az időhorizonton takarékoskodni.

Az elméleti szekció zárásaként adott elő *Kóczy Á. László*, a Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont tudományos főmunkatársa, illetve a Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem docense. Előadásában az európai energiaválságot érintve azt vizsgálva, hogy milyen hatása lehet a földgázellátás-biztonságra az Északi

Áramlat 2 megnyitásának, vagyis az Oroszország és Németország közötti közvetlen összeköttetési kapacitás megduplázásának. Kóczy az európai földgázpiacot mint az országokat összekötő gázvezetékeket modellezte gráfelméleti megközelítésben. Az Európa egésze számára optimális ellátás lehetőségét kereste, figyelembe véve az átviteli kapacitásokat és a téli/nyári szezonálisitást is. A fő kérdés az volt, mi történne, ha egy vezeték kiesne a rendszerből pl. szabotázs, technikai meghibásodás vagy bármely más okból. Ezt a kockázatot egy, a pénzügyekből kölcsönzött kockázatmérési technikával („*expected shortfall*”, azaz várható alsóági veszteséggel) ragadta meg. Feltevése szerint a kiesésre egyenlő esély van bármely él esetén, tehát eltekintett a vezetékek eltérő hosszától és a területi politikai környezettől. Az eredmények azt mutatják, hogy az ukrán gázfolyosó lezárása esetén az Északi Áramlat 2 megnyitása elsősorban az északi országoknak, illetve a szomszédos országoknak lenne segítség, a déli országok azonban súlyosan megszenvednék a kiesést. Mivel Kelet-Európa földgázellátása már most is nagyon sérülékeny, ezért az előadó bírálta azon európai uniós döntéseket, melyek elvetették a déli gázvezetékek bővítését célzó javaslatokat. Szerinte ugyanis ezek az ellátásbiztonság növelése érdekében szükségesek lennének, és összhangban állnának azzal az elvvel, hogy az energiaunió egészére nézve optimális megoldásokra kell törekedni.

A délutáni, Kockázatok szekcióban *Rose Liao*, a Rutgers Egyetem pénzügy professzora a *nemek közötti kvóták hatásával foglalkozott a bankok kockázataira és a rendszerszintű kockázatokra* vonatkozóan. 39 ország bankjainak mintáján a bankok 70 százaléka három éven belül teljesíti a törvény által előírt kvótát. Az eredmények szerint a bankok kockázatában kevéssé jelenik meg az előírás hatása, de a kvóta bevezetése után a rendszerszintű kockázat növekedése kimutatható. A kockázat növekedése azoknál a bankoknál koncentrálódik, ahol a kvótát a reform bevezetése előtt nem teljesítették, azaz jellemzően azokban az országokban, ahol a női vezetők száma kevesebb, és az egyenlőség is kevésbé érvényesül. A felvételre kényszerülő bankok esetében az újonnan kinevezett női igazgatók általában kevesebb tapasztalattal rendelkeznek, és nagyobb valószínűséggel bennfentesek. Az eredmények összhangban állnak azzal, hogy néhány bank a reformot kijátszva stratégiai okokból bennfentes tagokat nevez ki, ami viszont az igazgatótanács ellenőrzési funkciójának romlásához vezet.

A Kockázatok szekció következő meghívott előadója *James M. Steeley* volt, a Brunel University London Közgazdaságtan és Pénzügy Tanszékének professzora. A pénzügyi piacok és befektetések témakörében kutató előadó azt a kérdést taglalta, hogy *hogyan változik a piaci szereplők magatartása annak függvényében, hogy mennyi információjuk van egy kockázatos eszköz értékéről*. A bemutatott eredmények szembemennek a mind az empiriában, mind az elméleti modellekben is gyakran használt, a befektetői magatartást kockázati környezetben modellező várható hasznosság elméletének téziseivel (*Expected Utility Theory*), s kevésbé stabil kockázati

preferenciákat találnak. Az előadó egy 172 alanyból és 6 250 előrejelzésből álló kísérletről számolt be, melyben a szereplőknek meg kellett határozni egy kockázatos eszköz várható értékét úgy, hogy folyamatosan változtatták a számukra elérhető információk mennyiségét az eszköz értékéről. A kifizetés arányos volt az előrejelzés pontosságával. A kísérlet rámutatott arra, hogy a kevesebb információ kockázatkereső magatartást indikál, míg a több információ kockázatkerülőt, azaz a szereplők a várható profittal fizetnek a kevesebb kockázatért.

Az ESG-befektetések és fenntarthatóság témakörével foglalkozó blokk keretein belül adott elő *Thomas Walker*, a Concordia Egyetem professzora. Az előadás alatt a hallgatóság a kulturális és politikai faktorok szerepét ismerhette meg a Covid19 országonként eltérő terjedési sebességében, a halálozások arányában, illetve a pandémia okozta makrogazdasági sokkok tekintetében. Az aktuális és releváns előadás rámutatott arra, hogy a szocio-politikai faktorok szignifikáns előrejelzői az országok pandémiával szembeni ellenállóságának. Az eredmények szerint az individualista társadalmakban a vírus terjedése lassabb, a fertőzések száma alacsonyabb, míg a korrumpált államigazgatás gyorsabb vírusterjedéssel párosul. A stabil jogi rendszerrel rendelkező országokban, illetve a hosszú távban gondolkodó kultúrákban a koronavírus okozta munkanélküliség alacsonyabb, illetve a stabil politikai környezet jobb felkészültséget eredményez a bizonytalan helyzetekben.

Az esti, plenáris szekciót *Yakov Amihud*, a Stern School of Business, New York University professzorának előadása indította. A pénzügyi piaci mikrostruktúrák és vállalati pénzügyek témájában kutató szakember online előadásában a nagy intézményi befektetők és az átlagos, kisbefektetők világát összekapcsoló vizsgálatáról számolt be. „*This paper ties Wall Street with Main Street...*” – mondta –, vagyis arra világított rá, hogy a részvények illikviditása milyen hatással van a tőkeelérésre és az elvárt hozamra. Eredményei szerint az illikviditás növeli a tőkeelérést és csökkenti a tőkeberuházásokat, a kutatás-fejlesztés és a készletek mértékét, függetlenül a vállalat pénzügyi helyzetétől. Így az illikviditás kevésbé tőkeintenzív folyamatokra sarkallja a cégeket. Tehát az illikvid vállalatok kevésbé kitettek a fix költségeknek, a magasabb tőke-határtermelékenység, az eszközökre eső nagyobb munkaerő-rugalmasság, illetve a kisebb működési tőkeáttét miatt.

A plenáris szekciót és egyben az első napot a szintén online csatlakozó *Avanidhar Subrahmanyam*, a University of California Los Angeles (UCLA) professzorának előadása zárta a likviditási sokkok eszközök közötti tovagyrúzó hatásának empirikus adatokon történő elemzésével. A szakirodalomban ez a hatás már dokumentált, de a vizsgálatok gyakran olyan regressziókkal készültek, melyek identifikáltsága kritizálható, vagy rendszerszintű likviditási sokkot elemeztek, amely természetes, hogy több eszközt is érint. Az előadó által bemutatott legfőbb újdonság, hogy talált egy olyan nem rendszerszintű eseményt, azaz egy olyan eseménytípust, amelyre

egyszerre teljesül, hogy kizárólag likviditási sokkot jelent, egyéb (például árazási) információt nem hordoz, és emellett kizárólag egy részvényre hat. Ez az eseménytípus a kétlépcsős kiválás („*two-step spinoff*”) tőzsdére lépés (IPO) mellett. Ekkor az IPO során a kiváló cégnek csak 20 százalékát viszik tőzsdére, majd bejelentik, hogy mikor viszik tőzsdére a maradék 80 százalékot. A második körös tőzsdére vitel egy ilyen esetben már kizárólag likviditási sokk, hiszen a bejelentés pillanatában már beépült a várakozásokba az információ. Az előadó 1986 és 2017 között 64 ilyen New York-i tőzsdéken megfigyelt esemény tapasztalatait osztotta meg. A kiváló cégre ható likviditási sokk ilyen esetben egyértelmű, a tovagyűrűző hatás pedig az iparágban tevékenykedő hasonló cégekre vizsgálható. A likviditási sokk hatására a hasonló cégek likviditása is javult, és az intézmények is többet vettek belőlük. A nagyobb likviditás értékesebbé teszi az értékpapírokat, mely hatás szintén megfigyelhető volt a hasonló, likviditási sokk által közvetlenül nem érintett cégek esetén is. Mindezt Subrahmanyam úgy interpretálta, hogy a kivált cégek részvényeinek likviditása és ára nyilvános többletinformációt hordoz a hasonló cégekre nézve is. Emiatt a likviditás növekedése a hasonló cégekben is csökkenti az információk aszimmetriát.

A második napot *Jonathan Batten* online előadása nyitotta, mely a *Bennfentes kereskedés és piaci manipuláció (Insider Trading and Market Manipulation)* címet viselte. Az előadás rávilágított arra, hogy miért nevezik a bankszektor a „pénzügy rothadó szívének” („*the rotten heart of finance*”). A hallgatóság három esettanulmányt ismerhetett meg. Az első esetben Batten szemléltette, hogy volt képes egy „Cartel” nevű chat-szoba a devizaárfolyamok manipulálására. Másodikként a LIBOR meghatározásával való visszaélést tárgyalta és azt, hogy a kirobbant botrány hogyan érintette a globális pénzpiacot. Végül egy bennfentes kereskedési ügy részleteiről hallhattunk. Egy ausztrál statisztikai hivatali dolgozó az ausztrál dollárra vonatkozó, nem publikus információkat szivárogtatott ki az egyik banknál tréderként dolgozó barátjának, így téve szert 5 millió dollárnyi profitra egy év alatt. Mindezekkel a példákkal Batten azt kívánta érzékeltetni, hogy a „*top-down*” módon működő szabályozói hatóság túlságosan is kített a komoly korlátokkal küzdő piacfelügyeletnek.

Batten nyitóelőadását három párhuzamos szekció követte, melyek közül a Fintech blokkot *Huszár Zsuzsa* előadása zárta. A 2021-es év elején nagy médiavisszhangot kapott Amerikában a Covid19-járvány nyomán megnövekvő lakossági részvénykereskedés. Az előadó hasonló folyamatok után kutatott a kínai piacon, és arra volt kíváncsi, hogy az internetes keresések száma összhangban van-e a tőkepiaci mozgásokkal. A vizsgálat relevanciáját indokolja, hogy az ázsiai országban a lakossági kereskedés dominálja a piacot, valamint az átlagember napi interneten töltött óráinak száma is jóval magasabb, mint a nyugati világban. Huszár a Baidu keresőmotor statisztikáira támaszkodva az IT szektor, a gyógyszeripar és a Kínában igen nagy népszerűségnek örvendő borpiac vizsgálati eredményeit osztotta meg. Panelregressziós modellje alapján arra jutott, hogy a nagy érdeklődést kiváltó cégek részvényei hosszú távon

jobban teljesítettek, de ez a hatás a kereskedési költségek és a tranzakciós díjak miatt elenyésző. Az előadó felhívta a figyelmet a pusztán népszerűségi alapú kereskedés veszélyeire és diverzifikációt ösztönző szerepére.

A konferenciát *Dömötör Barbara*, a Budapesti Corvinus Egyetem Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszékének docense, a konferencia szervezőbizottságának elnöke zárta. Bejelentette, hogy 2022. november 10-én és 11-én rendezik a 13. Pénzügyi piacok likviditása konferenciát, amelyre a jelentkezést már megnyitották (<http://afml.uni-corvinus.hu>).