

DIPLOMADOLGOZAT

Molnár András

2024



Magyar Agrár- és Élettudományi Egyetem
Szent István Campus

Executive MBA szakközgazdász
Szakirányú Továbbképzés

A NÖVEKEDÉSI KÖTVÉNYPROGRAM,
MINT VERSENYKÉPESSÉGI TÉNYEZŐ

Belső konzulens:	Dr. Sipiczki Zoltán egyetemi docens
Belső konzulens intézete/tanszéke:	Befektetési, Pénzügyi és Számviteli Tanszék Vidékfejlesztés és Fenntartható Gazdaság Intézet Kaposvári Campus
Külső konzulens:	Bozsik Nikolett senior hitelkockázat-kezelő K&H Bank Zrt.
Készítette:	Molnár András

Gödöllő

2024

Tartalomjegyzék

1. Bevezetés és célkitűzések.....	4
2. Szakirodalmi áttekintés	6
2.1. A kötvényszerzési programok megítélése a szakirodalomban.....	6
2.2. A szakirodalom és a kutatás háttere	10
2.3. A kutatás céljai, hipotézisek	12
3. A kötvényekről és a kötvénypiacról.....	13
3.1. Vállalati forrásbevonási lehetőségek	13
3.2. A kötvény	15
3.3. A globális tőke- és kötvénypiac.....	20
3.4. Globális kötvénypiaci trendek	26
4. Kötvényszerzési programok.....	30
4.1. Az Európai Központi Bank kötvényszerzési programja	30
4.3. A tőkepiaci unió, mint harmonizációs törekvés	36
4.4. A kötvényszerzési programok újabb hulláma	37
5. A Magyar Nemzeti Bank Növekedési Kötvényprogramja	39
5.1. A magyar kötvénypiac a Növekedési Kötvényprogram elindítása előtt	39
5.2. A Növekedési Kötvényprogram céljai	42
5.3. A Növekedési Kötvényprogram feltételei	44
6. Az értékelés során alkalmazott módszerek	48
7. A Növekedési Kötvényprogram eredményeinek értékelése szekunder adatok alapján.....	49
7.1. A Növekedési Kötvényprogram kötvénypiaci eredményei.....	49
7.2. A Növekedési Kötvényprogram cégeinek pénzügyi elemzése.....	58
7.2.1. A Növekedési Kötvényprogramban résztvevő cégek hitelképessége	59
7.2.2. Hogyan formálja a kötvénykibocsátás a kibocsátók pénzügyi adatait?	62
7.2.3. Hogyan változtak a hitelminősítői besorolások?	68
7.2.4. Melyik pénzügyi mutató határozta meg a kibocsátási összeget?	71
8. Következtetések és javaslatok.....	76
9. Összefoglalás.....	77
Irodalomjegyzék.....	79
Táblázatok és ábrák jegyzéke.....	86
Mellékletek.....	89

1. Bevezetés és célkitűzések

A globális monetáris politika a 2007-2008. évi pénzügyi válság bekövetkezését követően fontos mérföldkőhöz érkezett, mivel a jegybanki eszközök korlátozottakká váltak az adott gazdasági körülmények között. Egyrészt az irányadó kamatszintek nulla közelébe csökkentek, nem tudták egy kamatemelési ciklussal érdemben befolyásolni a gazdaság működését, romlott a monetáris transzmisszió hatékonysága, ami likviditási csapda fenyegetését hordozta magában. Másrészt a banki gondolkodás prociklikus, azaz a konjunktúrát túlzottan támogatja, míg a gazdasági visszaesés esetén nehezíti az abból való kilábalást (Erdős–Mérő (2016)), a bankok hitelezése jelentős mértékben visszaesett.

A gazdaságpolitikai és jegybanki döntéshozók nem konvencionális eszközökhöz nyúltak a korábban bevált megoldások helyett azzal a céllal, hogy a gazdaság működését és az árfolyam-stabilitást fenntartsák. Ezek egyik formája a piaci eszközvásárlás volt, ahol ezek az intézmények befektetőként is megjelentek, serkentve a piaci aktivitást, a vállalatokat és ezzel közvetve a fogyasztókat. Az egyik legfontosabb eszköz a vállalati kötvények jegybanki megvásárlása volt az elsődleges és a másodlagos tőkepiacokon.

Nehéz lenne Matolcsy György jegybankelnökkel vitatkozni abban, hogy a versenyképesség és a fenntarthatóság között nagyon erős korreláció áll fenn (Matolcsy (2020)). Korunk pénzügyi megoldásainak nemcsak modernnek (digitális és zöld megoldások), hanem stabilnak, másképpen válságállóknak is kell lenniük. Minél nagyobb az utóbbi képesség, annál versenyképesebb a gazdaság. A mindenkori kormányzatnak és a jegybankoknak abban kell segítséget nyújtani a gazdasági szereplőknek, hogy a szükséges elképzeléseik érdekében hozzáférjenek a szükséges forrásokhoz. Egy jól működő vállalati kötvénypiac stratégiai jelentőségű, mivel a gazdaság számára alapvető tőkeallokációs fórumot biztosít, és a nemzetgazdasági fejlődés - másképpen versenyképesség- egyik alappillére lehet. Számos előnyt nyújthat a gazdaság szereplői számára: a kedvező befektetési lehetőségek (vállalatok, lakosság) mellett a kötvényforrások segítségével a kibocsátó tevékenységét lehet bővíteni, beruházásokat és akvizíciókat végrehajtani. Ezek tovagyrúzó hatása magasabb GDP-hez, alacsonyabb munkanélküliséghez, kedvezőbb fizikai és pénzügyi infrastruktúrához, magasabb pénzügyi kultúrához és nagyobb adóbevételekhez vezethet. Mindemellett a bankszektort is hatékonyabb működésre sarkalhatja.

Közép- és Kelet-Európában, így a Magyarországon is a kötvények a nem-pénzügyi vállalkozások finanszírozási struktúrájában tradicionálisan marginális szerepet játszanak. A

fejlett tőkepiacokkal rendelkező országokhoz mérten a tőkepiac gyerekcipőben jár, a kötvénytermékekkel kapcsolatos lehetőségek és kihívások minimális körben ismertek. Hosszas vizsgálódás után a Magyar Nemzeti Bank (továbbiakban: MNB) is úgy döntött, hogy ehhez az eszközhöz nyúl a gazdasági növekedés érdekében. A nyugati mintákat alkalmazva új kötvények kibocsátására, és –jegyzésére bízta a szereplőket, melyek kezdetben vonakodva, később egymással versengve vettek részt. Hasonló aktivitás jelentkezett a régió több országában is. Nagyságrendje miatt a Növekedési Kötvényprogram csak minimális mértékben változtatható a tőkepiac fejlesztésében, de legalább elindíthat egy változást. Az MNB munkatársainak megállapítása szerint „vállalati kötvények elterjedése ugyanakkor makrogazdasági szinten is kedvező hatással bír” (Bécsi – Bognár – Lóga (2021), p. 6.). Amennyiben ez az állítás igaz, akkor minél nagyobb figyelmet kell fordítani erre a megoldási lehetőségre.

A kereskedelmi bankoknak is választaniuk kellett, hogy folytatják a klasszikus hiteltermékek értékesítését, vagy intézményi befektetőként versenyre kelnek a tőkepiacon, ahol korábban főként csak biztosítók, alapkezelők és befektetési alapok jelentek meg. A kezdeti elutasítást követően gyakorlatilag kényszerből – elkerülendő a banki vállalati hitelportfólió érdemi csökkenését – vágta bele a kötvénytenderekre való indulásba és kötvényjegyzésbe.

Banki hitelezési területen dolgozó munkavállalóként újdonságot jelentett számomra, hogy a Magyar Nemzeti Bank 2019-ben Növekedési Kötvényprogramot (továbbiakban: NKP) indított a magyar vállalati szektor számára. A napi munkám során többször megvizsgáltam azt a kérdést, hogy valóban előnyösebb-e a kötvénykibocsátás a vállalatok számára, mint a hitelfelvétel. Érdeklődve figyeltem, hogy bizonyos vállalkozások belépnek a programba, míg mások határozottan elutasítják annak lehetőségét. Egyértelműen azonosíthatók számomra a programmal kapcsolatos és kötvényben rejlő előnyök, de nyilvánvalóak a vállalati- és a banki kockázatok is. A kötvénypiacca kapcsolatos egyik nagy kérdés lesz, hogy ezekkel vajon a piaci szereplők is tisztában vannak-e.

Diplomadolgozatom legfontosabb célkitűzése annak bemutatása, hogy milyen változásokat indított el a Növekedési Kötvényprogram a piacon, illetve a kibocsátók egyes pénzügyi mutatóiból és hitelminősítéseiből milyen következtetések vonhatók le a jövőre nézve. Ennek érdekében feldolgozom a kapcsolódó szakirodalmat (2. fejezet), megvizsgálom a kötvény és piacának jellemzőit (3. fejezet), illetve bemutatom a nemzetközi és a hazai kötvényvásárlási programokat (4-5. fejezetben). A módszertani áttekintés (6. fejezet) után a 7. fejezetben szekunder adatok alapján értékelem az NKP piaci hatásait, mutatószám-elemzés és lineáris regresszió segítségével tárom fel az értékpapírok és a vállalati pénzügyi adatok összefüggését. A tanulmányom végén összegzem a megállapításaimat (8-9. fejezet).

2. Szakirodalmi áttekintés

Ahogy az előző fejezetben is említettem, a téma a munkahelyi feladataim kapcsán merült fel bennem. Hosszú évek kereskedelmi banki és kockázatkezelési tapasztalata alapján a korábban csak tanórákon és a gazdasági folyóiratokban, konferenciákon említett kötvényfinanszírozás a vállalati szektorban is egy csapásra valósággá vált. Nemcsak számomra hatott újdonságként, hanem a vállalati szektor szereplői is legtöbbször először kezdtek kötvénykibocsátásba, átformálva ezzel a hazai adósságpapír piac jellemzőit.

Ebben a fejezetben megvizsgálom a Növekedési Kötvényprogrammal kapcsolatos szakmai álláspontokat, bemutatom a felhasznált szakmai forrásokat, melyek munkámat segítették, illetve feltárom, hogy milyen szakmai állításokat, hipotéziseket fogok elemezni a 6. fejezetben.

2.1. A kötvényvásárlási programok megítélése a szakirodalomban

Egy vállalat versenyképességét legfőképpen az határozza meg, hogy mekkora egy vállalat értéke. Minél nagyobb ez az érték, annál könnyebben érvényesíti elképzeléseit és jut forrásokhoz, vagy éppen hajt végre beruházásokat és akvizíciókat. A Miller-Modigliani elmélet szerint nem a finanszírozási struktúra (saját vagy idegen tőke) határozza meg a vállalatok értékét, hanem – leegyszerűsítve - a tevékenység jövedelmezősége és a felhasznált eszközök kockázata (Vigvári (2017)). Azt lehet feltételezni, hogy a Növekedési Kötvényprogramba belépett vállalatok a legmagasabb értékűek és a legversenyképesebbek, hiszen a befektetők és a Nemzeti Bank jelentős hosszú távú forrást biztosított számukra kedvező áron.

A 2020-as évek magyar közéletében gyakran két, jól elhatárolható részre osztható, hogy bizonyos politikai-gazdasági érdekcsoportoknak mi a véleménye egy adott témával kapcsolatban. A Növekedési Kötvényprogram egy olyan monetáris eszköz, amely más országokban és piacokon jól vizsgázott. Ez alapján feltételezhető lett volna, hogy az egyes szakértőkből csöndes érdeklődéssel figyelik a piaci események alakulását és szakmai alapokon vonják le megállapításaikat.

Természetesen az egyéb fejlett és fejlődő piacokon is kialakultak az eszközvásárlási programokkal viták. A rendszerrel kapcsolatos nemzetközi kritikák legfőképp az alábbi két csoportba sorolhatók:

1. Miért szükséges egy jól működő piacon az ilyen jellegű „piactorzító” beavatkozás? A Deutsche Bank fő közgazdásza egyszerűen csak a „kétségbeesés cselekedetének” („the act of

desperation”) nevezte a programot tekintettel arra, hogy ezek a programok a jegybankok válságkezelési eszköztelenségét tükrözték (Mann (2016)). A jegybankok megjelenése növelte a befektetői bizalmat, de a kockázatok csökkenése a kamatszinteket is mérsékelte. Felmerült annak veszélye, hogy a másodlagos piac likviditása érdemben csökkenhet, mivel a jegybankok kevésbé aktívak, mint a piaci befektetők. A COVID-időszakban alkalmazott európai jegybanki eszközvásárlásai ahhoz vezettek az eurozónában, hogy az általános kamatszint a világon a legalacsonyabb lett a befektetésre javasolt kategóriában, még a tradicionálisan legalacsonyabb japán hozamszinteket is alul múlta (Brennan (2020)). Néhány szakértő szerint bár a kötvényvásárlási programok jól funkcionáltak, de a piac alakulása a mesterséges helyzet miatt érdemben nem értékelhető (Corporate Bond Markets – Drivers of Liquidity During COVID-19 Induced Market Stresses (2022) - Feedback Statement).

2. Milyen módszer alapján kerültek kiválasztásra a cégek és kötvényeik? Több esetben is vitatták, hogy az eszközvásárlási programba bekerült vállalatok pénzügyi helyzete mennyire objektív hitelminősítési besorolások alapján került meghatározásra. Sokszor kedvezőtlen minősítésű, azaz bővlikötvények („junk bonds”) is bekerültek a programba (Volkswagen, Telecom Italia, stb.) (Mann (2016)).

3. A kötvények és a hitelek csak elméletben egymás helyettesítő termékei: nehéz megállapítani teoretikusan, hogyan befolyásolja az eszközvásárlási program a vállalatok adósságszerkezetét (Darmouni-Giesecke-Rodnyansky (2022)).

4. Megemelkedő kamatkockázat: 2018-ban a vállalati kötvények 91% -a volt fix kamatozású, ezek piaci keresettsége a jövőbeli piaci kamatmozgásoktól függ (Çelik–Demirtaş–Isaksson (2019)), hosszabb időtávon még magasabb a nemteljesítési (default) valószínűség. A hosszú távú hozamszinteket lehet csak az eszközvásárlási programmal befolyásolni, mivel a befektetőknek a meglévő portfóliójukat kellene lecserélni, de mivel a jelenlegiek magas kamatszinten vannak, ezért nem fogják ezt megtenni (Benigno et al. (2022)).

5. A jegybanki implicit garancia: befolyásolja a kötvények versenyképességet, de a programból kimaradó értékpapírok hátrányos helyzetbe kerülhetnek emiatt (Benigno et al (2022)).

6. Csökkenti a kereskedelmi bankok profitabilitását és hitelezési kedvét, jövőbeli értékpapír-túlértékelési buborékokat képezhet a jegybanki implicit garanciák megszűnését követően, egyenlőtlenségekhez vezethet a jövedelmek újraelosztásában. A nyugdíjalapok és a biztosítók, mint intézményi befektetők hozama csökken, így a nyugdíjra és biztosításra gyűjtők hozama is (egyfajta ellen-Robin Hood-effektusként), illetve a monetáris politika és a fiskális politika keveredéséhez vezethet (a két terület összemosódása, adóbevételek csökkenése, újfajta

adók bevezetése) (Benigno et al (2022)). Bár az empirikus kutatások alátámasztják, hogy a jegybanki eszközvásárlásokkal a bankok számára új szabad források állnak rendelkezésre, de nem biztos, hogy felhasználják azokat (Betz-Santis (2019)). Az ún. bukott angyalok („fallen angels”), melyeket a hitelminősítésük a felülvizsgálatok során BBB kategória alá sorolnak, további kockázatokat hordoznak. A hitelminősítés romlása miatt visszafizetési kötelezettség keletkezhet, a piaci likviditásuk csökken. Bizonyos befektetőknek (biztosítók, nyugdíjalapok, stb.) ilyenkor eladási kötelezettségük keletkezhet, amit az alacsonyabb likviditás miatt csak alacsonyabb árfolyamon tehetnek meg (Çelik–Demirtaş–Isaksson (2019)).

Hazai fronton a szakirodalom politikai színezetet is kapott a szakmai érvek értékelése mellett. Míg az MNB aktuális szakértői váltig bizonygatták a pozitív hatásokat, addig számos gazdasági szakember és korábbi jegybanki vezető is kritizálta több szempontból a Növekedési Kötvényprogramot. A legfontosabb kérdések a következők voltak:

1. Várható organikus növekedés a hazai tőkepiacon? Segíti a Program a versenyképesség erősödését? Elismerve ugyan a kedvező hatásait a kötvényvásárlási programoknak, sokan nem várják a hazai piac bővülését, tekintettel arra, hogy egy kis nemzeti tőkepiaccal rendelkezik, miközben a vállalatok inkább a hitelekre támaszkodnak finanszírozási kérdésekben (Brückner (2019)). Surányi György szerint „a támogatott programok többségének semmi köze nem volt a gazdaság versenyképességének javulásához, az exportképesség fejlesztéséhez” (Farkas (2022)). Surányi véleményében kiemelte, hogy a befektetett eszközök (ingatlanok, ingóságok) bővítését szolgálták az NHP- és kötvényprogramok, de sokkal inkább oktatási, kutatás-fejlesztési célokra kellett volna ezeket fordítani, növelve ezzel az ország versenyképességét (Papp (2022)). Az NKP egyik legfontosabb kritikája, hogy jelentős részben nem teremtett addicionális finanszírozást azon cégek számára, akik gyakorlatilag értékpapírosítást hajtottak végre a meglévő hitelek kiváltásával és átstrukturálásval. Sokszor egyébként úgy, hogy az a bank jegyezte le kötvényt, amelyiknek a hitelét váltották ki belőle. Ráadásul ez a bank számára több szempontból is előnytelen volt: a kötvényből származó hozam alacsonyabbá vált, mint a korábbi hitelkamatszint, a finanszírozási célok kevésbé váltak követhetővé a bankok számára, a bank által korábban kialakított feltételrendszer eltűnt, azaz kisebb lett a banki kontroll, eltűntek a korábban bevont fedezetek.

2. Piaci hozamkörnyezet összezavarása: miért lett a vállalati kötvények hozama alig magasabb a magyar állampapírokénál, miközben utóbbi kockázata jóval alacsonyabb? Jegyzéskor kedvezőnek tűntek az aukción kialakult hozamok, de vajon ez hosszú távon is így alakul? (Brückner (2019)). Míg 2019%-ben átlagosan 3%-on, 2021-ben 5% átlagos szinten jegyezték kötvényeket (Kadlót (2022)), ami már ilyen rövid távon is jelentős változást mutat.

Surányi (2024) szerint a legnagyobb problémák (túlzott monetáris lazítás, inflációgerjesztés, késői kivezetés) odavezetnek, hogy a kötvényprogramban megteremtett 5-6 ezer milliárd forint jegybankpénz 10-15 éves kamatkockázatot okoz a fix kamatozás miatt a központi bank számára, miközben az infláció jelentősen mozgatja a piaci hozamokat.

3. A cégek kiválasztása: nagyon magas a kormányzattal együttműködő vállalatok aránya (közel 50%). A Nemzeti Együttműködési Rendszer részeként aposztrofált cégeknél az állítás is elhangzott, hogy hitelfinanszírozási lehetőségeik elfogytak és likviditási nehézségek jelentkeztek, így a kötvények lehetőséget biztosítanak a korábbi tartozások átütemezésre (Brückner (2019)). Bodnár (2023) egyszerűen „oligarcha-mentőnek titulálja a programot, ezt Farkas (2023) és Surányi György volt jegybankelnök is hasonló kifejezésekkel írja le (K. Kiss (2023)). Nagyon sok a „bóvlikötvény” kategória a piacon (Hermann (2022)). A legnagyobb kibocsátókról nagy bizonyossággal állítható, hogy különösebb nehézség nélkül is tudtak volna piaci kibocsátását végrehajtani, bár lehet, hogy kicsit magasabb hozammal (Bucsky (2023)).

4. A kötvényvásárlási program inflációgerjesztő hatásai, illetve MNB-veszteségek. Van olyan vélekedés, hogy 2021. év első harmadában már ki kellett volna vezetni a programot, mert ennek nagyobb hatása lett volna, mint a közel 1% százalékos jegybanki kamatemelésnek (Bodnár (2023), Király J. (2023)). A kormányzati és jegybanki pénzkidadások – köztük az NKP - növekvő üteme miatt az MNB vesztesége a 2021. évi 51 Mrd Ft veszteségről 2022-ben 402, 2023-ra várhatóan 1800-2300 milliárd forintra ugrott (K. Kiss (2023)). Surányi a magas MNB-veszteség egyik okaként egyértelműen ezt a programot nevezi meg (K. Kiss (2023), Farkas (2023)), az MNB tőkehelyzete miatt végül a jegybank-törvényt is módosítani kellett. Az NKP alkalmazását már 2020. év elejétől lépcsőzetesen mérsékelni kellett volna, mert csak az infláció felpörgetését és a kamatemelések hatásának gyengítését szolgálták a piacra öntött pénzek, amiből legfőképpen az elsődleges piacon alacsony besorolású kötvényeket vásárolnak (Surányi (2021)). A jegybanki mérlegben szereplő értékpapír (kötvény-)-vásárlások a jövőbeli kamatpolitika lehetőségeit is korlátozzák, ezért a mielőbbi programzárást lett volna indokolt javasolni (Surányi (2021)). A jegybanki veszteség mértéke felvetheti az állam fiskális beavatkozásának szükségességét is (Surányi (2024)).

5. Csökkennek a bankok üzleti lehetőségei, piaci pozícióikat féltve visszaforgatják a hitelek kötvény-kiváltásához kapcsolódó pénzt, de alacsonyabb kamatszinten (Brückner (2019)). A banki hitelezési veszteségeit bőségesen ellentételezi, hogy a jegybanknál jóval magasabb kamaton helyezhetik el ezeket az összegeket, ami viszont az MNB veszteségeit növeli (Bodnár (2023)).

A hazai kritikákkal nem értett egyet a jegybank szakmai stábja. Főként szakmai érvekre, néha a múltbéli eseményekre hivatkozva (Hiteltelen ember ne beszéljen hitelességről (2022)) védte meg álláspontját az NKP alkalmazásával kapcsolatban. Álláspontjuk (Balogh - Hajnal - Kuti (2022)) szerint az infláció 2020. év végéig az elvárt kamat- és toleranciasávban mozgott, de ezt követően olyan árfelhajtó külső események (afrikai sertéspestis, dohányjövédéki adóemelés, koronavírus-járvány, nyersanyagár-változások, stb.) következtek be, melyek az alkalmazott mennyiségi lazítás hatását gyengítették. Véleményük szerint ez nem belső – azaz NHP-, vagy NKP-programok, vagy egyéb kormányzati - intézkedések által generált infláció, hanem főként nemzetközi hatások (80% külső, 20% belső). Surányi véleménye szerint ez inkább 2/3-ban belső (kormány- és jegybanki intézkedések), 1/3-ban külső okokra vezethető vissza. Értelmezésük szerint a jegybank 2021. júniustól mindent az infláció mérséklésének rendel alá (kamatemelési ciklus, állampapírvásárlás csökkentés, swap-tender befejezése, jegybanki alapkamat és az egyhetes betéti kamat szétválasztása, stb.), többek között 2021. decemberében az NKP lezárásáról is döntöttek. Érdekes, hogy 2021. novemberében még arról nyilatkoztak MNB-oldalon, hogy további tartalékokat látnak a Kötvényprogramban (Sárosi (2021)). Lóga Máté, az MNB Strukturált Finanszírozás egyik vezetője szerint a piaci eredmények növekedése magukért beszél, a kötvénypiacok régiós összehasonlításában (V4) piacvezető lett Magyarország, miközben a piac egészséges minden tekintetben (ágazati koncentráció, kibocsátók száma, befektetői oldal, zöldkötvények megjelenése). Az inflációgerjesztő hatást a preferenciális betét alkalmazása miatt közel neutrálisnak tartja – sőt, Lóga szerint a fizetési mérleget is javíthatják a hazai tulajdonú kibocsátók exporttevékenységei, külföldi beruházásai és akvizíciói, valamint a külföldi tulajdonú cégek magyarországi beruházásai a kötvényforrások bevonásával (Sárosi (2021)).

2.2. A szakirodalom és a kutatás háttere

A dolgozat elején tisztázni kell, a nem-pénzügyi vállalatok kötvényvásárlási programjaira fókuszálók munkám során. Ezt a megkülönböztetést azért kell megtenni, mert vállalati kötvények két csoportba sorolhatók: egyrészt nem pénzügyi háttérű, másrészt pénzügyi (banki) háttérű vállalkozások. Utóbbi csoport jóval kiterjedtebb és nagyobb tapasztalattal rendelkezik a kötvénypiacon. Kötvényhozamaik jóval alacsonyabbak, mint a nem-banki háttérű kötvények esetében. Ez azért is tisztázandó, mert a kötvénypiacok általában 2 csoportban összevonva értékelik: állampapír és magánszektor. Sokszor nehéz kiszűrni az információkat, hogy amikor

egy szakértő az utóbbiról értekezik, akkor melyik szegmenst értékeli. Megállapításaimat a nem-pénzügyi vállalati szektorra igyekszem leszűkíteni. Amikor a vállalati kötvénypiacról írok, akkor ezeket értem alatta.

A szakdolgozatot kizárólag publikus információk alapján készítettem. Véleményemet a nemzetközi és a hazai szakirodalom alapján alakítottam ki, de az elemzéseim során bankszakmai tapasztalataimból is merítetek, megpróbálom személyes meglátásokkal is kiegészíteni a leírtakat.

A dolgozat elkészítéséhez a lehető legszélesebb körű információbázist használtam el, elkerülendő a téma egyoldalú értékelését. A kutatás során nehézséget okozott, hogy a Növekedési Kötvényprogram alig 3 éve zárult le, szinte az összes kötvény esetében igaz, hogy még nem kezdődött el a tőketörlesztési periódus, így a vonatkozó szakirodalmi értékelések száma korlátozott. A témához kapcsolódó munkák sokszor további késedelmet szenvednek a szakmai lektorálás-véleményezési-kiadási fázis időigénye miatt.

Az elérhető szakirodalom igyekszik körbejárni az eszköz- és kötvényvásárlási programok hatásosságát, de kijelenthető, hogy a téma nehezen kutatható, mivel összetett és sokszor egymás ellentétes irányú gazdasági folyamatok játszódtak le.

Főbb forrásaim a következők voltak:

- a kapcsolódó hazai és nemzetközi szakkönyvek és internetes szakirodalom tanulmányozás (könyvtári és internetes kutatómunka (mersz.hu, Google Scholar, stb.)),
- konzultáció kezdeményezése a Magyar Nemzeti Bank szakértőivel,
- szakmai egyeztetések a kötvénypiac működésével kapcsolatban a munkahelyem szakértőivel, valamint
- részvétel pénzügyi és befektetési konferenciákon, valamint
- a pénzügyi adatok beszerzése az Opten publikus adatbázis segítségével.

A szakirodalmi hivatkozások pontosságát nehezítette, hogy az online források (pl. mersz.hu) esetében az oldalszámok nem azonosíthatók, illetve az Európai Központi Bank oldalain sokszor nincsen feltüntetve az adott tájékoztatás, vagy közlemény dátuma.

További fontos körülmény, hogy jelentős mértékben kellett támaszkodnom a hazai és az európai adatok feldolgozása során az MNB kiadványaira és szakértő megállapításaira. A Nemzeti Bank nem csak a program szellemi megalapozója, hanem a pénzügyi intézményrendszer statisztikai és felügyeleti feladatait is ellátja. Ez bizonyos esetekben felvetheti az objektív tájékoztatás korlátozottságát.

2.3. A kutatás céljai, hipotézisek

A számtalan vélemény és ellenvélemény alapján megállapítható, hogy nem lehet a programot egyértelműen sikeresnek, vagy sikertelennek ítélni. A vállalati kötvénypiac tényleges életre keltésén túl a legfontosabb kérdés az, hogy a programban résztvevő vállalatokat milyen hatások érték a kötvénykibocsátást megelőzően, vagy azt követően. A legfontosabb dilemma, hogy versenyképesebbé váltak-e és közelebb kerültek-e a magyar cégek nyugati versenytársaikhoz, vagy csak a hiteleiket alakították át (értékpapírosítás)?

A fentiek alapján a következő kérdésekre keresem a válasz, amelyekre a 6. fejezetben adom meg a választ:

- 1) Hogyan hatott a kötvénypiacra a Növekedési Kötvényprogram?
- 2) Hitelképesek-e a Növekedési Kötvényprogramban résztvevő cégek a banki pénzügyi mutatók alapján?
- 3) Hogyan formálja a kötvénykibocsátás a kibocsátók pénzügyi adatait?
- 4) Hogyan változtak a hitelminősítői besorolások?
- 5) Melyik pénzügyi mutató határozta meg a kibocsátási összeget?

3. A kötvényekről és a kötvénypiacról

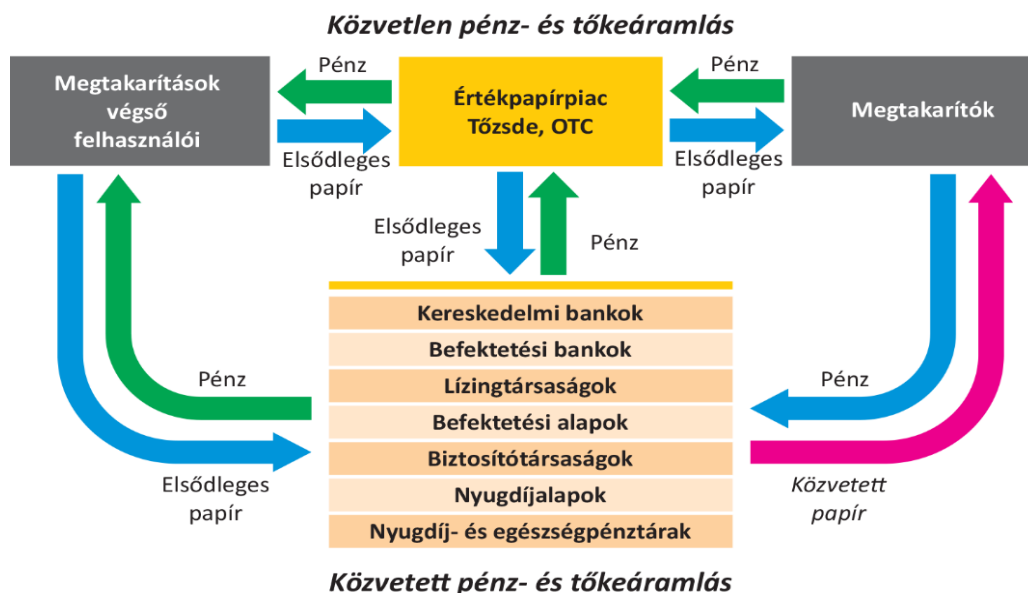
Mielőtt megvizsgáljuk a Növekedési Kötvényprogram a résztvevő cégekre és a gazdaságra gyakorolt hatásait, célszerű tisztázni, hogy mit értünk a kötvény definíciója alatt, hogyan történik ennek az értékpapírnak a forgalmazása. Tisztában kell lenni azzal, mik azok a szempontok, ami alapján a kibocsátó, vagy a befektető dönt, milyen kockázatok merülhetnek fel alkalmazása során, miben különbözik a többi forrásbevonási lehetőségtől. A fenti kérdéseken túl bemutatom, hogyan alakul a nemzetközi kötvénypiac, milyen sajátosságok és trendek láthatók aktuálisan.

3.1. Vállalati forrásbevonási lehetőségek

A vállalatok sokszor küzdenek forráshiánnyal, mert mindennapi működésükhöz és beruházási elképzeléseikhez nem elégséges a tulajdonosi forrás és a korábban megtermelt eredmény. Ezért gyakran a pénzpiac szereplőihöz tudnak fordulni segítségért. A piaci pénz- és tőkeáramlást az 1. ábra mutatja be.

1. ábra: Pénzáramlás a gazdaságban.

(Forrás: Vértesy (2020).)



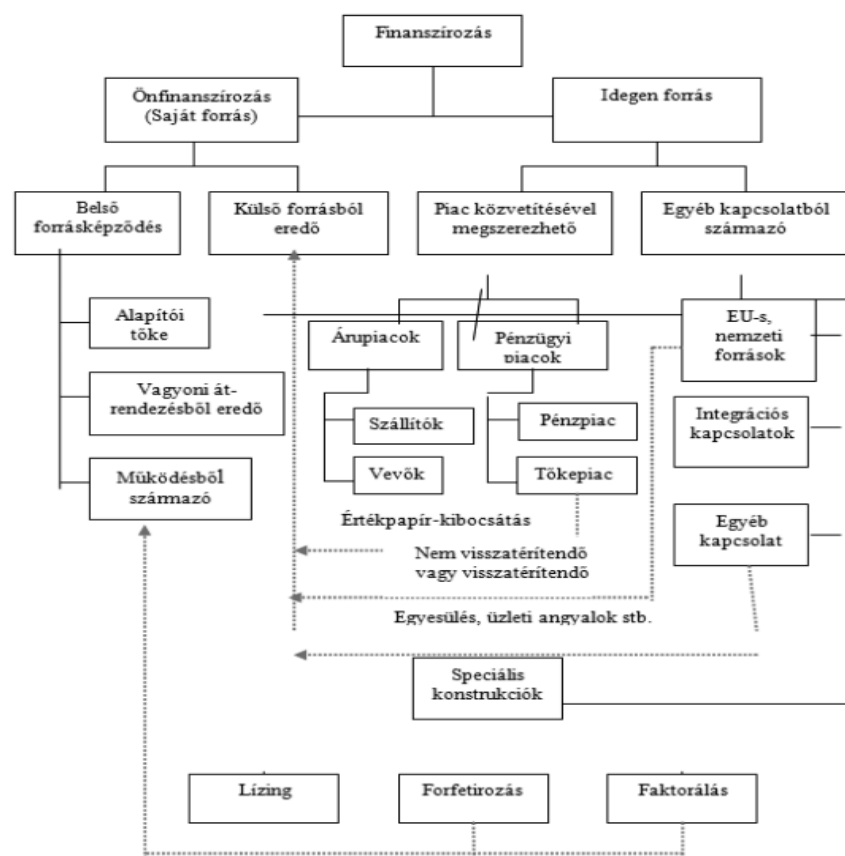
A forrásbevonás formájaként felmerülhet az addicionális tulajdonosi szerepvállalás (tőkeemelés, vagy tagi kölcsön), a szállítói halasztott fizetés, a hitelfelvétel, a részvény-, kötvénykibocsátás, vagy – a legkevésbé preferált esetekben - társtulajdonos, vagy kockázati

tőkebefektető bevonása. Mindig tisztázni kell ezeknek a döntéseknek a meghozatala során, hogy tartós, vagy átmeneti forrásigényről van szó.

Egy cég akkor kezd forrásbevonási lehetőségek felkutatásába, amikor a tulajdonos, vagy a menedzsment azt feltételezi, hogy pozitív nettó jelenérték érhető el egy adott projekt, vagy beruházás segítségével. A legoptimálisabb összetétel megtalálása a cégvezetés, azon belül a pénzügyi vezető feladata (Bélyácz-Pintér (2023)). A vállalati értékpapírok fontossága abban rejlik, hogy függetlenebbé teszi a vállalkozásokat a bankrendszerrel, az értékpapírpiacon újra osztja a pénzügyi forrásokat a cégek között a befektetők segítségével, és a hitelminősítések, a nemzetközi számviteli standardok és a tőzsdéi információkkal erősíthetik a cégek megítélését (Szalay – Vértesy – Novák, (2020)). A hitel-, vagy kötvényfinanszírozás hatáskörét erősíti az adópajzs és annak mértéke.

2. ábra: Vállalati forrástérkép.

(Forrás: Bélyácz–Pintér (2023).)



A tőkebevonási lehetőségeket érdemben befolyásolhatja többek között a megosztani kívánt és elérhető információk mennyisége és minősége, a kibocsátási ár- és költségtényezők, a kibocsátó vállalat nagysága, életciklusa, a finanszírozást igénylő vállalkozás profittermelő képessége, a hosszú távú vállalati stratégiája, kockázati profilja, a befektetéssel kapcsolatos preferenciák (futamidő, kockázatvállalás mértéke, stb.), valamint az egyéb befektetési lehetőségek feltételei

(Chikán (2020)). A pénzpiacon leggyakrabban megjelenő szereplők az állam, a hitelintézetek, illetve az intézményi befektetők. Utóbbiak egyfajta gyűjtőintézményekként főként lakossági megtakarításokat bevonva hajtanak végre befektetéseket. Számos megjelenési formájuk van, de leggyakrabban befektetési alapok, alapkezelők, biztosítók, vagy nyugdíjalapok (Erdős–Mérő (2016)).

Miközben új részvények kibocsátásakor az aktuális részvényárak általában csökkenést mutatnak, így azok fajlagos értéke csökken ceteris paribus (nagyobb a részvények piaci darabszáma, likviditási és adósságszolgálati problémát jelenthet), addig a kötvénykibocsátást követően ez általában nem következik be – annak ellenére, hogy az eladósodottság és így a kockázat nő (Bélyácz (2013)). Ennek magyarázata abban rejlik, hogy a részvény és a kötvények karakterisztikája tulajdonosi szempontból eltér (részvény: tulajdonosi jogviszony, kötvény: csak meghatározott időszakra vonatkozó követelés).

3.2. A kötvény

Bár a piaci alapú finanszírozási rendszerek válságállóbbak, mint a banki alapúak, sokan úgy tekintenek a kötvényekre, mint egy „piaci finanszírozási pótkerék” (Darmouni – Giesecke – Rodnyansky (2022), p. 7.), melyek segítenek a piaci problémák megoldásában, ha a hitelrendszer már hatástalan. Egy adott vállalat értéke mindig tükröződik a kibocsátott értékpapírok (részvény, kötvény) piaci megítélésében, megfordítva viszont azok szerves részét képezik a vállalati érték meghatározásának (Bélyácz (2013)).

A kötvény definíciója jól ismert: hitelviszonyt megtestesítő értékpapír. A felvásárlók kölcsönt nyújtanak a kibocsátók számára, akik előre meghatározott gyakorisággal fizetik annak díját (kamat) és meghatározott határidőben kötelesek visszafizetni az igénybe vett összeget. A nyilvános kibocsátású kötvények napjainkban szinte mindig dematerializált formában jelennek meg a forgalomban.

Hiába az egyszerű definíció, a kötvényeknek számtalan különböző típusa van. A legismertebb kötvényfajták az állampapírok, a vállalati kötvények, a jelzálogkötvény- és a jelzáloglevelek. A kötvénypiacot számos esetben az adósságpapírok piacának is hívják, mivel valamilyen intézmény adósságát testesíti meg ez az értékpapírfajta (Gál (2010)).

A szabályozói előírások mellett mindig elsősorban a kibocsátó entitásnak kell meghatároznia, hogy milyen feltételek alkalmazásával kezdi meg a folyamatot és választja ki a szükséges kötvénytípust. Figyelembe kell venni az adott vállalkozás aktuális pénzügyi helyzetét, a

jövőbeli elképzeléseket (beruházások, cégfelvásárlások, piaci kihívások, szabályozás változása, stb.), valamint az ezekhez kapcsolódó működési cash-flow-t. Mindemellett olyan konstrukciót kell kialakítani, ami a potenciális befektetők számára is kedvező más kibocsátók, vagy értékpapírok ajánlataival összevetve. A piaci összehasonlítására a legjobb megoldás, ha hitelminősítő céget kér fel a kibocsátó a saját és a kötvény objektív értékelésére.

A kötvények futamideje kiterjedhet rövid- (1-3 év), közép- (3-5 év), vagy hosszú (10 évet meghaladó) időtávra. Kamatozás szerint lehetnek fix, változó, vagy kamatszervény nélküliek (elemi kötvény). A kamatfizetési gyakoriságtól függetlenül általában éves kamatmérték kerül meghatározásra. A törlesztés történhet lejáratkor egy összegben, folyamatosan azonos, vagy változó összeggel (annuitásos). A futamidő, a tőketörlesztés és a kamatozás mellett különböző jogok és jogosultságok kapcsolódhatnak a kötvényhez (opciók, átválthatóság, visszaválthatóság (lejárat előtt a kibocsátó által)), vagy akár addicionális szolgáltatásokat is kínálhat a kötvény a befektetőknek. A legegyszerűbb kötvények az ún. plain vanilla típusú kötvények, melyek esetében a lejáratig csak a kamatokat kell fizetni, a tőketörlesztés csak a lejárat időpontjában történik meg, de vannak rendszeres törlesztéssel bíró, ún. amortizálódó kötvények.

A kötvények általános esetben visszavásárolhatók bizonyos szerződött feltételek teljesítése esetén. Ezeket a kérdéseket már a kibocsátáskor tisztázni szükséges. Ez gyakorlatilag ugyanazt a rugalmasságot jelenti, mint amikor egy hitel kerül visszatörlesztésre.

3. ábra: A kötvényfinanszírozás legfontosabb előnyei.

(Forrás: saját szerkesztés.)



Az adósságpapír-piacnak több szegmense van attól függően, melyik piaci szereplő hajtja végre a kibocsátást. Ez a szereplő lehet valamelyik pénzügyi intézmény, nem-pénzügyi vállalatok, az állam, vagy az önkormányzat. Az állami, vagy az önkormányzati kötvénykibocsátása hordozza a legalacsonyabb kockázatot, ezt követi a pénzügyi szektor magasabb kockázattal, míg a legmagasabb kötvénypiaci kockázat a vállalati értékpapírokhoz kapcsolódik. A

kockázatnövekedéssel az adott értékpapírhoz kapcsolódó hozamelvárás is emelkedik. A kötvények előnyeit a 3., a kockázatait a 4. ábra mutatja be.

A kötvényeket általában méretgazdasági okok miatt nagyvállalatok bocsátják ki, mert a kötvénypiacon az tud költséghatékony és kereskedésre megfelelő lenni, ami nagy számságban elérhető. A kis- és középvállalatok is részt vehetnek elméletileg a piacon, de méreteik miatt ezeken a kritériumoknak nem tudnak megfelelni. Mindemellett sokszor hiányzik a menedzsment szakmai felkészültsége, a folyamat lebonyolítására nem áll rendelkezésre elég szakértő (adó, jog, pénzügyi tanácsadó, stb.), nem felelnek meg a pénzügyi kimutatásaik a nemzetközi elvárásoknak (European Commission (2017)).

Általában akkor alkalmazzák a kötvényt, amikor nagyobb forrásigény merül fel, amit legalább középtávon kell finanszírozni (új piacra betörés, vagy nagyobb beruházás, projekt). Szolgálhatnak általános finanszírozás célokat (forgóeszközfinanszírozás, beruházás), de kisebb számban projektfinanszírozásra és akvizíciós ügyletek lebonyolítására is fel szokták használni. A meglévő vagyonelemek sem kerülnek terhelésre addicionálisan. Mindemellett a kapcsolódó feltételrendszer is jóval kedvezőbb, hiszen a nem pénzügyi kötelezettségvállalásokon felül minimális a feltételrendszer ennél a forrásbevonásnál. Például a pénzügyi kovenánsok száma korlátozott, sokszor szinte csak az osztalékfizetés bizonyos szintjére terjed ki a korlátozás valamilyen formája. A részvényekkel ellentétben a kötvényvásárló nem szerez tulajdonjogot, így az osztalékból sem részesül. Ha tovább visszük ezt a gondolatot, egy kötvénykibocsátás az értékpapírpiaccal való megismerkedést, akár hosszú távon részvénytársasággá átalakulást és nyilvános részvénykibocsátást is előre vetíthet egy új kibocsátó számára.

4. ábra: A kötvényekhez kapcsolódó kockázatok.

(Forrás: saját szerkesztés.)



Még a részvény és a kötvény közötti választásnál is komolyabb dilemmát okoz a kötvények és a hitelek, mint finanszírozási formák közötti választás. A hitelintézetek piaci szerepe domináns, de számos alapvető problémával küzdenek: a) kisszámú döntéshozó hozza meg a döntéseket,

míg a kötvénypiacon sok befektető dönt, b) a rossz hiteleket sokáig „rejtegetik”, míg a tőkepiac sokkal gyorsabban ítéletet mond egy értékpapír (kötvény) felett, c) a kötvények befektetőinek jobb kockázatértékelési folyamattal rendelkeznek historikusan, mert közvetlenül és erősebben érdekeltek az adott befektetés sikerében, d) a bankok jelentős mértékben eladósodottak és kevésbé stabilak, mint a kötvénypiaci befektetők (Hakansson (1999)). Ezért egyre inkább jellemző, hogy a vállalatok elfordulnak a banktokól, mint pénzügyi közvetítőktől és közvetlenül keresik a befektetőket.

Bialek-Jaworska-Krawczik (2019)) szerint annak eldöntését, hogy hitel-, vagy kötvényfinanszírozást válasszon egy vállalat, a következő szempontok befolyásolják: az információs tájékoztatás, a cég reputációja, a költség szempontok, az újratárgyalás lehetősége és a likviditás. Az alacsonyabb kockázatú, de nagy eszközállománnyal rendelkező nagyvállalatok inkább választják az előzőek alapján a kötvényeket, mint a főként forgóeszköz-szükségleteikre koncentráló kis- és középvállalatok.

Minél inkább nő a transzparencia (vagy másképpen a tájékoztatás szintje) egy céggel kapcsolatban, annál nagyobb a kötvénykibocsátás valószínűsége és a kibocsátási költségek csökkenése. A befektetők inkább prerefálnak egy szabadon felhasználható finanszírozási befektetést alacsonyabb kontroll és hozam mellett, mint egy magasabb kockázatú kölcsön kihelyezését alacsony informáltság mellett. Természetesen méretgazdaságossági szempontokat is szükséges mérlegelni (kis összeget a költségek miatt nem érdemes kötvényként igénybe venni). Fontos szempont, hogy a kötvények kibocsátása drágább, mint egy hitel leszerződése általában, ami sok kis- és középvállalkozást már önmagában elrettent ettől. A vállalatok likviditását is befolyásolhatja a kötvények újraértékelése. A fentiek miatt kötvényfinanszírozás során fel kell készülni az árfolyam- és kamatkockázatok kezelésére, miközben az így alkalmazott treasury ügyletek addicionális költségei még drágábbá tehetik a kötvényeket (Darmouni – Giesecke – Rodnyansky (2022)).

Az újratárgyalás viszont a válságállóság egyik legfontosabb ismérve: probléma esetén jóval kedvezőtlenebb a befektetők tárgyalási pozíciója számosságukból adódóan a kibocsátóval szemben, mint egy hitelkapcsolat esetén a hitelezőknek (kötvény: 1 kibocsátó – sok befektető, hitel: 1 kibocsátó – kisszámú finanszírozó). Gáthy és Lukács véleménye szerint „a kötvény az egyik legbiztonságosabb befektetési forma” (Gáthy – Lukács (2023), p. 12.).

Egy kötvény likviditása azt mutatja meg, hogy mennyire forgalomképes, mennyire keresett a másodpiacon. A hitelekkel ellentétben a kötvényeket a piac folyamatosan újraértékeli napi szinten („markt-to-market” szemlélet), ami a számviteli nyilvántartások szempontjából is kihívásokat hordoz (piaci értékek nyilvántartása, értékvesztések megfelelő könyvelése, stb.).

A vállalatfinanszírozási gyakorlatban Magyarországon a kötvény leginkább egy hosszú lejáratú hitellel azonosítható, ahol a kötvénykibocsátó szabadon rendelkezhet a lejegyzett összeggel, és a hitellel ellentétben nem kerül bevonásra hitelbiztosíték (ingatlan, vagyon, készletzálog, óvadék, stb.), azaz fedezetlen követelésnek minősül. A kötvénykibocsátó szempontjából ez a legrugalmasabb megoldás pénzügyi és jogi szempontból.

A hitelezés mellett szólnak azok az érvek a kötvénnyel szemben, hogy egyrészt magasabb professzionális pénzügyi tudás kell a kötvénykibocsátás kondíciójának kialakításához és a folyamat lebonyolításához, másrészt jóval időigényesebb feladat – már csak azért is, mert több finanszírozó is részt vesz a folyamatban. Sokszor több hónapot, akár egy évet is igénybe vehet. A legtöbb esetben külső jogi és pénzügyi tanácsadót is be kell vonni a folyamatba. Továbbá minél több a befektető, annál több előzetes egyeztetés, konzultáció, vagy nagyobb mélységű információátadás szükséges.

A kötvénykibocsátás létrejöhet a tőzsdén és tőzsdén kívüli piacon. Az adásvétel általában valamilyen közvetítő bevonásával zajlik le: a kibocsátások befektetési, vagy kereskedelmi bankokon keresztül történnek, míg a másodlagos piacon a brókerek, brókercégek bírnak nagyobb súllyal. Az elsődleges piacon történik a közvetlen tőkebevonás (kibocsátó és tényleges kötvényjegyzők), míg a másodlagos piacon már csak a befektetők személye cserélődik változó árfolyamokon. A kötvénykibocsátás folyamatát az 5. ábrán mutatom be vázlatosan.

5. ábra: A vállalati kötvénykibocsátás főbb lépései a Növekedési Kötvényprogram során.
(Forrás: Bókay – Gerlaci (2019).)



A kibocsátás végső sikere az aukción dől el. Az aukció történhet nyílt, vagy zártkörű tender formájában. Előbbi esetében korlátozott, utóbbi esetben nagyobb számú befektető bevonásával. A befektetők által lejegyezni kívánt mennyiség az esetek többségében nem egyezik meg a kibocsátó által felajánlott mennyiséggel az adott kockázati és árazási szint mellett (ilyen esetekben túl-, vagy aluljegyzésről beszélünk attól függően, hogy többet, vagy kevesebbet akarnak vásárolni). Ilyenkor a kibocsátó dönt, hogy elfogadja a beadott ajánlatokat és a befektetők által elvárt hozamszinteket. Amennyiben megfelelőek az ajánlatok, akkor a kötvénykibocsátás sikeres volt.

A kibocsátást követően a vállalatnak eleget kell tenni a kötvénnyel kapcsolatos kötelezettségeinek (tőke- és kamatfizetés, egyéb feltételek teljesítése). A legfontosabb, hogy folyamatosan tájékoztatni kell a befektetőket transzparens módon a pénzügyi helyzetéről. Gyakorlatilag a befektetők folyamatos kontrollja elsősorban a tőke- és kamatfizetéssel, valamint a szerződéses feltételek betartatásával történik meg (Andor (2018)).

3.3. A globális tőke- és kötvénypiac

A világgazdaság egyik leginkább globális szereplője a pénzügyi piac, mely rendkívül dinamikusan bővült és változott az elmúlt évtizedekben. Az információ-technológia bővüléséből, így az információ-áramlás gyorsulásából adódóan a pénzpiaci szereplők közötti pénzügyi távolságok csökkennek és a földrajzi távolság kevésbé fontos. Egyre kevésbé beszélhetünk lokális, nemzeti piacokról, mégis az adott ország (régió) vezetőinek a helyi versenyképességet megőrzésére és növelésére kell koncentrálni, ezzel elérhetővé téve egy hatékony tőkepiac működtetését, ami erősíti a helyi vállalkozások lehetőségeit, hatékonyságát. Ellentmondásos módon továbbra is nagy jelentősége van a helyi intézményeknek, befektetőknek a tőkepiacon: nagyobb a befektetési hajlandóság a közvetlen érintettség (kultúra) és nagyobb információs tájékozottság. (Gál (2010)). Ebben az alfejezetben azt vizsgálom, hogy a vállalati kötvénypiac milyen pozíciókat harcolt ki magának a globális piacon.

A globalizáció értelemszerűen nem jelenti azt, hogy a különböző országok között nincs piaci működési különbség. Attól függően, hogy a melyik finanszírozás forma dominál történelmi és szabályozási okok miatt, kétféle alapvető piactípusról beszélhetünk (Erdős-Mérő (2016)):

- banki alapú intézményi rendszerrel bíró országok: ahol a banki hitelek meghatározóak a gazdasági szereplők alacsony kockázatvállalása mellett, míg az értékpapírpiacon csak

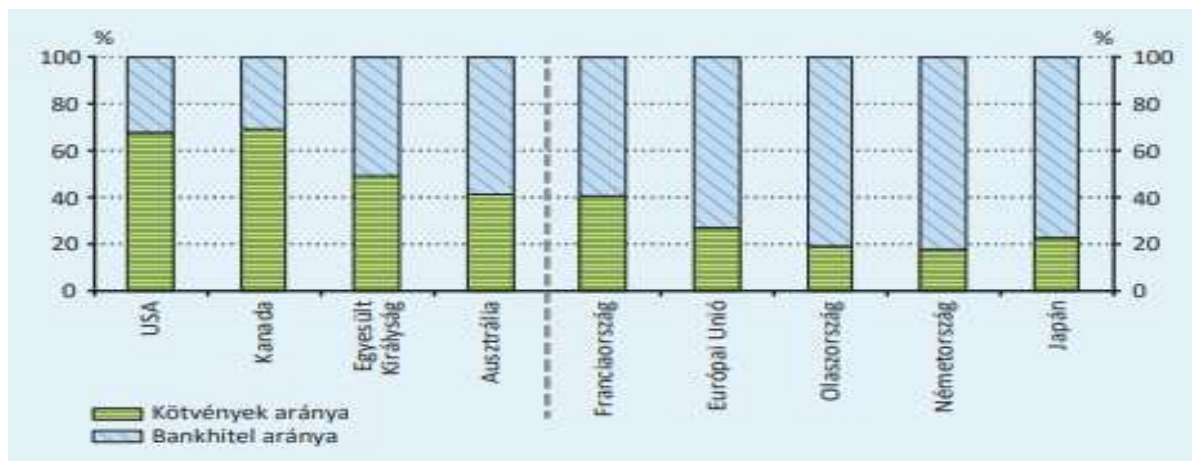
kiegészítő szerepet játszik. Ezek közé tartozik a kontinentális Európa legtöbb országa (köztük Magyarország), illetve Japán;

- a piaci alapú közvetítő rendszerű országok: ahol a piaci forrásbevonás játszik elsődleges szerepet nagyobb kockázatvállalási hajlandóság mellett. A bankok inkább a rövid lejáratú hitelek piacán rendelkeznek pozíciókkal. Ilyen országok például az Amerikai Egyesült Államok, Anglia, illetve Hollandia.

Számos alkalommal vizsgálták, hogy a két rendszertípus közül melyik a versenyképesebb, de az eredmények azt mutatják, hogy mindkettő lehet sikeres, mivel az igazi determináló sikerfaktor a közvetítő rendszer fejlettsége és a mögöttes jogrendszer (Erdős –Mérő (2016)). A két típus különbségét jól mutatja a 6. ábra.

6. ábra: A nem pénzügyi vállalatok adósság-jellegű finanszírozásának megoszlása, 2018. 2. negyedév.

(Forrás: MNB: A NKP elindításának jegybanki szempontjai... (2019).)



Ha a pénzügyi instrumentumok futamideje alapján folytatjuk vizsgálatainkat, a pénzügyi piacon belül pénzpiacról beszélünk, amikor éven belüli lejáratú értékpapírok kereskedelmét vizsgáljuk, míg tőkepiacról, ha 1 évnél hosszabb lejáratú instrumentumokról. Alapvetően a kötvénypiacot a tőkepiachoz soroljuk a lejáratok alapján (Andor (2018)).

Ahogy az összes értékpapír esetében, úgy a kötvénypiac esetében is igaz, hogy számos előfeltétele van a sikeres és hatékony működésnek. A legfontosabbak talán a következők lehetnek (Bécsi-Bognár-Lóga (2021), p. 6. alapján):

- gazdasági fejlettség, az adott régió/ország pénzügyi kultúrája,
- a technikai fejlettség (digitalizáció szintje),
- befektetői bizalom,
- a vonatkozó jogrendszer (adórendszer, tőkepiaci szabályozás, jogvédelem, stb.),
- nemzetközi környezet.

Az adott államnak folyamatosan figyelnie kell a nemzetgazdasági szempontok érvényesülését, a mindenkori pénzügyi szektor folyamataihoz kell igazítani a fiskális és monetáris politikát. Nemcsak a lokális szabályozás terén, hanem a nemzetközi intézmények alapelveinek kialakításánál is érvényesíteni kell ezeket. Amennyiben válsághelyzet következik be, akkor a szabályozáson (kedvezmények, szigorítások, stb.) keresztül tudják a piacot hatékonyabb működésre, vagy éppen a válsághelyzet elkerülésére biztatni. A globális pénzpiac kibővülése veszéllyel is jár egy adott nemzetgazdaság számára. Egyes nagyobb volumenű, kedvezőtlen pénzügyi, gazdasági események azonnal tovagyűrűznek a lokális piacokra, új szintre emelve az egyes válságok okozta következményeket (Chikán (2020)).

Miközben az állami, vagy államközi (pl. Európai Unió) szabályozások még mindig a legbefolyásosabb erőt jelentik a piac működése szempontjából, a tőkepiaci instrumentumok kapcsán növekvő szerepet kapnak a hitelminősítő cégek, mivel kvázi egységes és globális kockázat-értékelést végeznek a befektetők számára (Gál (2010)). Míg a bankok a finanszírozási (hitel-) kapcsolat során folyamatosan adatokat és információkat gyűjtenek az ügyfeleikről, addig a kötvények esetén ez az információ nem áll rendelkezésre. Ezért a csődvalószínűséget megbecslő hitelminősítők bevonása szükséges, ami magas információs költségekkel is járhat, preferálva a nagyvállalatokat a piacon (Erdős–Mérő (2016)).

Ezek a szakértők különböző szakmai szempontok alapján besorolják az értékpapírokat az egyes befektetési és a spekulatív kategóriákba (a hitelminősítési besorolásokat az 1. számú mellékletben mutatom be). Ez a várható hozamszinteket is nagyban befolyásolja (befektetési: alacsony kockázat és hozam, spekulatív: magas kockázat és hozam). Minden egyes válság a hitelminősítői szabályozás szigorításához vezetett a múltban (különösen a 2007-2008-as válság után volt ez látványos (Mérő (2021)), de nem szüntethető meg az a kettőség, hogy egyszer hitelminősítőként, máskor tanácsadóként jelennek meg a piacon, ezért irányukban sosem teljes a bizalom (Erdős–Mérő (2016)). Ez azért fontos, mert bizonyos kutatások szerint „tökéletlen információk esetén nincs a bankhitelnek jó helyettesítője” (Vigvári (2017)).

A hitelminősítők mellett kiemelt szerepe van a digitális megoldásoknak is. Minden piaci információ időbeli korlátozás nélkül eljuthat a piacra, így gyorsan tudnak változni a befektetési helyzetek. Ma már szinte mindegyik kötvény digitálisan kerül kibocsátásra.

Természetesen a fentiek (globalizáció, hitelminősítők térnyerése, digitalizáció) a nemzetközi verseny erősödéséhez vezetnek. Az értékpapír-kibocsátók minél több forráshoz szeretnének hozzájutni kedvező áron, míg a befektetők lehetőleg minél magasabb hozamhoz minimális kockázattal. Ez az ellenérdekeltség új tőkepiaci termékek és szolgáltatások kialakításához vezet, miközben a tranzakciószám globálisan folyamatosan nő, amit támogat egyre intenzívebb

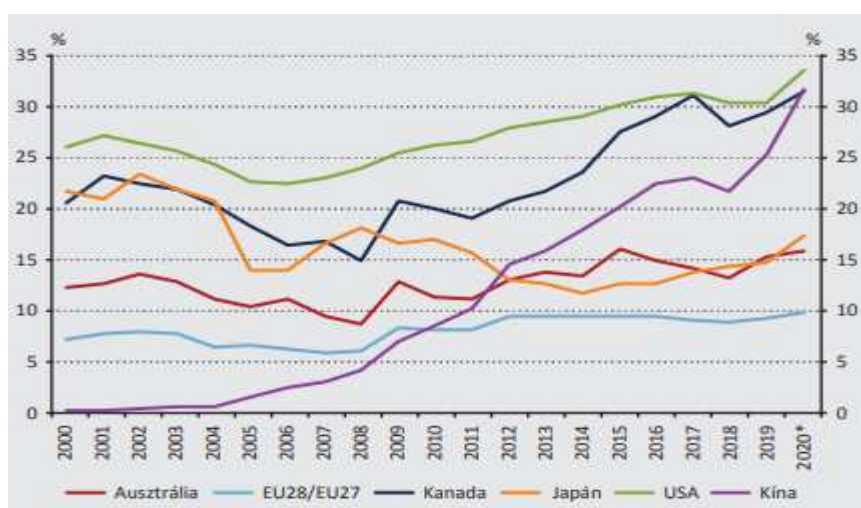
vállalatfelvásárlási és fúziós folyamat. A befektetői oldalon is megfigyelhető a legnagyobb szereplők számának koncentrálódása és a szereplők méretének növekedése. A bankok mellett a biztosítók, a különböző befektetési- és nyugdíjalapok a legjelentősebb befektetők és egyenrangú versenytársak. (Gál (2010)).

A 2007-2008-as pénzügyi válság után a nem-pénzügyi vállalatok nemzetközi kötvénypiaca jelentős mértékben bővült, 2020. végére meghaladta 17 billió dollárt. A dinamikus növekedés a 2008-as globális pénzügyi válság óta tart, 2019. és 2020. évek során az állomány összesen közel 3,4 billió dollárral nőtt (Bécsi-Bognár-Lóga (2021)). A válság rávilágított az egyes szektorok sérülékenységére, ezért a folyamatot jelentős mértékben támogatták az érintett központi bankok különböző intézkedéseik segítségével is.

7. ábra: A vállalatikötvény-állomány GDP-arányos alakulása a világ vezető gazdaságaiban.

Megjegyzés: GDP-adatok: 2019. év, kötvényállomány: 2020. év.

(Forrás: BIS, OECD, Eurostat adatok alapján Bécsi-Bognár-Lóga (2021).)



A 7. ábrán jól látható, hogy GDP-arányosan mennyit fejlődött a piac 2000. után. Az elmúlt 10 évben duplázódás, 20 évre visszatekintve triplázódás mutatható ki. Az Egyesült Államok megtartotta korábbi vállalati kötvénypiaci vezető szerepét (6000 milliárd dollár felett, 30% felett világszerte részesedés és GDP-arány), de az Európai Unió is 2000 milliárd dollár körüli eredményt mutatott fel (10%-os GDP arány, 11% világszerte részesedés), Kína és a fejlődő piacok is jelentős mértékben növelték kibocsátásaikat.

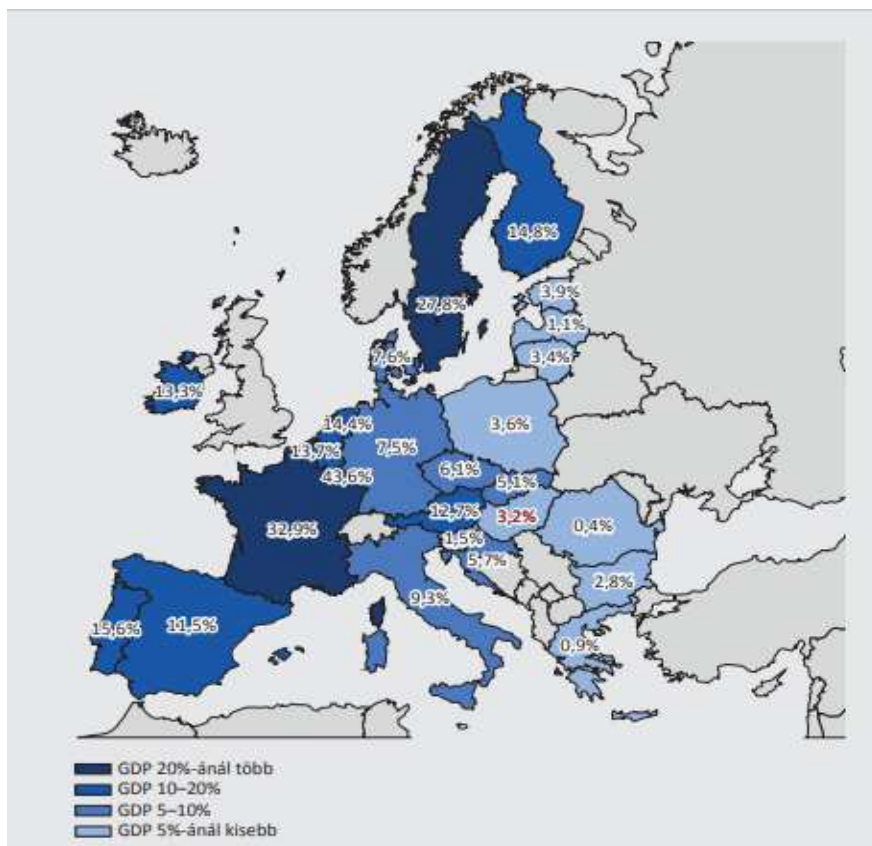
A távolkeleti ország kötvénypiaca még 2008-ban is láthatatlan méretű volt, de a kínai állami nagyvállalatok kibocsátásainak segítségével 2020-ig ledolgozta a lemaradást (a GDP 32%-át éri el a kínai vállalati kötvényállomány, értéke 4,5 billió dollár, ami 26%-os piaci részesedést jelent). Míg Kanadában dinamikus bővült a piac, Japánban visszaesés érzékelhető. (Bécsi-

Bognár-Lóga (2021)). A feltörekvő piacon még jelentősebb a növekedés (MNB: Az NKP elindításának jegybanki szempontjai és a konstrukció főbb jellemzői (2019)).

Ha Európát vizsgáljuk, akkor még érdekesebb a kép (8. ábra). Miközben számos nyugati uniós államban 10% feletti a vállalati kötvények GDP-aránya, addig Kelet-Európában szinte az 5%-os arányt is alig éri el. Ez összhangban áll az egyes országok gazdasági fejlettségével és versenyképességével is.

8. ábra: Az EU-tagállamok nem pénzügyi vállalati kötvényállományának GDP-arányos mérete (2020).

(Forrás: Eurostat alapján Bécsi-Bognár-Lóga (2021).)



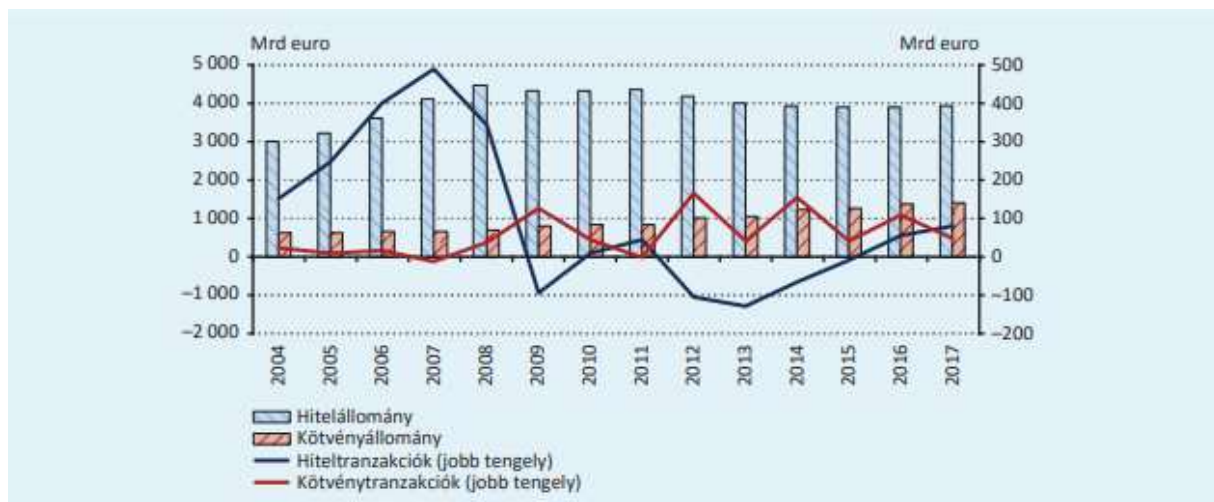
Jól látható a 9. ábrán, hogy a 2008-as válságot követően mennyire rugalmasabban és negatív irányban reagált a hitelpiac a kötvénypiachoz mérten. Míg a bankok szinte teljes mértékben befagyasztották a hitelezésüket, addig a kötvénypiac kompenzálta annak lassulását. A bankok számára felügyeleti intézkedések írták elő a tőkehelyzet rendezését, tartalékok képzését és a különböző rendszeres jelentési kötelezettségek betartását.

2017-ben a kötvények aránya 19 % a nem-pénzügyi vállalati globális adósságból, miközben 2000-2007. között ez 10% volt. Az USA-ban ugyanebben az időszakban 19%-ról 34%-ra, Nyugat-Európában 9-ről 17%-ra nőtt ezek aránya (Lund et al (2018)). A kötvények hitelekkel szembeni térnyerése minden régióban megfigyelhető.

A kötvények felében a futamidő 5 évet meghaladó a legtöbb régióban (2014-2017 között az USA-ban: 62%, Kínában: 54% és Nyugat-Európában 65%). Az USA-ban és Nyugat-Európában 20% körüli a 10 évet meghaladó futamidejű kötvények aránya. Ez pozitív változás, mely tükrözi a piaci bővülést és likviditást, valamint a befektetői bizalmat a hosszú távú finanszírozás irányában. Vannak cégek (Disney, Coca Cola), melyek 100 éves futamidejű, un. „century” százéves kötvényeket is sikeresen kibocsátottak (Lund et al (2018)).

9. ábra: Az eurozóna nem pénzügyi vállalatainak forrásbevonása 2004-2017. évek között.

(Forrás: MNB: A NKP elindításának jegybanki szempontjai... (2019).)



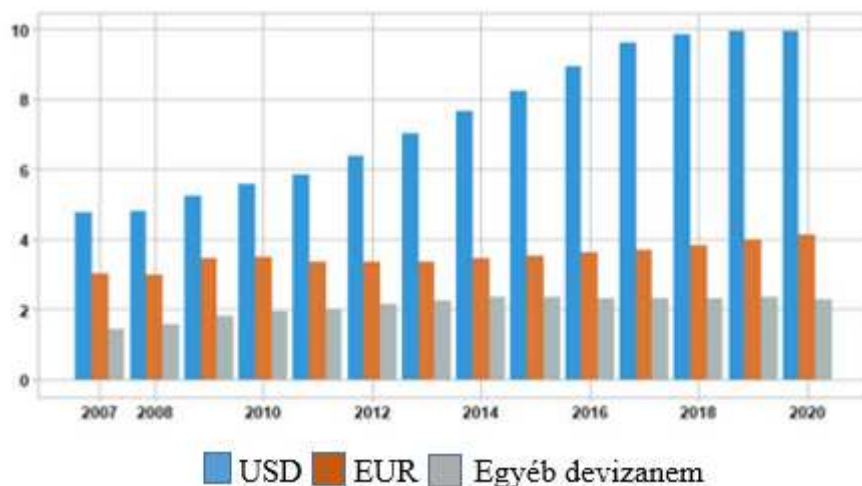
A kötvényeket alapvetően közép- és hosszútávú finanszírozási formának tekinthetők. Európában a kötvények futamideje 62%-ban 3-10 év közötti, 10 éven túli 35%-ban, míg 3%-ban 3 évnél rövidebb futamideje.

Globális szinten 2022. végéig még mindig amerikai dollárban történik a legtöbb kibocsátás (40%, 10. ábra). Az Európai Unióban viszont egyre gyakrabban euróban szereznek forrást (75-80%), míg kisebb arányban amerikai dollárban (25%) és egyéb devizanemekben. Figyelemre méltó adat és tendencia, hogy a globális vállalati kötvénypiacon 2023. első félévben a kibocsátások 56%-a zajlott le euróban, míg amerikai dollárban 33%, angol fontban 7%. A kibocsátások mellett a kötvénypiaci tranzakciók is hasonló eloszlást mutattak (60%-32-5%) (Secondary Market Practices Committee European Secondary Bond Market Data H1 2023).

Ágazati koncentráció nem érzékelhető a kibocsátók között. A legmagasabb arányok a közüzemi, kommunikáció és nem alapvető fogyasztási cikkek ágazataihoz kapcsolhatók (16-16%) (MNB: A NKP elindításának jegybanki szempontjai és a konstrukció főbb jellemzői (2019)). 2018-ban az eurozónában 18% a külföldi befektetők aránya (a legmagasabb Hollandiában (95%)), addig Japánban ez 17%, az USA-ban 28% és az Egyesült Királyságban 56% (Çelik – Demirtaş - Isaksson (2020)).

10. ábra: A globális kötvénypiac alakulása 2007-2020. között devizanem szerinti bontásban, ezer milliárd dollárban.

(Forrás: Dealogic, IOSCO alapján *Corporate Bond Markets – Drivers of Liquidity During COVID-19... - Discussion paper* (2022).)



A vállalati kötvények a nem pénzügyi vállalatok kötelezettségeinek csak 4,3%-át teszik ki az euróövezetben, míg ez az arány az USA-ban 11% (European Commission (2017)).

Ha csak az Európai Unióra koncentrálunk megállapítható, hogy a gazdasági fejlettség és a vállalati kötvény-piac nagyságrendje között pozitív korreláció áll fenn. Kelet-Európa gazdasági és pénzügyi felzárkózásának (konvergenciájának) alapfeltétele, hogy a pénz- és tőkepiacok is megfelelő – nyugat-európai szintű – hatékonysággal működjenek. Nyilván ez a konvergencia folyamat nem tud több évtizedes szintet utolérni pár éven belül, de célszerű minél előbb megteremteni egy fejlettebb tőkepiac alapjait, melynek alapvető feltétele a vállalati szektor kötvényfinanszírozása.

3.4. Globális kötvénypiaci trendek

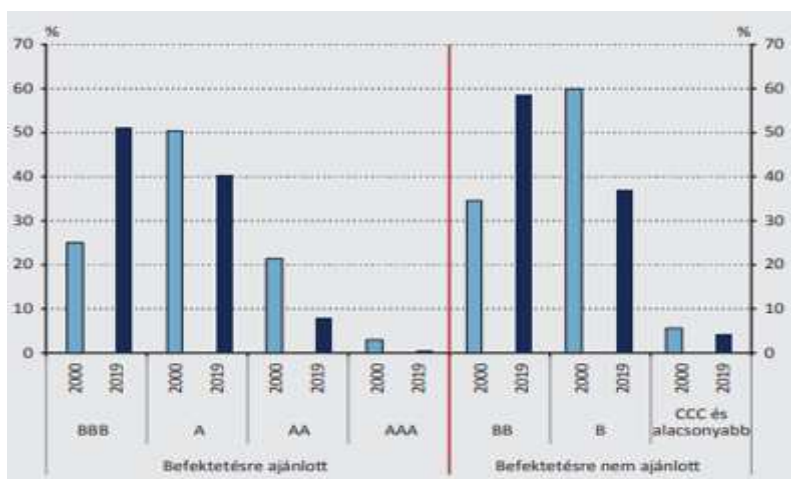
Természetesen bármilyen példákkal hasonlítjuk össze a különböző piacokat, nagyon nehéz az összehasonlítás. Nemcsak a makro-, jogi- és a gazdasági, stb. környezet lehet eltérő, hanem maguk a konkrét kötvények is jelentős mértékben különböznek egymástól. Eltérések érzékelhetők a devizanemben, a forgalomképességben, a futamidőben, a visszavásárlási-/váltási feltételekben, vagy éppen a törlesztési ütemezésben. Ebben az alfejezetben összegyűjtöm a legfontosabb nem-pénzügyi vállalati kötvénytrendeket, amelyekkel a jövőben is számolhatunk:

1. Majdnem mindenhol kötvénypiaci növekedés érzékelhető, de különösen az alacsonyabb bázisról induló fejlődő országokban. A legnagyobb fejlődésen Kína ment keresztül. 2018-ban a globális vállalati adósság közel 1/5-e volt kötvény formában (Bécsi-Bognár-Lóga (2021)). Amíg 2008-ban az adósságpapírok a nemzetközi hitelek 48%-át, 2018-ban már 57%-át tették ki (Çelik–Demirtaş–Isaksson (2019)). Sok esetben az új kibocsátók a hitelek visszafizetése nélkül növelik eladósodottságukat. A kedvezőbb kockázatú papírok esetében a befektetők megtartják a lejáratig papírjaikat („buy-and-hold”), míg a gyengébb minősítésűeknél nincs ilyen jellegű stratégia (Darmouni – Papoutsis (2022)).

2. A nagyvállalati kör privilégiuma maradt a kötvénykibocsátás egyelőre. A kis- és középvállalatok nem, vagy marginális mértékben tudtak bekapcsolódni (Bécsi-Bognár-Lóga (2021)). A piaci forgalom alacsonyabb, mint más értékpapíroknál, mert főként a nagyobb kötvényekkel kereskednek a kötvénypiaci szereplők azok heterogenitása miatt. A hozamokat és a piaci forgalmat főként a kibocsátások, azaz az elsődleges piac határozza meg. A COVID hatására a piaci likviditás érdemben csökkent, de a jelentősebb piaci visszaesést a jegybanki beavatkozások megelőzték (Corporate Bond Markets – Drivers of Liquidity During COVID-19... (2022) - Discussion paper)).

3. Gyenge hitelminősítésű cégek, bővlikötvények előtörése: a kibocsátók között sokkal nagyobb a jelentős mértékben eladósodott, mint a korábbi években. Ez jövőbeli nemfizetésekhez vezethet és jövőbeli magasabb piaci kamatszintet feltételez. (Lund – Woetzel – Windhagen – Dobbs – Goldshtein (2018)). A befektetésre nem javasolt kategóriájú kötvények állománya csaknem megduplázódott 2007 és 2017 között (11. ábra, Bécsi-Bognár-Lóga (2021)). A hitelminősítők aránya továbbra is alacsony az euroövezetben (15% az új kibocsátásoknál). (Holm-Hadulla et al (2022)).

11. ábra: A vállalati kötvények hitelminősítésének megoszlása a globális piacon (2000-2019). (Forrás: OECD Capital Market Series, Thomson Reuters Eikon (Bécsi-Bognár-Lóga (2021)).)



4. A befektető-, vagy befektetésvédelem csökkenése: A befektetőket a különböző kockázatokkal szemben a beszámolói standard-ek betartatása, a transzparens kibocsátói kommunikáció és nem utolsósorban a különböző kovenánsok alkalmazása tudja megvédeni a nem várt veszélyhelyzetektől. Az elmúlt évtizedekben ezen a téren egy negatív tendencia kezd kirajzolódni. A befektetésre ajánlott kategóriákban stagnál ezeknek az alkalmazása (USA: 15–20%). Egyre gyakoribb, hogy kevesebb kovenáns kerül előírásra – ezzel a kötvények válságállósága csökken, – miközben a befektetési minősítésű kötvények átlagos futamideje 9-ről 12 évre nőtt (Çelik – Demirtaş - Isaksson (2020)). A spekulatív kategóriákban: 2000-2012. évek között a kovenánssal bíró kötvények aránya 47-ről 30%-ra csökkent, majd 2019. végére 38%-ra változott. (Bécsi-Bognár-Lóga (2021)). A hosszabbodó futamidő magasabb kockázatot is jelent.

5. Digitalizáció: abban minden szereplő egyetért, hogy a digitális, elektronikus kötvénypiacé a jövő (Corporate Bond Markets – Drivers of Liquidity During COVID-19... (2022) - Feedback Statement). A klasszikus brókeri ügyintézés háttérbe szorul, napjaink befektetője közvetlenül akarja a piacot megismerni és azon tevékenykedni (dezintermediáció). Ennek feltétele a transzparens pénzügyi háttér és az egységes (minimális) szerződéses háttér (Lund et al) (2018)). Az európai uniós intézmények nem támogatják a kötvények és a piac teljes standardizálását, mert elveszne a rendszer rugalmassága, miközben a standardizálás rendszerszintű problémákhoz vezethet, ha beüt egy újabb válság (European Commission (2017)).

6. Megújítási kockázatok: magas szintű lejárat koncentrációhoz vezethetnek a kötvényvásárlási programok. A piaci kamatok növekedése nem okoz kockázatot, mert fix a kamatozás, de ez azt is jelenti, hogy ilyen esetben egy esetleges refinanszírozás (új kötvény kibocsátása) jóval drágább lesz. Ez fejlett piacgazdaságokban moderált kockázatot jelent, de fejlődő országokban számos gondot okozhat (Lund et al (2018)). 2019-2022. között az Egyesült Államokban az US Federal Reserve teljes mérlegfőösszegének megfelelő volumen kellett törleszteni (természetesen megújítások mellett) (Çelik– Demirtaş–Isaksson (2019)).

7. Zöld kötvények: 2020 végére a zöldkötvénypiac meghaladta az 1000 milliárd amerikai dollárt, 76 ország részvételével. Ennek sikere leginkább az energiaszektorhoz, az építőiparhoz, a közlekedéshez és a vízgazdálkodáshoz köthető. A zöldkötvény besoroláshoz fenntarthatósági vizsgálatnak (zöldkötvény-elvek) és független zöldkötvény-minősítéssel kell rendelkezni. (Nagy-Bozzai-Tóth-Incze (2021)). Jelenleg a legnagyobb zöldkötvény-kibocsátók az USA, Kína és Franciaország. (Matolcsy (2020)), de 2019-ben a legtöbb zöld kötvény Európában (307 milliárd amerikai dollár) került kibocsátás (Széles – Baranyi (2023)).

8. Hitelintézetek nyomás alá helyezése, erősebb verseny hitel-kötvény relációban: Mivel a nagyvállalatok a kötvénypiac felé mozdulnak, a bankoknak a kis- és középvállalatok és az egyéni vállalkozók felé kell fordulniuk. Ebben a tekintetben komoly versenytársak lehetnek a fin-tech (technológia alapú finanszírozó) cégek. Előtérbe kerülhetnek az automatizált és robotizált folyamatok (machine learning, artificial intelligence, adatalapú hitelezés), valamint még fontosabb lesz a költséghatékonyság az olvadó kamatkülönbözet miatt (Lund et al) (2018)). 2022-től a bankok a nagyobb méretű és jobb cégeknek kedvezőbb kamatozású hiteleket nyújtottak, a kormányzatok és a jegybankok a kötvénypiaci beavatkozások mellett hitelmoratóriumokkal és kedvezményes hitelgarancia-programokkal támogatták ezt. A fentiek következményeként, bár mind a hitelek, mind a kötvények kamatszintje növekedett, a vállalatok többsége – különösen a gyengébb hitelminősítésű cégek - újra a hitelek felé fordultak (Giuzio – Lenoci (2023)).

9. A kötvényvásárlási programok fenntarthatósága: az egyik vitatéma az volt, hogy az eszköz- és kötvényvásárlások a monetáris politika stabilizálásának rendszeres eszközévé váljanak-e, vagy milyen termékekre terjedjenek ki. A 2007-2008-as válság esetében a megoldást a szakértők többsége megfelelőnek találta (Altavilla - Carboni – Motto (2021)), 2020-ban a pandémia idején a COVID okozta pénzügyi válság során már 20 fejlődő piaci ország jegybankja vett részt az eszközvásárlási programokban (köztük az MNB).

4. Kötvényvásárlási programok

A jegybanki kötelező tartalékráták alacsony szintre kerültek a 2007-2008. pénzügyi válságot követően, a kamatszintek a nullához közelítettek, eközben a bankok kockázatvállalási hajlandósága lecsökkent. Alternatív, nem-konvencionális hitelösztönzési megoldásokhoz kellett nyúlni, melyeket általában fejlett gazdaságokban érdemes alkalmazni. Ilyen nem-szokványos eszközök lehetnek (Novák (2019)):

1. A banki likviditást javító intézkedések (kedvező hitelkonstrukciók, tartalékszabály, kamatcsatorna módosítása, devizaellátás javítása).
2. Közvetlen hitelpiaci beavatkozás (értékpapír-vásárlása, pénzügyi szektor közvetlen finanszírozása, stb.).
3. Állampapír-vásárlás segítségével a befektetők kockázatosabb termékek felé irányítása.
4. A kereskedelmi bankok hitelezőinek célzott támogatása. Ezen az elven működött az MNB Növekedési Hitelprogramja is.
5. Előrettekintő iránymutatás, melynek segítségével a jegybankok tájékoztatják a piacot a várakozásaikról és jövőbeli tervezett lépéseikről.

A fenti intézkedések a gazdasági szereplők kockázatát csökkentik, de a jegybanki kockázatokat jelentősen megnövelik, jegybanki veszteséget is okozhatnak. Ezeket az eszközöket un. mennyiségi enyhítésnek is nevezik. Mindegyik jelentős piacgazdaságot koordináló jegybank élt az eszközvásárlási megoldások alkalmazásával (az USA-ban és az Európai Unióban ezek mértéke elérte a 23%-ot, illetve 14%-ot a GDP-hez mérten (Arena és szerzőtársai (2021)). Elsősorban az európai kötvényvásárlási programokkal fogok foglalkozni a dolgozatomban, mivel ezek azok a megoldások, melyek az MNB kötvényprogramján alapjául szolgáltak.

4.1. Az Európai Központi Bank kötvényvásárlási programja

Az irányadó kamatláb 2014. nyarán elérte a zéró szintet, ami azt jelentette, hogy Európai Központi Bank nem tudta tovább élénkíteni a kamatláb csökkentésével a gazdasági körforgást. Ezért nem-konvencionális eszközökhöz kellett nyúlni a monetáris transzmissziós mechanizmus támogatása érdekében, melynek egyik legfontosabb törekvése az európai uniós árstabilitás volt (2%-os inflációs cél) (Benigno et al, (2022)).

Az eszközvásárlási program (Asset Purchase Programme) 4 alprogramból állt össze:

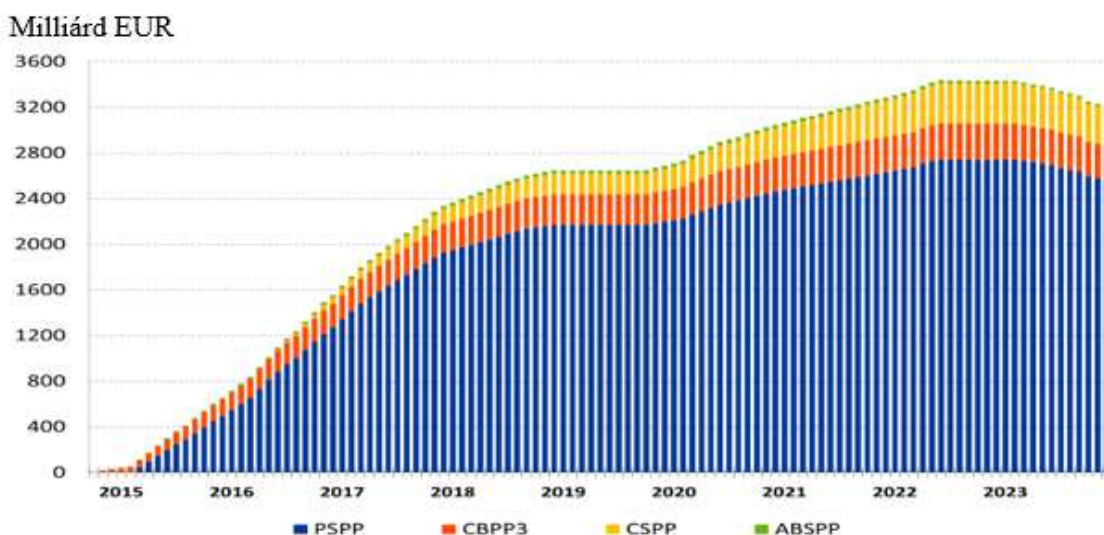
- vállalati kötvényvásárlási program (corporate sector purchase programme (CSPP)),

- az állami értékpapírvásárlási programja (public sector purchase programme (PSPP)),
- fedezett értékpapírvásárlási program (asset-backed securities purchase programme (ABSPP)),
- harmadik fél által fedezett kötvényvásárlási programja (third covered bond purchase programme (CBPP3)).

A program alapjait 2015-ben fektették le, ami példanélküli esemény volt: jegybanki beavatkozás a tőkepiacon. Napjainkra gyakorlatilag az egyik legfontosabb monetáris megoldássá vált a tőkepiaci és így a gazdasági teljesítmény befolyásolására és válsághelyzetek kezelésére (2007-2008-as pénzügyi válság utáni gazdaságélénkítés, pandémia okozta világválság leküzdése). A programok lényege, hogy a jegybankok forrásaik segítségével az egyes szektorok (állami, vállalati, stb.) értékpapírjainak megvásárlásával élénkítik a gazdaságot, befolyásolva a kereskedelmi bankok finanszírozási gyakorlatát és az egyes szektorok szereplőinek eladósodási hajlandóságát. Így nagyobb piaci teljesítmény érhető el kismértékű infláció mellett. A programok teljesítménye jól látható az 12. ábrán. Megfigyelhető, hogy a legnagyobb hatású az állampapírok (államkötvények) felvásárlása volt, illetve jól látható, hogy a megvásárolni tervezett mennyiség mindig az aktuális helyzethez igazodik (pl. 2020. év elején a program erősödése a COVID okozta válság utáni újraindításra fókuszálva).

12. ábra: Az Európai Központi Bank eszközvásárlási programjainak teljesítménye 2015-2023. között, milliárd euroban.

(Forrás: European Central Bank, Asset Purchase Programme (2024).)



A programban felvásárolt értékpapírok nagyságrendjét mutatja be az 1. táblázat az eurozónában 2023. decemberben. Az állomány értéke 3000 milliárd EUR körül ingadozik, aktuálisan csökkenő trend látható, mivel szándékoltan az EKB nem vásárol újabb értékpapírokat. Jól

látható, hogy az állami szektor az első (79%), a vállalati szektor (11%) a második legnagyobb részesedéssel bíró program.

1. táblázat: Kintlévőségek az EKB eszközvásárlási programjában, 2023. december 31-i előzetes adatok alapján.

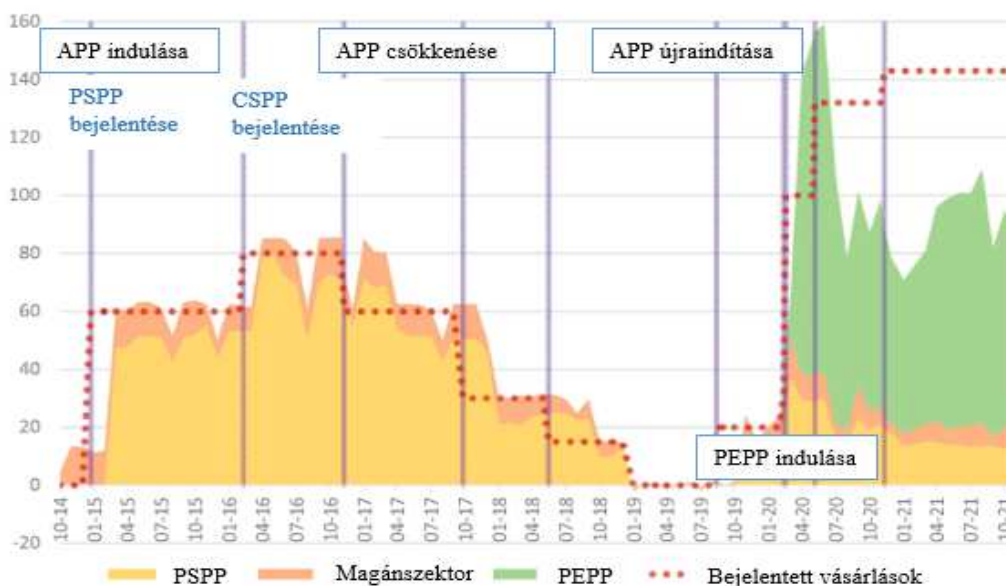
(Forrás: saját szerkesztés, ECB: Asset purchase programme (2024) alapján.)

Millió EUR-ban	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP összesen
2023. november					
Kötvények értéke:	13 350	285 620	323 921	2 403 035	3 025 926
Összetétel:	<1%	9%	11%	79%	100%

Az eszközvásárlási program 2015. január 22-én indult. Első körben az Unió államai és európai intézmények által kibocsátott kötvények vásárlására fókuszáltak havi 60 milliárd EUR összegig terjedően. Az Európai Központi Bank 2016. március 10-én bejelentette, hogy a gazdaság élénkítését szolgáló eszközvásárlási programját kiterjeszti a nem-pénzügyi vállalatok kötvényvásárlására is, a havi volumeneket 80 milliárd EUR-ra növelve. A vállalati kötvényvásárlási program első körben 2016. közepétől 2018. végéig (első fázis) tartott azzal a céllal, hogy segítse a monetáris politika lazítási törekvéseit és a vállalati finanszírozási kondíciókat javítsa.

13. ábra: Az Európai Központi Bank nettó eszközvásárlásai, milliárd EUR-ban (2014-2021).

(Forrás: Benigno et al (2022).)

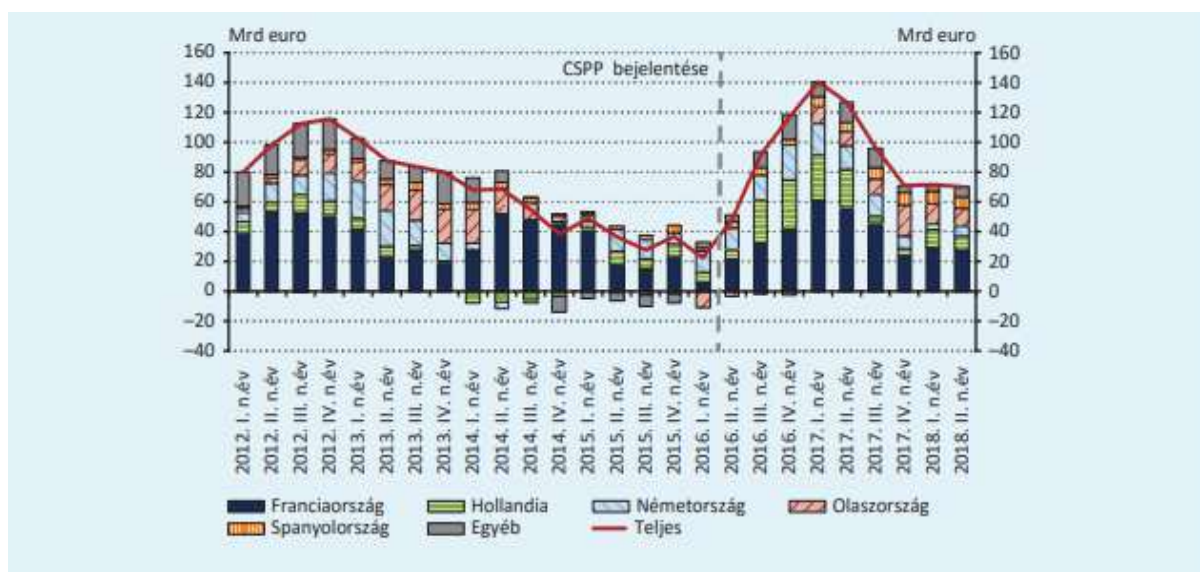


Bár az EKB a teljes eszközvásárlási programot fokozatos keretcsökkentésekkel ki akarta vezetni, a koronavírus-járvány és a makrogazdasági körülmények közbeszóltak. Így a programot 2019. november 1-jétől újraindították, majd 2020. márciustól a koronavírus-járvány hatásainak csökkentésére is kiterjesztették – több lépcsőben 1850 milliárd EUR-ra kiterjesztve (Bécsi-Bognár-Lóga (2021)). A COVID gazdasági hatásának csökkenésével fokozatosan lassították a beszerzések ütemét és keretösszegét. A jelenlegi elképzelések szerint 2024-ben érhet véget a program (Benigno et al (2022)). A program időbeli lefutását a 13. ábra mutatja be (a Private szektor a nem-állami kötvényeket foglalja magába).

A vállalati kötvényvásárlás nem határozott meg ágazati korlátozásokat, leszámítva, hogy a pénzügyi intézményi háttérű vállalkozások nem vehettek benne részt. A kötvényvásárlási program devizaneme kizárólag euro volt, a kibocsátók csak eurórezidens vállalkozások lehettek (European Central Bank: Asset Purchase Programme 2024)). A kötvényvásárlás finanszírozási feltétele volt, hogy a maximális arány nem haladhatja meg az adott kötvénycsomag (-sorozat) 70%-át, a kötvénykibocsátónak legalább BBB- hitelminősítéssel kell rendelkezni és bár a sorozatok számára, vagy darabszámára nem volt megkötés, a kibocsátásnak el kellett érni a 10 millió EUR-t. Amennyiben a hitelminősítés leromlott, az EKB-nak nem volt kötelező az értékesítés, de mérlegelhetette azt. A kötvények hátralévő futamideje 6 hónap és 30 év közé kellett, hogy essen. ((European Central Bank: FAQ on purchases of corporate sector debt instruments... (2023)). 6 ország (Belgium, Németország, Spanyolország, Franciaország, Olaszország és Finnország) jegybankjainak segítségével történt a kötvényvásárlás.

14. ábra: Az eurozóna nem pénzügyi vállalatainak kötvénykibocsátása (2012-2018).

(Forrás: MNB: A NKP elindításának jegybanki szempontjai... (2019).)



Ahogy a 14. ábra is mutatja, az NKP szempontjából releváns első fázis szempontjából értékelve az adatokat, az indulást követően gyorsan felfutott a kibocsátások száma és a kötvény piaci felárak is csökkenést mutattak. A kötvényprogram egyik legfontosabb következménye volt, hogy a hosszú lejáratú kötvények aránya megnövekedett a bázishoz képest. A 3-5 éves futamidejű kötvénykibocsátás továbbra is a kötvények 60%-át fedi le, miközben az 5-10 éves kötvények 27%-ot, az 1-3 éves kötvények 13%-ot tettek ki. Csökkent a fix kamatozású kötvények ára (87-ről 71 bázispontra) – már a központi bank bejelentésére is megmozdult az uniós kötvénypiac (Benigno et al (2022)).

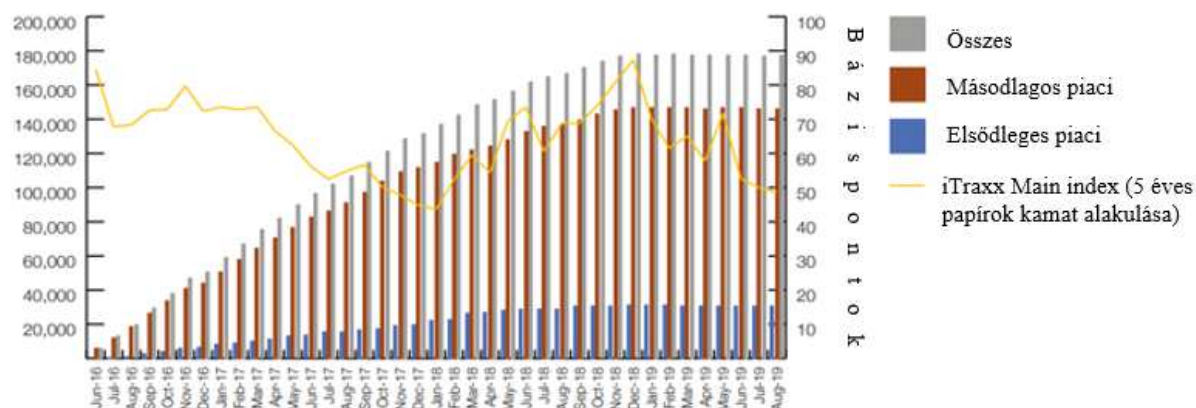
A program segítségével az első fázisban 178 milliárd euró értékű kötvény került megvásárlásra az elsődleges és a másodlagos piacon. Összesen 274 vállalat-(csoport) kötvényei kerültek megvásárlásra. A programban jelentős koncentrációt mutat, hogy elsősorban a francia, a holland, a német és olasz kötvények domináltak, azaz a többi országban marginális hatást fejtett ki a program. A program segítségével a vállalati kötvénypiac a GDP 1,6%-ával nőtt, de olasz közgazdászok vizsgálatai alapján 2,2% reál GDP éves növekedést is becsültek a program hatásaként a 2015–2018. közötti időszakra (Benigno et al (2022)).

Az euroövezet kötvényvásárlásait több hazai devizával rendelkező ország is követte, de természetesen előfordultak nemzeti különbségek. Lengyelországban a vállalati kötvények többsége nemzeti valutában került kibocsátásra, Csehországban inkább euro alapú kibocsátások történtek. A lengyel papírok változó kamatozásúak 7 év átlagos futamidővel, a cseheknél főként fix kamatozású értékpapírokat bocsátottak ki 10 éves átlagfutamidővel. Mindkét országban a bullet és az amortizálódó kötvények aránya megegyező, a tőkepiacon kisszámú nagyvállalat szerepel erős kibocsátói és ágazati koncentráció mellett (közműszolgáltatók, energetikai cégek – jelentős beruházás igényük miatt). A KKV-szektor marginális szerepet játszik, aminek háttere a cseh pénzügyminisztérium szerint információs problémákra, a pénzügyi edukáció hiányára és a nagyon kedvező hitelfeltételekre vezethető vissza (Bécsi-Bognár-Lóga (2021)).

Összességében a kötvényvásárlási programban az Unió 179 milliárd EUR értékű kötvényt vásárolt meg), ami nagyságrendileg a megjelölt kötvények 23%-a (Çelik – Demirtaş - Isaksson (2020)). A jegybanki vásárlás 17%-a az elsődleges, 83%-a a másodlagos piacon került végrehajtásra (15. ábra). Piaci felmérések alapján a vállalati kötvényprogram érdemben nem rontotta a másodlagos piac likviditását, nagyjából megfelelően kezelte ezt a kihívást. (Hill – Callsen (2019)). A program egyik nagy eredménye, hogy az euroban kibocsátott kötvények aránya 68%-ról 72%-ra nőtt, így csökkent a piac külső devizakitettsége – ezt segítette az is, hogy a kötvénykibocsátásban jártasabb, korábban nem euro-ban kibocsátó vállalkozások is igazodtak ehhez a szabályhoz (De Santis – Zaghini (2019)).

15. ábra: Az EKB vállalati kötvényvásárlásainak kumulatív alakulása 2016. június-2019. augusztus között, milliárd EUR-ban.

(Forrás: Hill – Callsen (2019).)



A vállalati szektor kötvényvásárlási programja minden szempontból (minősítések, ágazatok, országok, kibocsátók) jól diverzifikált volt. 2016-os adatok alapján leginkább a fogyasztási cikkek gyártása (28%), a közműcégek (22%), a kommunikációs ágazat (11%), az általános ipar (11%) érdeklődött a program iránt. Csak 2016-ig 458 különböző kötvény került a programba 175 kibocsátó által, miközben a hitelminősítések AA és BBB- között alakultak, de megfigyelhető volt a befektetésre nem ajánlott kötvények megjelenése is (EKB (2016)).

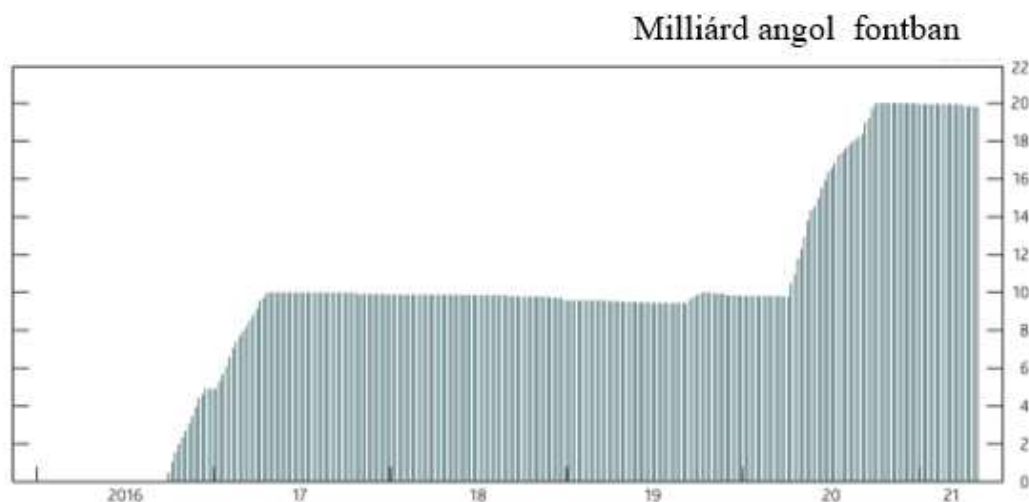
4.2. A Bank of England kötvényvásárlási programja

Az Egyesült Királyság jegybankja 2016. szeptemberében indította el programját, és eredetileg 2017. áprilisban tervezte lezárni, de 2020-ig még újra befektetve a már visszafizetett összegeket. Az elsődleges célok hasonlóak voltak, mint az Európai Központi Bank esetében: mennyiségi lazítás a kamatok csökkentésével, az infláció mérséklése és a kibocsátás növelése (Bank of England - Options for greening the BoE's Corporate Bond Purchase Scheme (2021)). 144 vállalat(-csoport) fontkötvényeit vásárolta meg a jegybank összesen 10 milliárd angol font értékben, ami a GDP 0,5%-át tette ki. A vásárlások csak a legalább 12 hónap futamidejű kötvényekre és a legalább BBB- hitelminősítésű, az Egyesült Királyságban gazdasági szerepet vállaló kibocsátókra terjedtek ki. Az intenzív kötvényvásárlás a másodlagos piacon zajlott, és – az EKB programjához hasonlóan – a piaci kötvényfelárak 20 bázispontos csökkenéséhez vezetett (MNB: A NKP elindításának jegybanki szempontjai... (2019)). Érdekes, hogy a befektetési és a spekulatív értékpapírok kamatszintje is ugyanolyan mértékben csökkent. (Bank of England - Options for greening the BoE's Corporate Bond Purchase Scheme (2021)).

Az egészségügyi-gazdasági válság hatására a brit jegybank 2020. áprilisában folytatta a kötvényvásárlási programját további 10 milliárd Ft-tal megemelve a korábbi keretösszeget (összesen 20 milliárd font) változatlan feltételek mellett (Bécsi-Bognár-Lóga (2021). 2021-ben zöldítési célokat is beemeltek (Bank of England - Options for greening the BoE's Corporate Bond Purchase Scheme (2021). A program alakulását a 16. ábra mutatja be.

16. ábra: A Bank of England által végrehajtott kötvényvásárlási program alakulása 2016-2021. között, milliárd fontban.

(Forrás: Bank of England - Options for greening the Bank of England's Corporate Bond Purchase Scheme (2021).)



4.3. A tőkepiaci unió, mint harmonizációs törekvés

Ahogy Bélyác Iván írja könyvében, „ahol létezik tőkepiac, ott az egyének és a vállalatok nem csupán reáleszközöket adhatnak-vehetnek, hanem finanszírozási eszközöket is” (Bélyác (2013), p. 39.). Kiemelt célkitűzés, hogy az Európai Unión belül is egy egységes pénzügyi piac kerüljön kialakításra.

A 2008–2009. évi pénzügyi válság még jobban megerősítette azt az elképzelést, hogy egységes tőkepiaci unió (szabályozás) szükséges az Európai Unióban, mint az európai integrációt újabb szintre emelő intézkedés. Ezáltal egy jelentős méretű egységes piac jöhetne létre. Ennek segítségével javulhatna a vállalatfinanszírozás színvonala, csökkennének a tranzakciós költségek, valamint a több forrás jutna az európai beruházások és befektetések finanszírozására. Csaba (2018) szerint a tőkepiaci csatlakozás különösen azokban az országokban fejtheti ki leginkább a hatásait, melyek csatlakoztak az euroövezethez.

A fentiek következtében az Európai Unió vezetőinek határozott célja létrehozni egy olyan egységes tőkepiacot a tagállamok közreműködésével, ahol az uniós kibocsátók és befektetők tranzakcióik segítségével támogatják az európai növekedést. Új befektetők jelenhetnének meg a vállalati szektor számára alacsonyabb költségek mellett hosszú távú forrásokat kínálva. Ez a vállalkozások számára nagyobb finanszírozási stabilitást, miközben a lakossági befektetőknek egy biztonságos és szabályozott befektetési alternatívát jelentene. Az Unió pénzügyi stabilitása mellett ez a piac segíthetné a jövőbeli digitális és fenntartható fejlődést is. Ennek alapjait már a Római Szerződés lefektette 1957-ben, de 1992-ben a Maastrichti Szerződés emelte alapvető törekvéssé. 2015-ben készült el az első cselekvési terv, de azóta újabb koncepciók születtek az egységes, határokon átnyúló európai tőkepiac kialakítása és működtetése érdekében (Council of the EU: Capital markets union (2024)).

Az Európai Unió az egyik legfontosabb terepe a zöld kötvénypiac, amit szubvenciókkal és támogatásokkal támogatnak már most is. Részben ebből adódóan ez a szegmens 2015-2022. közötti időszakban megnyolcszorozódott (Nyikos (2022)). Bár jelenleg ez a piaci szegmens gyermekcipőben jár, de optimális kockázat- és hozam-kombináció mellett versenyképes lehet a klasszikus kötvényekkel szemben is, mivel a legtöbb befektető preferálja a zöld megoldásokat, mint hosszú távú befektetési lehetőségeket.

4.4. A kötvényvásárlási programok újabb hulláma

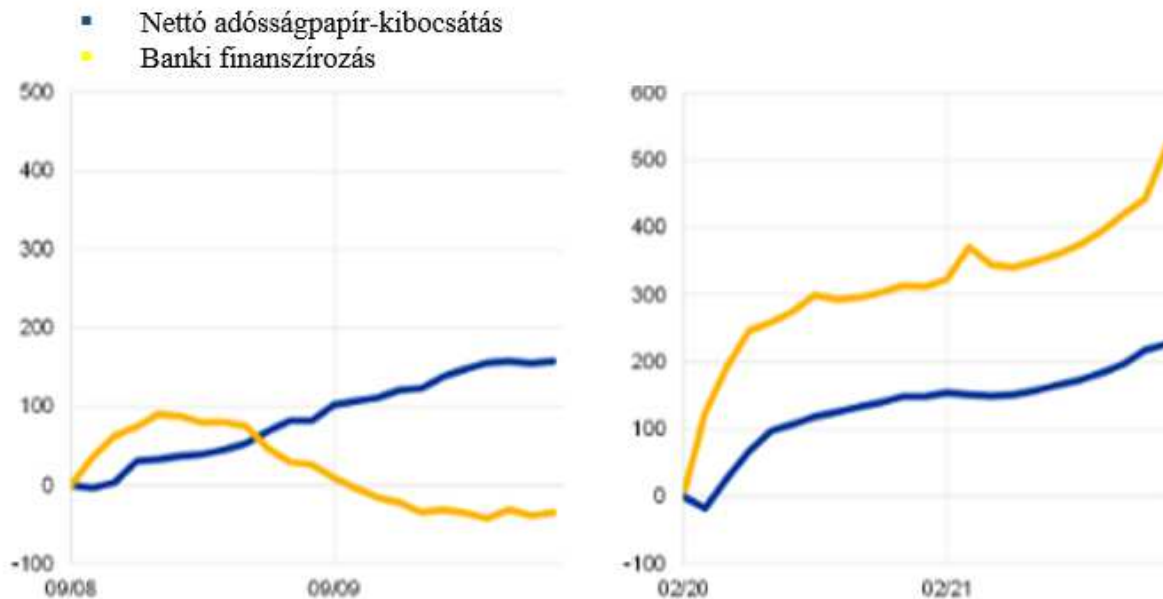
Az elmúlt 15 évben a vállalati kötvények szerepe felértékelődött az eurozónában. Ez a növekedés a koronavírus-járvány alatt is folytatódott, de másképpen. A 2020. évtől jelentkező egészségügyi és gazdasági válság új lendületet adott a vállalati kötvénykibocsátóknak és a kötvényvásárlási programoknak. A jegybanki impulzusokhoz már az is szükséges volt, hogy a kisebb cégek és a kockázatosabb (sokszor minősítés nélküli) kötvények felé forduljanak, melyek növekedésnek is indultak (Darmouni – Papoutsi (2022)).

A piaci trendek a kötvények és hitelek viszonyában nem úgy zajlott, mint az előző válság során. A bankszektor az előző válság intézkedéseit követően már megerősödött (tőkeszintek, tartalékok, likviditás), míg a jegybanki kötvénypiaci beavatkozás kisebb és kevésbé közvetlen volt, ezért a hitelek nagyobb szerepet játszottak a helyzet megoldásában. Míg a 2007-2008-as válságban a cégek egyértelműen a kötvény piac felé fordultak a relatíve magas költségek ellenére, a pandémia idején a banki ajánlatok jóval kedvezőbbek volt a kedvezőbb banki tőkehelyzet és közvetítői kapacitás miatt. Ezért a pandémia idején a kötvény már nem

helyettesítette a vállalati hiteleket, hanem inkább kiegészítette a vállalati kötvénypiacot, növekedési mérték elmaradt a hitel bővülésének ütemétől (17. ábra, Holm-Hadulla et al (2022)).

17. ábra: A nem-pénzügyi vállalatok hiteleinek (sárga) és a vállalati adósságpapírok nettó kibocsátásának (kék) alakulása a 2007-2008-as válság (bal oldali ábra) és a pandémia idején (jobb oldali ábra) az euroövezetben (kumulált havi állományok, milliárd EUR-ban).

(Forrás: ECB (Holm-Hadulla et al (2022)).)



Európán kívül is újraindították a kötvénypiacot dinamizáló eszközvásárlási programokat. Az USA-ban a jegybanki funkciókat is ellátó Federal Reserve meghosszabbította az értékpapírpiacon intervencióját 2020. tavaszán, továbbra is magas minőségű értékpapírokat vásárolva a 2008. évi forgatókönyv alapján. Később váratlanul bejelentette, hogy a másodlagos piacon is vásárolnak kötvényeket – érdemi hitelminősítési elvárások nélkül. A kommunikáció hatására már a vásárlások megkezdése előtt érezhető volt a piacon a hatás, emelkedett a kibocsátási kedv. Ez azért érdekes, mert felügyeleti szervként korábban ennek elkerülését javasolták (McCauley, (2020)).

Az újraindított kötvényvásárlási programok segítettek csökkenteni a hozamszinteket és feléleszteni a piaci likviditást. Leállításukkal a hozamok stabilizálódtak, és újra visszaálltak a beavatkozás előtti szintre. Hosszú távon az a legfontosabb kérdés, hogy megismétlődik-e és a jegybankok véglegesen beépítik-e az ilyen típusú kockázatcsökkentő eszközök közé, módosítva ezzel a befektetési stratégiákat (DePalma – Friedman (2022)). Ha a jegybanki gyakorlati nem-konvencionálisból konvencionálissá alakul át, a piaci szereplők kevésbé professzionális módon fognak működni, mert vészhelyzet esetén mindig számíthatnak a központi beavatkozásra.

5. A Magyar Nemzeti Bank Növekedési Kötvényprogramja

A 2007-2008-as pénzügyi válság nem csak globális szinten, hanem Magyarországon is visszavetette a gazdaságot és a bankrendszer nyereségességét, aminek egy hazai hitelválság lett a következménye. A helyzet kezelésére a jegybank nem-konvencionális eszközöket is bevezetett: kamatsereügyletek (FX-swapok, spot-ügyletek, CIRS-devizatranzakciók, HIRS, MIRS), refinanszírozási konstrukciók, az elfogadható jegybanki fedezetek körének bővítése, a kötelező tartalékráta csökkentése, kisebb állampapír- és jelzálogvásárlási eszközvásárlási programok (Novák (2019)). A főként a kis- és középvállalkozásokat sújtó problémákat a Magyar Nemzeti Bank a Növekedési Hitelprogram (továbbiakban: NHP) 2013. évi indításával kívánta enyhíteni, melyet három fázisban valósítottak meg. Az MNB jóvoltából kedvezményes kamatozású, 10 éves futamidejű hitelekkel nyújthattak a kereskedelmi bankok. A program végeredményben sikeres volt, mert a GDP növekedését 2%-kal támogatta (A pénzügyi közvetítőrendszer funkciói (2019)). Az első szakasz a fennálló devizahitelek kiváltására és általános finanszírozásra fókuszált, a második már részben a beruházási hitelekre, a harmadik kizárólag a beruházási hitelekre. Az NHP Fix program gyakorlatilag már előkészítette a Növekedési Kötvényprogramot a gazdasági szereplők számára, mert fix kamatozással, hosszú lejáratúval kerültek jóváhagyásra az ügyletek a kereskedelmi bankokban.

Ebben a fejezetben bemutatom, milyen szerepet játszott a kötvénypiac Magyarországon az NKP előtt, majd bemutatom annak céljait, feltételrendszerét és eredményeit.

5.1. A magyar kötvénypiac a Növekedési Kötvényprogram elindítása előtt

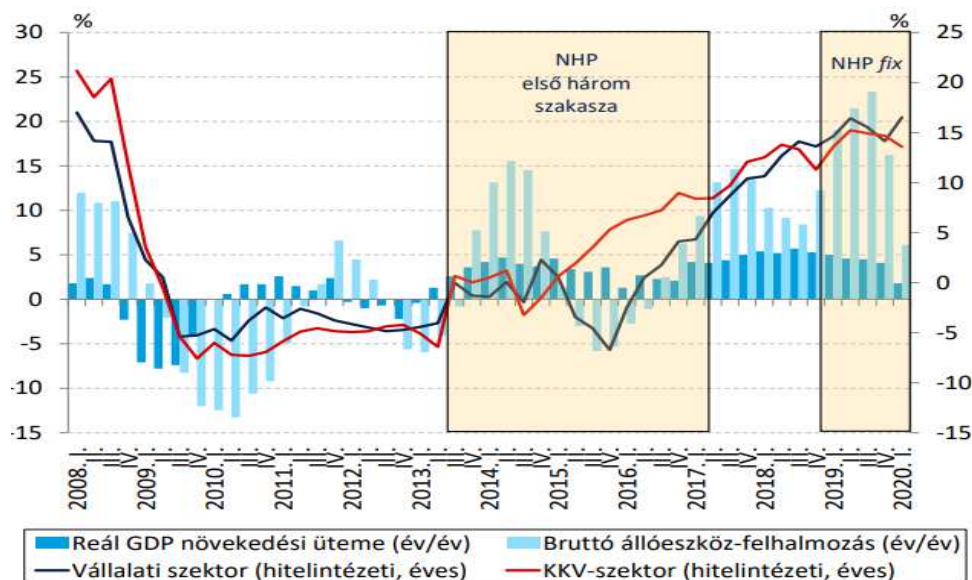
A Növekedési Kötvényprogramot megelőzően a magyar kötvénypiac legfontosabb szereplői az állampapírok és kisebb mértékben a kereskedelmi banki papírok volt, a többi szegmens nem játszott jelentősebb szerepet. Kizárólag a legnagyobb vállalatok (pl. Mol) jutottak el kötvénykibocsátásokig korábban, de ezek nagyságrendje elenyésző, gyakorlatilag nem létezik másodlagos piac. Ennek okát többen a hitelminősítések hiányában (A pénzügyi közvetítőrendszer funkciói (2019)), vagy nemzetközi cégek leányvállalatainál a külföldi kötvénykibocsátók kiegészítő szerepében látják (Chikán (2020)).

A 2008-2013. közötti időszakban évi közel 5%-os csökkenés mellett összesen 25%-kal csökkent a hazai vállalatok hitelállománya - részben a banki likviditási- és tőkeproblémák, részben a konzervatív kockázatkezelési metódusok miatt (Banai - Dancsik – Nagy (2023)). A

jegybank által 2013-tól indított Növekedési Hitelprogramok különböző típusainak (Növekedési Hitelprogram, Növekedési Hitelprogram Fix) segítségével megfordította a korábbi trendet. Míg 2013-ig évi 5%-kal csökkent a hazai kis- és középvállalkozások hitelállománya, addig 2018-ban már évi 12%-kal növelte annak volumenét (MNB: A Növekedési Kötvényprogram elindításának jegybanki szempontjai... (2019). A jegybanki programoknak köszönhető a vállalati hitelezés éves szinten 10%-ot meghaladóan bővül 2017-ben és 2018-ban, ami a vállalkozói bizalmat is tükrözte és segítette Magyarország európai felzárkózását (18. ábra, Matolcsy-Palotai (2019)).

18. ábra: A vállalati és a kkv-szektor hitelállományának, a vállalati bruttó állóeszközök állományának, illetve a reál GDP éves növekedésének üteme (2008-2020).

(Forrás: MNB adatok alapján Banai-Dancsik-Nagy (2023).)

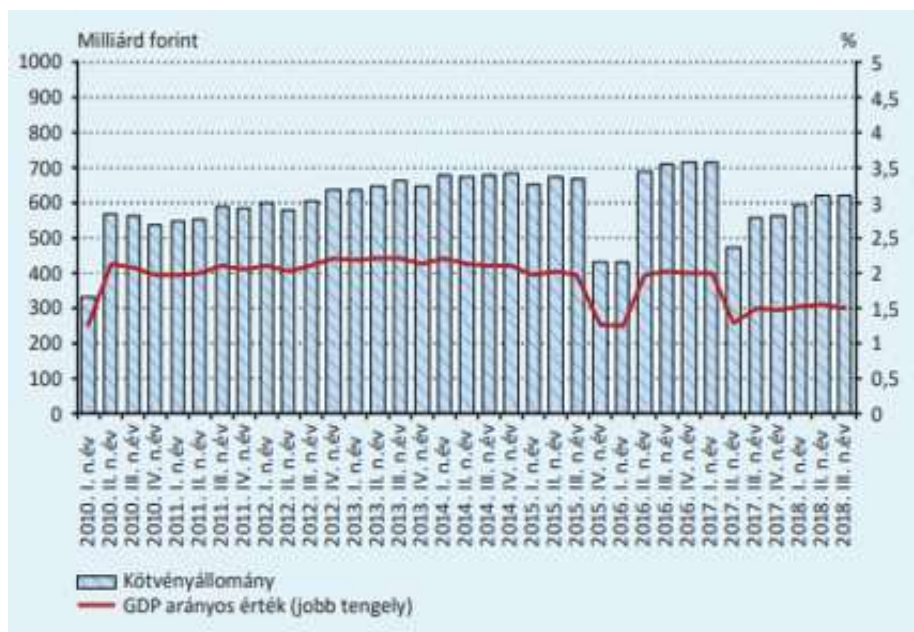


A 2018. végén a GDP-hez viszonyítva a vállalatok hiteleinek aránya 17%-ot, míg a vállalati kötvények annak 1,5%-át tették ki (MNB: Növekedési Kötvényprogram 2019). Ebből is jól érzékelhető, hogy gyakorlatilag a hitelpiac mellett nem volt alternatív finanszírozási lehetőség a vállalati szektor számára. Ezáltal a hazai monetáris politikájának transzmissziós hatékonysága alacsony szinten stabilizálódott, a kamatpolitika csak korlátozott eredményeket tudott elérni.

Ha csak a Magyarországot tartalmazó szűkebb régiót vizsgáljuk a tőkepiacok tekintetében, nemcsak a globális piac, vagy az Európai Unió, hanem a régió is a magyar kötvénypiac előtt járt. A hazai piac az elmúlt 20 évben stagnáló képet mutatott. Az NKP indításának időpontjában nagyon alacsony szinten volt a vállalati kötvény piac (nagyságrendileg 600 milliárd Ft, GDP-arányosan 1,5%, 19. ábra), ahol egy-egy nagyobb tranzakció erősen befolyásolta az állomány méretét. A 2018. II. negyedév végén a vállalati kötvények fele külföldön került kibocsátásra, ami meghatározza a devizaösszetételt is (50% euro, 50% forint). A teljes állomány marginális

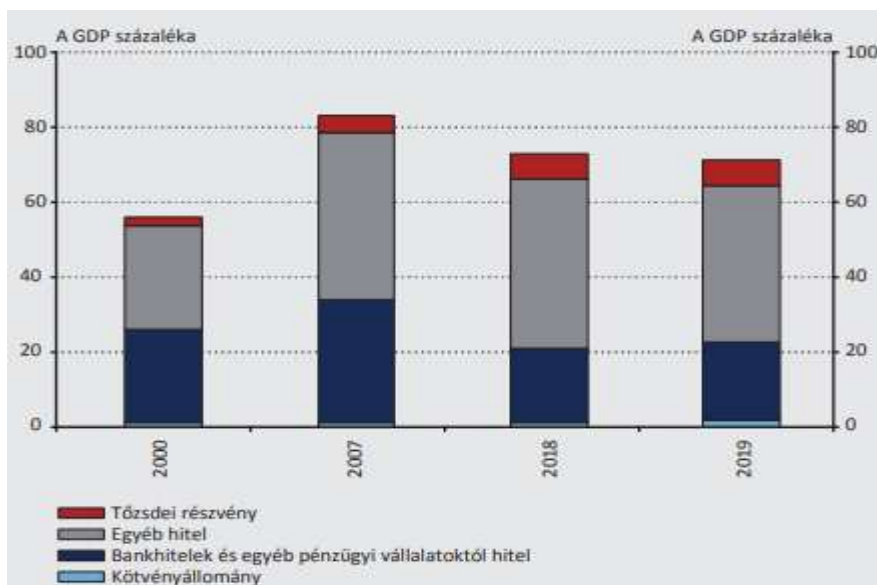
része (3%) került tőzsdei bevezetésre (MNB: A Növekedési Kötvényprogram elindításának jegybanki szempontjai. (2019))

19. ábra: A magyar nem pénzügyi vállalatok kötvényállományának alakulása (2010-2018).
(Forrás: MNB: A NKP elindításának jegybanki szempontjai... (2019).)



Ha a magyar vállalatok forrásszerkezetén belül vizsgáljuk a kötvények jelentőségét, még inkább szélsőséges a kép: gyakorlatilag láthatatlan a tulajdonosi- és hitelforrásokhoz képest (20. ábra).

20. ábra: A magyar nem pénzügyi vállalatok forrásai a GDP arányában (2000-2019).
(Forrás: MNB-adatok alapján Bécsi-Bognár-Lóga (2021).)



A magyar cégek (nem pénzügyi vállalatok) mérlegének forrás oldalát általában a saját tőke és a pénzügyi hitelek dominálják az egyéb kötelezettségek mellett, míg a kötvények a források 1%-a alatt maradtak. Az NKP előtt a forintkötvények marginális szerepet játszottak, mivel kedvezőbb volt ehhez a forráshoz euróban, vagy dollárban hozzájutni. Rövid lejáratú értékpapírok gyakorlatilag nem elérhetőek a magyar piacon (Szalay – Vértessy – Novák, (2020)).

Az újabb kötvénykibocsátásokra való szándékot az sem segítette, hogy a vállalati kötvényekhez számos botrány kapcsolódott. Az NKP előtt gyakorlatilag az Alteo (2,2 milliárd Ft) és a Wing Holding (50,6 Mrd Ft) értékpapírjai voltak elérhetőek nyílt kibocsátás keretében (Klasnyik (2019)).

Leszögezhető, hogy a vállalati finanszírozási igények kielégítése szinte kizárólag hitelekkel került kielégítésre, a tőkepiac szerepe marginális volt. A jegybankoknak azonban olyan eszközökre volt szükségük, melyek közvetlen hatást tudnak gyakorolni a gazdaságra (devizaárfolyam befolyásolása, a pénzmennyiség szabályozása, stb.). Erre vonatkozóan az egyik ilyen megoldást a kötvénypiac nyújtotta, melynek segítségével megvalósulhat az intézmények befektetők befolyásolása és ezáltal a gazdaságban mozgó pénzmennyiség növelése.

5.2. A Növekedési Kötvényprogram céljai

Ahogy az előző alfejezetben bemutattam, a 2007-2008. évi válság rávilágított, hogy a vállalati szektor finanszírozási struktúrája több szempontból is kedvezőtlen volt. A finanszírozási, vagy hitelpiac nem mindig úgy működik, ahogy a gazdaságnak szüksége lenne rá a prociklikusság miatt (túlfűtés konjunktúrában, vagy túlhűtés dekonjunktúrában). Ahogy előző fejezetekben láthattuk, hogy ez komoly veszélyeket hordoz a vállalatok és az adott nemzetgazdaság szintjén is. A banki finanszírozási hajlandósága alacsony szintre csökkent és a beruházási hiteleken kívül főként rövid távú finanszírozást biztosított a vállalatoknak, ami a hitelállomány folyamatos csökkenéséhez vezetett. Hiányoztak a hosszú lejáratú és fix kamatozású források a piacról. A korábban felsorolt európai példák felbátorodva a Nemzeti Bank úgy döntött, hogy beindítja a Növekedési Kötvényprogramot.

Egy jól működő kötvénypiac versenyhelyzetet teremthet a kereskedelmi bankok hiteleivel szemben. A vállalkozások számára optimalizálhatja és kiszámíthatóvá teheti a finanszírozási költségeket, további forrásbevonást tehet lehetővé, míg a kormányzat számára növeli a

monetáris politika hatékonyságát és növelheti a gazdaság válságokkal szembeni immunitását. A pénzpiacot a hitelek értékpapírosításával likvidibbé teheti, ezáltal a teljes gazdaságot stabilizálhatja. Bizonyos esetekben a kötvények több vállalattal szembeni követelésekké alakíthatók értékpapír formájában.

2019. július 1-jén a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa elindította a Növekedési Kötvényprogramot, mely a tőkepiac fejlesztési stratégia egyik elemét képezte. A program céljai a következők voltak (MNB: Növekedési Kötvény program (2019)):

- a monetáris transzmisszió hatékonyabb érvényesülése (mint elsődleges cél).
- a vállalati adósságok diverzifikálódása,
- az árstabilitás minél korábbi biztosítása.

Lóga és Nagy (Lóga – Nagy (2019), p. 2.) a következőképpen írta le a célokat:

- „elsődleges cél: monetáris politikai transzmissziós mechanizmus hatékonyságának növelése”,
- másodlagos cél:
 - o verseny a hitelekkel szemben, azaz egészségesebb forrásbevonási szerkezet,
 - o likvid és stabil kötvénypiac, ami a pénzügyi stabilitást növelheti,
 - o jegybanki válságkezelése gyors és hatékony eszköze, a válság tompítása,
 - o a tőkepiaci finanszírozás megismertetése a vállalatokkal.

Lóga és Gerlaci szerint további cél volt az is, hogy a Növekedési Kötvényprogram keretében megtörténjen a hazai nem pénzügyi szektor legnagyobb szereplőinek hitelminősítése is (Lóga-Gerlaci (2020)). Korábban csak a Magyar Állam, a pénzintézetek és a kiemelkedő vállalkozásai kerültek átvilágításra a 3 legnagyobb amerikai hitelminősítő által (Fitch, Moody's, S&P). A hitelminősítések segítségével a tőkepiaci befektetők addicionális információkat szerezhettek nemcsak a kibocsátókról, hanem a magyar vállalati szektor állapotáról is.

A Kötvényprogram külföldi minták alapján került kialakításra. A két legfontosabb példa az Európai Központi Bank és a Bank of England vállalati kötvényvásárlási programja volt. Az EKB megvásárolja a vállalati kötvények egy részét, ezzel a nem konvencionális eszközzel támogatva a monetáris transzmisszió magasabb szintjét.

A Kötvényprogram segítségével a vállalati szektor hosszú távon rögzíteni tudta a finanszírozási költségeiket, hozzájárulva az MNB árstabilitási törekvéseihez. Mindemellett amennyiben bekövetkezik egy nagyobb mértékű bankválság, akkor a központi bank beavatkozási alternatívái is szélesebb körűek lehetnek. Másképpen: nem csak a bankrendszer határozza meg és viseli a vállalati finanszírozási rendszer kockázatát, hanem egy szélesebb befektetői kör

vállalja magára a terheket (Tájékoztató a Növekedési Kötvényprogram feltételeiről (2022)). Ennek segítségével a hazai gazdaság regenerálódási képessége is jelentősen erősödhet.

A kötvénykibocsátás- és vásárlás segítségével többletpénz kerül a gazdaságba, amit a hitelintézetek számára nyújtott kedvezményes (preferált, vagy preferenciális) betéti konstrukciók kialakításával semlegesített a jegybank. Ebben a tekintetben eltér az MNB a globális jegybankok által végrehajtott mennyiségi lazítási programoktól: a hazai elképzelés szerint a kötvényvásárlási program csak a jegybank mérlegének forrásoldalát rendezi át. Eszközoldalon megjelennek a megvásárolt értékpapírok, míg az ellentétes oldalon gyarapszik a bankbetétek nagyságrendje, így elméletileg nem változhat a kamatkockázat. Így közvetlenül a rövid hozamokat, de közvetve a hosszú távú pénzügyi hozamokat is befolyásolhatja a program (Kolozsi-Horváth (2020)). Ez átlagos piaci körülmények között megvalósítható lett volna, de a kötvénykamatok alacsony szinten kerültek rögzítésre, a bankok által elhelyezett betétek kamat az infláció és a jegybanki intézkedések hatására megugrottak. Azaz a fentiek ellenére szignifikánsan megnőtt a jegybanki kockázat, hosszú távú alakulása bizonytalan.

Egy 2020. évi felmérés szerint az Európai Unió cégeinek 5%-a, míg hazánkban 10% jelezte, hogy finanszírozási korlátokba ütközik, főként a banki fedezeti elvárások miatt. (Versenyképességi jelentés (2022)). Mivel a kötvények többségében fedezetlen forrásokat takarnak, erre is megoldást kínált a program.

5.3. A Növekedési Kötvényprogram feltételei

A Kötvényprogram jogi háttérét a Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. számú törvény teremtette meg. A jegybank feladatai a következők a fenti jogszabály szerint: a monetáris politika megvalósítása, bankjegy-kibocsátási (emissziós) monopólium, a bankok bankja, vagyis a bankok számlavezetője és hitelezője, egyben végső hitelezője, az állam bankja és a deviza és aranytartalékok kezelője (A pénzügyi közvetítőrendszer funkciói (2019)). Ezeket a funkciókat értékpapírokhoz kapcsolódó, nyíltpiaci műveletekkel is megtámogathatja (értékpapírokat bocsáthat ki, vásárolhat és adhat el).

A kötvényprogram keretében a jegybank monetáris feladatainak megfelelően nyíltpiaci műveletek keretében kötvényeket vásárol az elsődleges- és a másodlagos piacon. A kötvényvásárlásokat minden esetben közvetlenül hajtja végre: az újonnan kibocsátott kötvényeket nyílt piaci aukciókon, a már forgalomban lévő értékpapírokat közvetítők nélkül vásárolja meg. Közvállalkozásnak nem minősülő és KMRP típusú intézmények esetén elsődleges és másodpiacion történhet a kötvényjegyzés, míg közvállalkozások (közszektor

befolyása alatt álló intézmény) esetén kizárólag másodlagos piacon bonyolíthatók le az ilyen jellegű ügyletek (Tájékoztató a Növekedési Kötvényprogram feltételeiről (2022)).

A 2019. júliusi indulásakor a hazai székhelyű nem-pénzügyi vállalatokra fókuszáltak, melyek nem minősülnek közzállalatnak. 2021. március 16-án ez kiterjesztésre került a hasonló karakterrel bíró közzállalatok számára is. 2021. szeptember 1-jétől a különleges munkavállalói résztulajdonosi program (KMRP) típusú szervezetek is részt vehetnek a programban. Az eredeti elképzelésekhez képest is széleskörben elérhetővé vált a kötvénykibocsátás lehetősége, melyet végül 2021. december 14-én zártak le úgy, hogy a már folyamatban lévő tárgyalásokat és a már előkészítés alatt álló kötvénykibocsátást még befejezhették az érintettek (Tájékoztató a Növekedési Kötvényprogram feltételeiről (2022)).

2019-ben 300 milliárd Ft-ot szántak erre a programra (egy ügyfél, vagy ügyfélcsoport esetében maximum 20 milliárd Ft korlátozás mellett), de az már első pillantásra is kevésnek tűnt. Ez összeg a GDP 0,7%-át jelentette volna, ami csak minimális mértékben segíthette volna a kitűzött célok megvalósulását (MNB: A Növekedési Kötvényprogram elindításának jegybanki szempontjai... (2019)). A program összeg végül 1550 milliárd Ft keretösszegre került megemelésre, ennek erejéig vásárolhatott ilyen értékpapírokat az MNB.

A jóváhagyott keretösszeg felülről korlátos és nem újra felhasználható volt. Ez alatt jelenti, hogy az előző a maximum kötelezettségvállalás, amit az MNB a kötvényvásárlás során elérhet. Amennyiben alacsony összeget igényelnek a kötvénykibocsátások, akkor a nem felhasznált rész megszűnik a program lezárásával, vagy kifizetésével. Az újrafelhasználhatóság is korlátozott, mivel a már visszafizetett összegek nem helyezhetők ki újra.

A fenti feltételeken túl további, részletesebb feltételek is meghatározásra kerültek a kötvénykibocsátókkal szemben (Tájékoztató a Növekedési Kötvényprogram feltételeiről (2022)):

- az utolsó 2 lezárt üzleti év könyvvizsgáló által auditált pénzügyi beszámolója szerint legalább 1 milliárd forint mérlegfőösszeggel rendelkezik (kivételt képeznek az Budapesti Értéktőzsde részvényszekciójában jegyzett, vagy Xtend piacára regisztrált vállalatok);
- anyavállalata nem pénzügyi vállalkozás, vagy hitelintézet,
- nem szanálási vagy kezelő intézmény,
- nem végez bizalmi vagy kezelői tevékenységet,
- nincs ellene folyamatban jogi eljárás (csődeljárás, végelszámolás, felszámolás).

A Növekedési Kötvényprogramban résztvevő kötvénykibocsátások kizárólag Magyarországon történhetnek meg. A kötvénykibocsátónak minden információt meg kell osztania a jegybankkal

és a további kötvényjegyzőkkel. A kamatozás lehet fix, változó, vagy zéró coupon. A törlesztés módja lehet amortizálódó (törlesztő), vagy bullet (lejáratkor egyösszegben esedékes) típusú. A kötvények névértéke (címletértéke egységenként) legalább 100 000 EUR. Egy vállalattal, vagy vállalatcsoporttal, vagy KMRP-vel szemben maximum 100 milliárd Ft kötelezettséget vállalhat az MNB. Minden kötvénynek azonos jogokat és kötelezettségeket kell tartalmazni. Ágazati preferenciákat nem fogalmazott meg a jegybank. A kötvényprogramban résztvevő szervezetek listája a 2. mellékletben található meg.

Az NKP legfontosabb feltételeit és keretrendszerét a következő táblázat mutatja be (2. táblázat):

2. táblázat: A Növekedési Kötvényprogram legfontosabb feltételei és keretrendszere.

(Forrás: saját szerkesztés, MNB: Növekedési Kötvényprogram (2019) alapján.)

	NEM KÖZVÁLLALATOK KÖTVÉNYEI	KÖZVÁLLALATOK KÖTVÉNYEI
Teljes NKP keretösszeg	1550 Mrd Ft	
A vásárlások kezdete	2019. július 1.	2021. március 16.
A vásárolt kötvények kibocsátói	hazai székhellyel rendelkező nem pénzügyi vállalatok, melyek nem minősülnek közvállalatnak	hazai székhellyel rendelkező nem pénzügyi vállalatok, melyek közvállalatnak minősülnek
A vásárolt kötvények devizaneme	forint	
A vásárolt kötvények eredeti futamideje	legalább 3 év, legfeljebb 30 év	
A vásárolt kötvények minősítése	legalább B+	
Az MNB vásárlásának aránya egy kötvénysorozatból	legfeljebb 70 százalék, elsődleges és másodlagos piacon	legfeljebb 50 százalék, csak másodpiacon
Egy kibocsátás minimális volumene	1 Mrd Ft	

A kibocsátási folyamatban fontos szerepet játszanak a hitelminősítők és az időbeli korlátozások. A kötvényprogramban csak a jegybank által elfogadott hitelminősítők vállalhatnak szerepet (3. melléklet). A kötvényeknek legalább B+, vagy kedvezőbb minősítéssel kell rendelkezniük (ha több rating is elérhető, akkor a kedvezőtlenebbet kell figyelembe venni a prudencia elve alapján). Amennyiben az MNB-befogadás és –minősítés megtörtént, legkésőbb 21 hónapon belül végre kell hajtani a kibocsátást, mert ellenkező esetben a jegybank felmondja a megállapodást. Amennyiben a hitelminősítés eredménye kedvezőtlen (B+-nál rosszabb besorolás), akkor egy további üzleti év beszámolóját kell megvizsgálni. A minősítések minden évben felülvizsgálatra kerülnek a hitelminősítők által, akik folyamatosan monitorálni fogják az ügyfelek tevékenységét és pénzügyi helyzetét is.

A kötvénysorozatokból minden esetben csak meghatározott százalékot vásárol a jegybank, aminek háttere a kockázatmegosztás a kötvényjegyzők között. Az MNB nem kívánja egy kötvénykibocsátás finanszírozásának teljes kockázatát egyedül futni. A kockázati megosztás érdekében nem közvállalatok esetében maximum 70%-ot, míg közvállalatok esetén 50%-ot vállal a kötvényjegyzésből (utóbbi esetében csak a másodlagos piacon). A kötvényvásárlás- és fenntartás során a központi bank folyamatos ügyfél- és kockázatértékelést végez (Tájékoztató a Növekedési Kötvényprogram feltételeiről (2022)).

A kötvényt be kell vezetni a Budapesti Értéktőzsdére a forgalomba hozatal napjától számított 90. napon belül (Tájékoztató az NKP feltételeiről (2022)), ezzel segítve a piaci átláthatóságot, a kötvényekkel kapcsolatos információs bázis bővítését és statisztikák készítését a kötvénypiac forgalmával kapcsolatban, valamint megerősítve a befektetők érdekeit is.

A Növekedési Kötvényprogram sikerét elősegítendő, 2021. márciusától a Magyar Fejlesztési Bank bejelentette, hogy a kötvénykibocsátáshoz kapcsolódóan 80 százalékos garanciát biztosít, mely mögött 90%-os állami kezesség állt, míg a Start Garancia Zrt. 80%-os garanciát biztosít 100%-os állami háttérkezesség mellett. (Garanciabevonásra később egyetlen esetben került sor.)

A további speciális feltételek tartalmának, a Kötvényprogramhoz kapcsolódó vállalati kötvény-kölcsönzés, valamint a kötvényjegyzéssel kapcsolatos egyéb folyamatlépések bemutatását jelen dolgozatban nem tartom szükségesnek, mivel azok csak a kötvénykibocsátás technikai hátterét mutatják be.

6. Az értékelés során alkalmazott módszerek

A Növekedési Kötvény program értékelése során négyféle értékelési módszert alkalmaztam:

- Piaci adatok értékelése viszonyszámok segítségével: az elérhető szakirodalom, az MNB-dokumentumok és a Budapesti Értéktőzsde adatai segítségével tártam fel, hogy milyen piaci mozgások történtek.
- Pénzügyi mutatók értékelése: a piaci tendenciák értékelése mellett a legfontosabb célkitűzésem az volt, hogy egyrészt értékelésre kerüljenek a programban résztvevő vállalkozások, másrészt összehasonlításra kerüljön a hitelminősítői és a banki kockázatkezelési gyakorlat módszertana. Brealey és Myers (1999) szerint a vállalatok értékeléséhez 4 mutatótípust célszerű felhasználni: tőkeáttételi mutatók, likviditási ráták, jövedelmezőségi és piaci mutatók. A piaci mutatók alkalmazása meghaladja jelen dolgozat kereteit, de a másik három típust alkalmaztam a vizsgálataim során mind statikus, mind dinamikus adatok alapján:
 - o tőkeáttételi mutatók: saját tőke-arány, EBITDA-arányos eladósodottság (total debt/EBITDA), kamatfedezettség
 - o likviditási mutató,
 - o jövedelmezőségi mutatók: EBITDA/árbevétel, adózott eredmény/árbevétel.
- Hitelminősítési térkép: elsősorban, de nem kizárólag a pénzügyi adatok alapján készül a kötvénykibocsátók minősítése is. A dolgozatomban a hitelminősítői besorolások időbeli alakulását is vizsgáltam – ennek hagyományos eszköze egy minősítési térkép elkészítése.
- Többváltozós lineáris regresszió: az SPSS-szoftver segítségével 1 függő (kötvénykibocsátási névérték) és 2 független mutató (mérlegfőösszeg, adózott eredmény) közötti összefüggéseket vizsgáltam meg.

Az értékelésemet szekunder adatok segítségével végeztem el. A kötvénypiaci változásokat szakirodalmi információk, valamint a Budapesti Értéktőzsde adatai (utolsó feldolgozott adat dátuma: 2024.01.31.) alapján dolgoztam fel. A pénzügyi elemzéshez a pénzügyi adatokat az Opten adatbázisból lekérdezésekkel és manuális megoldásokkal gyűjtöttem össze, melyhez felhasználtam a Budapesti Értéktőzsde oldalain elérhető kibocsátási információkat és az érintett hitelminősítők oldalán elérhető éves hitelminősítési besorolásokat (utolsó feldolgozott adat: 2024.02.29.). Az adatok alapján viszonyszámokat és pénzügyi mutatókat számoltam, melyek segítségével táblázatokban és diagramokban szemléltettem megállapításaimat.

7. A Növekedési Kötvényprogram eredményeinek értékelése szekunder adatok alapján

A Kötvényprogram lezárult 2022. közepén a jóváhagyott keretösszeg kimerülésével. Célszerű megvizsgálni, milyen arányban sikerült teljesíteni a kitűzött célokat. Ebben a fejezetben először a piaci változásokra koncentrálok (a program időbeli lefutása, a részvevő cégek és jellemzőik, az elért volumenek összehasonlítva más országokkal, valamint az NKP-t követő rövid kötvénypiaci időszak értékelése). Ezt követően megvizsgálom, hogy a kötvény milyen pénzügyi hatásokat generált a pénzügyi adatok szintjén (aggreált és egyedi szinten), hogyan változott a cégek beszámoló- és szerkezete, hitelminősítése és milyen összefüggés állapítható meg a kötvénykibocsátás névértéke és az adózott eredmény, illetve a mérlegfőösszeg között.

7.1. A Növekedési Kötvényprogram kötvénypiaci eredményei

A korábban indított NHP-hitelprogramok és a Növekedési Kötvényprogram, melyek segítségével az MNB összesen több mint 4300 milliárd forintot juttatott el a cégekhez. A további 6800 milliárd Ft értékű intézkedésekkel összesen 11100 milliárd Ft került a gazdasági körforgásba. Ezek együtt a GDP 9 százalékos növekedését segítették elő, amiből 2 százalékpontot a fenti finanszírozási programok magyaráznak, segítségükkel a gazdaság stabilitása és munkahelyek megőrzése vált biztosítottá (Banai - Dancsik – Nagy (2023)). Az orosz-ukrán háború újabb kihívások elé állítja a vállalati és pénzügyi szektort, ezt a kormányzat a Széchenyi Kártya- és Baross Gábor programokkal próbálja tompítani. Ennek ellenére a hitelállományok érdemi csökkenése érzékelhető Magyarországon 2022. közepétől, ahogy az eurozónában és környező országokban is. Az európai példákából láthattuk, hogy két fázisban (2007-2008. pénzügyi válság, pandémia válság) avatkoztak be a jegybankok. A NKP csak egy fázisú volt (gyakorlatilag mindkét válságot kezelte valamilyen mértékben), de nagyon jó volt időzítve, hiszen gyakorlatilag a COVID-válsággal párhuzamosan zajlott le.

A Növekedési Kötvényprogramban 114 alkalommal vásárolt az MNB az elsődleges, 99 alkalommal a másodlagos piacon. A kibocsátók köre 89 vállalatból és 4 különleges munkavállalói rész tulajdonosi program intézményből állt (OTP, MOL 2-2 szervezete dolgozói részvényvásárlást hajtott végre a jegyzett összegből, amihez az MNB-től 140, illetve 122 milliárd forinthez jutott) (Hermann (2022)). A program időbeli lefutását a 21. ábra írja le.

21. ábra: A Növekedési Kötvényprogram időbeli lefutása negyedévenként, milliárd Ft-ban.

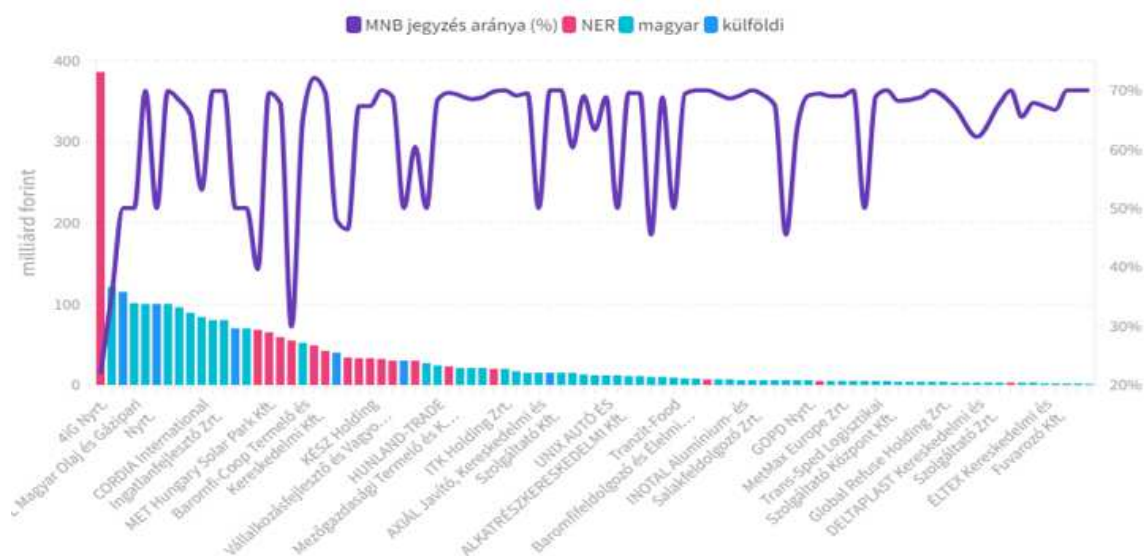
(Forrás: MNB alapján Kadlót (2022).)

Időszak (negyedév)	Aukciók száma (db)	Bevont forrás	Jegybanki vásárlás
2019. III.	1	14,95	24,7
2019. IV.	14	269,32	161,68
2020. I.	3	47,95	26,04
2020. II.	5	69,32	48,4
2020. III.	13	221,73	130,2
2020. IV.	17	237,27	145,94
2021. I.	7	163,28	88,15
2021. II.	13	352,08	181,4
2021. III.	12	231,08	117,4
2021. IV.	12	844,48	386,85
2022. I.	20	308,24	205,15
2022. II.	1	69,61	33,75
Összesen	118	2829,31	1549,66

A magyar kötvényszerzés teljes kerete 1550 milliárd forint volt, ami az éves GDP 3%-a. Az MNB kibocsátáskor, azaz az elsődleges piacon 1228 milliárd forintért vásárolt (a keret 79%-a), majd a másodlagos piacon 322 milliárd forintért (21%). A jegybanki vásárlás aránya 55% volt a kötvénypiacra vitt összegből. Ezt az eredményt nagyban korrigálta a 4iG kibocsátása, melynek értékpapírjai csak 22%-ban kerültek a programba (nélküle a teljes MNB-arány 60% lett volna). 8 cég kivételével, mindenhol a jegybanki finanszírozás teljes arányát sikerült biztosítani (Bucsky (2023)).

22. ábra: Az MNB kötvényszerzései az NKP keretében kibocsátó vállalatokként.

(Forrás: MNB adatok alapján Bucsky (2023).)



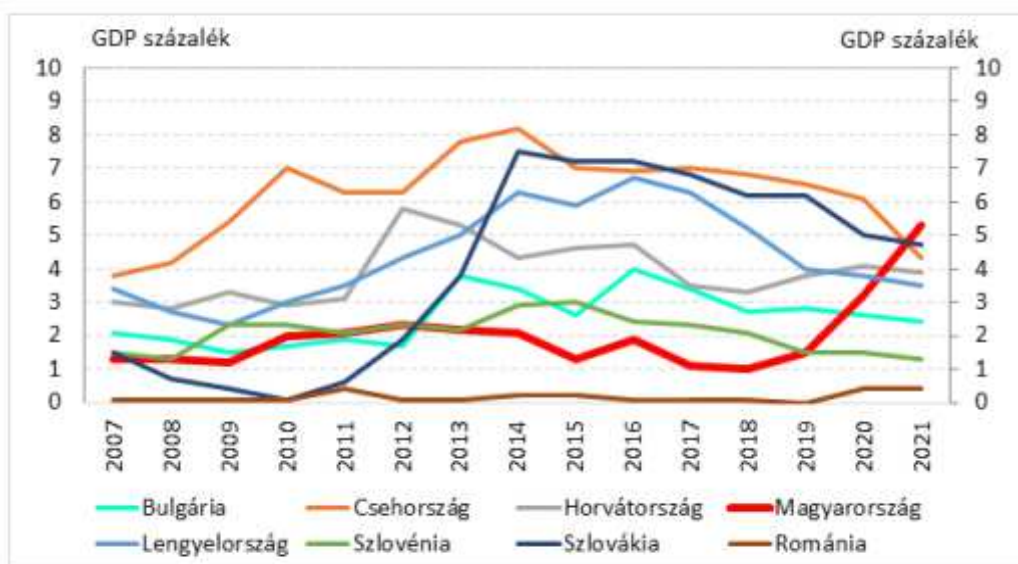
Összességében az NKP 2777 milliárd forint értékű kötvényt vonzott a tőkepiacra. A kibocsátott kötvények közel harmada került kormányközelinek mondható nagyvállalatokhoz. A lejegyzett összeg alapján (22. ábra) a legnagyobb szereplők a 4iG (13%-os arány, 386 milliárd forint), a Futureal-csoport (121 milliárd forint), a Nestlé (115 milliárd forint), Mol (101 milliárd forint), Hell (97 milliárd forint).

Az átlagos kibocsátási érték 40 Mrd forint volt, miközben 12 vállalat 3 milliárd forintnál kisebb összeget kapott. Egyedüli állami céggént az MVM jelent meg a kötvényprogramban (55 milliárd Ft harmadát jegyezte az MNB). 12 tőzsdei vállalat vett részt a programban, melyeket az NKP-büdzsé negyede támogatott a kibocsátásban (Kadlót (2022)).

Magyarország a közép- és kelet-európai piacon sereghajtó volt a vállalati kötvények tekintetében még 2019-ben is (Romániával közösen), 2022. év elejére viszont már regionális piacvezető lett. Ez egyértelműen az „NKP-hatásnak” tudható be (23. ábra). Sőt, a 2019-2022. közötti időszakban már csak hazánkban volt értelmezhető növekedés. (Halász – Mórotz (2023)). A piac mérete GDP-arányosan elérte az 5,4 %-ot, ami 2019. év elejéhez képest hétszeres növekedés jelent. Megjelentek az első zöldkötvények is (20 darab).

23. ábra: A V4 országok vállalati kötvénypiacának alakulása 2019-2021. között.

(Forrás: Halász – Mórotz (2023).)



Az előző fejezetekben többször kiemeltem a hitelminősítők szerepét a kötvénypiacon. Erős összpontosítást és egyben kockázatot is jelent, hogy 10 cég kivételével az összes céget a Scope Ratings minősítette. A kibocsátás időszakában Magyarországnak BBB+/Stable hitelkockázati besorolása volt a Scope-tól, miközben a programban résztvevő cégek minősítése AA- és CCC helyezkedett el, miközben a belépési szint B+ volt, ami összességében alacsonynak belépési küszöbnek minősíthető. Voltak olyan cégek, melyek a magyar országkockázatnál jobb

besorolást értek el: ezek a hazai működés segítségével a regionális, vagy globális piacon szerepelnek, megfelelő volt az üzleti modelljük és pénzügyi adataik (Scope-report (2021)).

Több esetben történt leértékelés az NKP indulása óta, aminek háttere általában a magasabb eladósodottság, a kivitelezési kockázat és a különböző beruházások költségtúllépése volt. Meg kell jegyezni azt a pozitív fejleményt is, hogy több cég esetében ez volt az első alkalom, hogy egy nemzetközi hitelminősítő világitotta át az üzleti modellt és pénzügyi adatokat.

Kisszámú, valóban befektetésre ajánlott kategóriában lévő cég vett részt a programban (Richter (kedvező minősítése miatt az állampapírok hozama alatti szinten), Magyar Telekom, MVM Energetika, CPI, Mol, Flextronics, GTC). A Mercedes és a Nestlé hitelminősítését nagy mértékben javította az anyavállalati háttér (Hermann (2022)). A többi cég vagy éppen teljesítette a kritériumot (B+, a cégek és kötvények harmada, pl. Opus, Alteo), vagy befektetésre nem ajánlott, azaz „bóvlikötvény” kategóriájában tartoznak (Hermann (2022)).

Az MNB által megvásárolt keretösszeg 60%-a jutott a tisztán, többségében piaci alapon működő hazai vállalkozásokhoz, legfőképpen az ingatlanszektor szereplőjéhez. A kormányközeli cégek 28%-kal (440 milliárd forint) részesedtek. A túljegyzések aránya a tisztán piaci alapon, kevés állami megrendeléssel, vagy kapcsolattal rendelkező cégeknél jelentkezik, míg a kormányzattal valamilyen kapcsolatban álló cégeknél alacsony arányú volt.

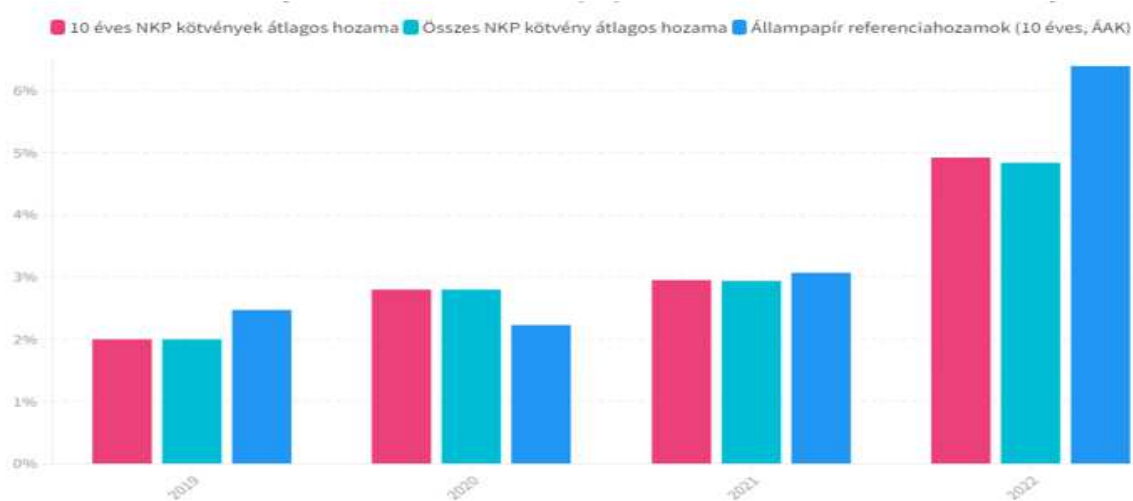
Több szempontból is speciális a kibocsátók köre. Külföldi tulajdonban lévő vállalatok is kaptak a jegybanki forrásokból 187 milliárd forint összegig terjedően, ami a teljes keret 12%-át teszi ki. Megítélésem szerint ezeknek a cégeknek a hitelképessége megfelelő, bőven hozzájuthattak volna anyavállalati szinten ezekhez a forrásokhoz (Nestlé, Flextronics, Magyar Telekom, Mercedes-Benz, CPI, Pannonia Bio). Magyar különlegesség, hogy a jegybanki vásárlások tárgyát képezték különleges munkavállalói résztulajdonosi programok (OTP: 200 milliárd forint, MOL: 160 milliárd forint) is, melyek célja dolgozói részvényvásárlás volt. (Bucsky (2023)).

Általánosságban az állampapíroknál és banki kötvényeknél magasabb hozamot kellene látnunk, illetve minél jobb a minősítés, annál kedvezőbbnek kellene lennie az árazásnak. Ebben a tekintetben a kötvényprogram több mint ellentmondásos képet mutat (24. ábra). Az NKP-hoz köthető kötvények esetében ez nem minden esetben teljesült. Gyakorlatilag kimondható, hogy az esetek jelentős részében, legalább 90%-ot meghaladóan kockázatilag túlértékelt kötvényjegyzések történtek.

A kibocsátások során elért átlagkupon (3,2%) kedvező az aktuális BUBOR-szintekhez mérten is (az MNB honlapja alapján 2024.02.20. az O/N és az 1 hetes BUBOR: 10%, míg a 12 havi BUBOR 8,18%).

24. ábra: Az NKP-kötvények hozama az állampapír referenciahozamhoz viszonyítva (2019-2022).

(Forrás: MNB, Államadósságkezelő Központ adatai alapján Bucsky (2023).)

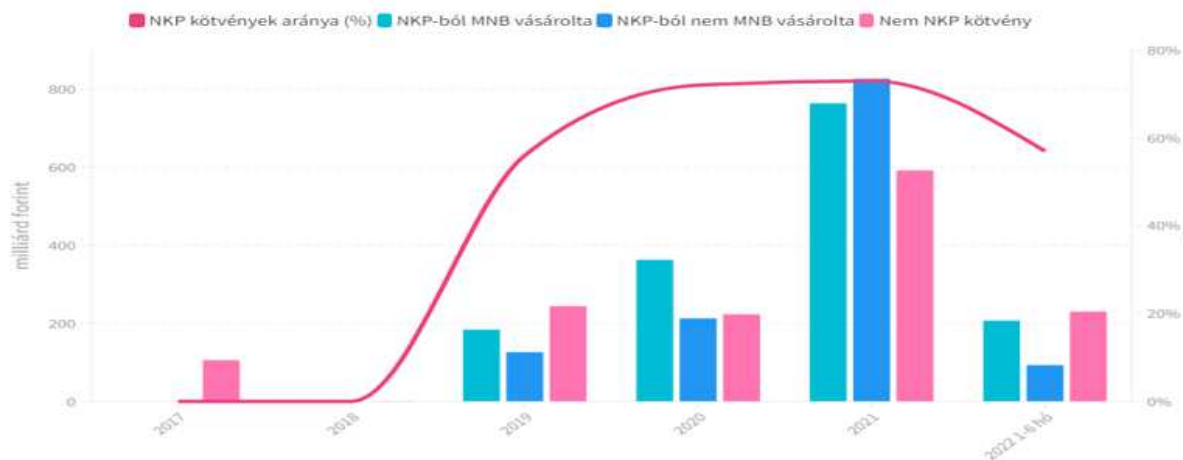


Véleményem szerint ennek az a valódi háttere, hogy ez nem az MNB piaci jelenléte miatt van, hanem a kibocsátók és a befektetők előzetesen tájékoztak az elvárt, vagy javasolni kívánt kamatszintekről. Ez nagyban hasonlít a banki hiteleknél szokásos alkufolyamathoz. Ne feledjük, hogy több esetben a banki hitelek kiváltását szolgálta a kötvénykibocsátás, így a kereskedelmi bankok próbálták megvédeni, vagy növelni portfóliójuk méretét! A legkedvezőbb kamatszintet a Mol érte el (1,1% kamat), míg a legmagasabbat a PolSolar (6,8 %).

A 24. ábra alapján megállapítható az is, hogy akik korábban bocsátottak ki a kedvezőbb kamatkörnyezet miatt kedvezőbb kamatot értek el. A piaci összképhez tartozik, hogy a nagyobb jegybanki kamatemelések, valamint az eszközvásárlások fokozatos kivezetése jelentősen növelték mind a rövid, mind a hosszú hozamokat (Biztosítási, pénztári, tőkepiaci kockázati és fogyasztóvédelmi jelentés (2023)), várhatóan ugyanez fog lejátszódni a magyar adósságpapírpiacon is.

A kibocsátott kötvények futamideje elmaradt a megjelölt maximális futamidőtől: 75%-ban 10 éves, 22%-ban 7-9 év, 3%-ban 7 évnél rövidebb. Az átlagos futamidő 9,7 év, a leghosszabb az Alteo 11 éves futamidejű kibocsátása. Számomra ez azért érdekes, mert az NHP-hitelek esetében többször is 12-20 éves futamidejű hitelek kerültek jóváhagyásra. Igaz, azokban az esetekben különböző tárgyi fedezetek is bevonásra kerültek. Véleményem szerint a legerősebb indoka a maximum 10 éves futamidőnek a fixált kamat volt, azaz a kibocsátó cégek nem akarták 10 évnél hosszabb időre egy adott kamatszinten bebetonozni a kamatköltségeiket.

25. ábra: A Budapesti Értéktőzsdére bevezetett vállalati kötvények értéke és az NKP szerepe. (Forrás: MNB, Budapesti Értéktőzsde adatai alapján Bucsky (2023).)



A 25. ábrán jól látható a vállalati piacon a program szerepe. 2022. félévkor az NKP-kötvények aránya 60% volt. 2024. február 15-én összesen az Értéktőzsde Xbond vállalati kötvénypiacán összesen 232 nyilvántartott sorozatból 159 darab kapcsolható az NKP-hoz (69%-os arány). Továbbra is a banki kötvények dominálni a vállalati szekcióban. A 3. táblázatból jól látható, hogy a piaci forgalom feleződött 2023-ban 2022-höz képest, a magasabb kötési darabszám ellenére. Az átlagos napi forgalomban ez egyharmados csökkenést jelent. Minden tekintetben marginális a kötvénypiac (tőkeérték, forgalom, napi tranzakciók).

3. táblázat: Vállalati kötvénypiac hazai nagyságrendje 2022-ben és 2023-ban.

(Forrás: saját szerkesztés, a Budapesti Értéktőzsde adatai (2024) alapján.)

Dátum	Piaci forgalom				Átlagos napi forgalom			Piaci tőkeérték		
	Vállalati kötvény	Összesen	Vállalati kötvény	Összesen	Dátum	Vállalati kötvény	Összesen	Dátum	Vállalati kötvény	Összesen
	mFt		kötésszám darab		mFt		mrdFt			
2023	443	2 554 336	51	1 640 093	2023	2	10 142	2023	5 674	49 645
December	12	285 113	3	122 375	December	1	15 006	December	5 674	49 645
November	3	185 927	3	139 343	November	0	8 854	November	5 651	49 061
Október	62	174 708	11	126 928	Október	3	8 319	Október	5 758	47 382
Szeptember	32	272 051	9	157 818	Szeptember	2	12 955	Szeptember	5 659	47 382
Augusztus	32	295 769	3	200 641	Augusztus	1	12 860	Augusztus	5 391	46 954
Július	11	194 175	3	129 795	Július	1	9 246	Július	5 296	45 632
Június	240	235 885	7	137 728	Június	11	10 722	Június	5 364	45 812
Május	10	212 826	10	126 321	Május	0	10 135	Május	5 540	45 083
Április	41	115 840	2	95 740	Április	2	6 436	Április	5 461	44 285
Március	-	213 675	-	152 097	Március	-	9 712	Március	5 273	43 250
Február	-	156 883	-	110 756	Február	-	7 844	Február	4 744	42 513
Január	-	211 485	-	140 551	Január	-	9 613	Január	4 665	42 329
2022	942	3 801 894	23	2 405 408	2022	4	15 150	2022	4 781	42 066
December	108	174 198	7	125 331	December	5	8 295	December	4 781	42 066
November	102	258 395	3	171 374	November	5	12 305	November	4 635	41 541
Október	53	139 049	3	112 170	Október	3	6 952	Október	4 592	38 524
Szeptember	-	210 922	-	154 145	Szeptember	-	9 587	Szeptember	4 641	38 135
Augusztus	28	217 369	3	168 422	Augusztus	1	9 451	Augusztus	4 307	37 789
Július	43	201 091	1	154 160	Július	2	9 576	Július	4 299	37 603
Június	-	225 837	-	170 795	Június	-	10 754	Június	4 160	37 534
Május	-	411 328	-	272 401	Május	-	18 697	Május	4 147	37 384
Április	-	324 819	-	224 183	Április	-	17 096	Április	4 053	37 902
Március	-	753 850	-	438 797	Március	-	35 898	Március	3 805	37 479
Február	19	440 260	2	241 433	Február	1	22 013	Február	3 293	36 194
Január	588	444 775	4	172 197	Január	28	21 180	Január	2 842	37 164

2023. októberi adatok szerint a hazai kötvénypiac 12129 milliárd Ft körül alakul (4. táblázat). A pénzügyi kötvények nagyságrendje 6 151 milliárd Ft, míg a vállalati szektor kötvények mértéke 3 703 milliárd forintot ért el 2023-ban, míg a kormányzathoz kapcsolódik 2275 milliárd Ft értékű kötvény. A vállalati kötvények a hazai értékpapírpiac (84305 milliárd Ft) 4,4%-át teszik ki.

4. táblázat: Értékpapírok állománya és állományváltozásának összetevői, piaci értéken (milliárd Ft), 2023. október 31.

(Forrás: MNB (Rezidensek által kibocsátott értékpapírok állománya és tulajdonosi megoszlása, 2023. október).)

Értékpapír fajta	Nyitó állomány	Tranzakció	Árváltozás	Devizaárfolyam vált.	Egyéb volumenvált.	Záró állomány	Megoszlás	Változás összesen	Változás %
Értékpapírok összesen	83 481	1 257	28	-455	-5	84 305	100,0%	825	1,0%
Hitelviszonyos értékpapírok	56 557	999	-30	-377	0	57 149	67,8%	592	1,1%
Kormányzati értékpapírok	43 283	139	-7	-262	0	43 153	51,2%	-129	-0,3%
Jelzáloglevelek	1 876	-9	0	0	0	1 867	2,2%	-10	-0,5%
Egyéb kötvények	11 398	869	-22	-115	0	12 129	14,4%	731	6,4%
Tulajdonviszonyos értékpapírok	26 923	258	58	-78	-5	27 156	32,2%	232	0,9%
Befektetési jegyek	16 662	264	3	-76	0	16 854	20,0%	192	1,2%
Tőzsdei részvények	10 262	-7	55	-2	-5	10 302	12,2%	41	0,4%

További kockázatot jelent, hogy az intenzív kibocsátási időszakot (2019-2022) követően a legtöbb kötvény refinanszírozása egy időpontban szükséges (2025-2032), ami komoly kihívást jelenthet a tőke- és hitelpiacnak és az MNB-nek (jegybanki mérlegben 5,6% az NKP-s vállalati kötvényérték (Bucsky (2023))). Nagy kérdés, hogy ki, milyen formában (kötvény, hitel), milyen kamatszint mellett tudja ezeket a forrásokat megújítani, ha szükség lesz rá.

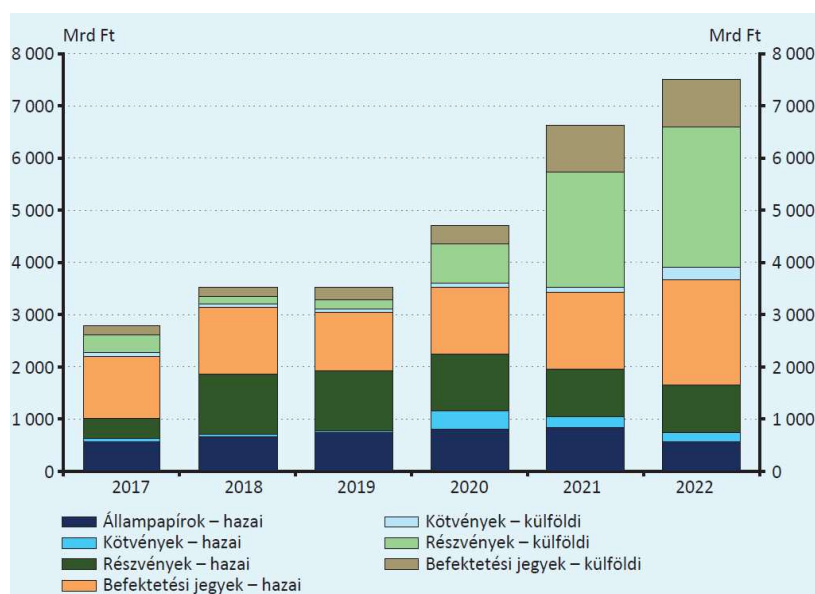
Mivel a programban a legnagyobb, legversenyképesebb vállalatok vesznek részt, ezért ez komoly nyomást helyezhet a gazdaságra. Veszélyeket rejthet magában, hogy a teljes futamidő alatt az újraértékelési (mark-to-market) kockázat akár még céltartalék-, vagy elhatárolás képzése is szükséges lehet. A többi befektetőről korlátozott információk állnak rendelkezésre, de a befektetések nagyságrendje alapján a hazai bankok és a befektetési alapok lehetnek a legfontosabb befektetők. Esetükben is ugyanazok kockázatok merülhetnek fel, mint az MNB esetében. 2021. júniusi adatok alapján az NKP legnagyobb befektetője a jegybank (35%), hitelintézetek (31%), külföldi befektetők (25%) és az intézményi befektetők (7%) (Bécsi-Bognár-Lóga (2021)). A befektetések 10%-a külföldről érkezett, ami hozzájárult a hazai fizetés mérleg javításához (deviza átváltása forintban denominált instrumentumok megvásárlására) (Halász – Mórotz (2023)).

A magyar befektetési vállalkozások kimutatása alapján az NKP-program beindulása jelentősen megnövelte a korábbiakhoz képest a hazai vállalati kötvények arányát 2020-ban, míg 2021-ben és 2022-ben fokozatosan csökkent ezeknek az értékpapíroknak a jelentősége az ügyfélértékpapír-állományban, de még a 2022. évi arány is jóval meghaladja a 2017-2019. évek közötti időszak eredményeit. A vállalati kötvényalapok aránya 2022-ben 5,3%-ra nőtt 2022-ben, de 2020. és 2021. évekkal szemben ezt a növekedést már nem a hazai, hanem a külföldi vállalati kötvények uralták (26. ábra, Biztosítási, pénztári, tőkepiaci kockázati és fogyasztóvédelmi jelentés (2023)).

A hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok tekintetében bár a piaci arányok javuló, de továbbra is magas az elmaradásunk a kötvényfinanszírozás terén az euróövezetben (Szalay - Novák - Szathmáry (2022)).

26. ábra: Ügyfélértékpapír-állomány eszközosztályonként 2017-2022. évek között.

(Forrás: Biztosítási, pénztári, tőkepiaci kockázati és fogyasztóvédelmi jelentés (2023).)



Természetesen a Növekedési Kötvényprogram önmagában nem lehet elégséges, hogy az euroövezet országaihoz mért lemaradást ledolgozza a magyar piac. Azonban ha Csehországgal, Lengyelországgal, vagy Szlovákiával hasonlítjuk össze a fontosabb adatokat (5. táblázat), megállapítható, hogy nemcsak GDP-arányban előztük meg ezeket az országokat, hanem több fontos mutatóban. Magyarországra nézve kedvező a kibocsátók és a kötvénysorozatok magas száma, a fix kamatozású kötvények aránya, valamint az alacsony kibocsátói és ágazati koncentráció. A kibocsátási névértékben még jelentős a lemaradásunk a cseh és szlovák piachoz képest.

5. táblázat: A visegrádi országok vállalatikötvény-piacának szerkezeti változásai az NKP elindítása óta eltelt időszakban (2019-2022).

(Forrás: Halász – Mórotz (2023).)

	Időszak	Magyarország	Csehország	Lengyelország	Szlovákia
Kibocsátók száma (db)	2019. jún.	46	29	64	18
	2022. márc.	110	35	52	11
Kötvénysorozatok száma (db)	2019. jún.	58	81	186	24
	2022. márc.	159	87	142	20
Átlagos kibocsátási névérték (millió euró)	2019. jún.	18,5	178,5	26,0	132,9
	2022. márc.	101,1	233,5	54,9	212,5
Átlagos eredeti futamidő (év)	2019. jún.	7,9	10,3	6,7	13,9
	2022. márc.	8,8	9,7	6,9	14,5
Átlagos kupon	2019. jún.	n.a.	3,6%	3,3%	3,9%
	2022. márc.	3,2%	3,6%	3,4%	3,4%
Denomináció hazai devizában	2019. jún.	7,0%	14,7%	88,9%	99,7%
	2022. márc.	72,0%	19,0%	65,0%	99,7%
Fix kamatozású kötvények aránya	2019. jún.	87,2%	92,1%	13,5%	96,0%
	2022. márc.	95,0%	89,5%	49,0%	98,9%
5 legnagyobb kibocsátó piaci részaránya	2019. jún.	89,0%	79,1%	57,7%	86,1%
	2022. márc.	49,1%	79,0%	63,2%	85,6%
3 legnagyobb ágazat piaci részaránya	2019. jún.	91,7%	88,0%	57,3%	82,4%
	2022. márc.	49,0%	80,2%	59,0%	91,3%

A Növekedési Kötvényprogram legfontosabb eredményeit a következőképpen lehet összefoglalni:

- GDP-arányosan jelentősen bővült a hazai kötvénypiac, amit regionális előrelépést jelent, de az uniós szinten még csak felzárkózás.
- Új kibocsátók és befektetők megjelenésével nőtt a piaci résztvevők száma.
- Nőtt a kibocsátott kötvények futamideje.
- Alacsonyabb fix kamatszinten jutottak a kibocsátók a forrásokhoz, mintha az adott időpontban hiteleket vettek volna.
- Nőtt a hitelminősítéssel rendelkező magyar vállalkozások száma.
- Megtörtént az első vállalati zöldkötvények kibocsátása is.
- Az Xbond piacra történő kötvénybevezetés jelentős lépés a digitalizáció terén.

Bár nagyon sok tekintetben előrelépés, a hazai kötvénypiac mérete még mindig alacsony. A kis- és középvállalatok gyakorlatilag kimaradtak a programból, továbbra is a hitelpiacra vannak ítélve. Fontos kérdés, hogy a Nemzeti Bank nélkül is valódi finanszírozási alternatívát jelent-e a vállalatoknak a kötvénypiac, és hogyan befolyásolja működésüket a kötvények megjelenése. A piaci hatások értékelését követően a következő alfejezetben azt vizsgálom meg, hogy milyen hatásokat váltott ki a Növekedési Kötvényprogram az egyes vállalatok pénzügyi helyzetében.

7.2. A Növekedési Kötvényprogram cégeinek pénzügyi elemzése

Ahogy a 2. fejezetben is említettem, leginkább azt szeretném megvizsgálni, hogy miként kerültek kiválasztásra a kötvényprogram résztvevői és valóban megfelelő pénzügyi háttérrel rendelkeztek-e ahhoz, hogy meggyőzzék a tőkepiaci befektetőket. Értékelem, milyen arányban feleltek és felelnek meg a banki minősítési mutatóknak, hogyan alakult át a mérlegszerkezet a kötvénykibocsátást követően, milyen mértékben alakult a hitelminősítések összetétele az első aukciók óta. Végül megpróbálom megvilágítani, hogy szakmai alapon történtek-e a kibocsátások a legfontosabb pénzügyi mutatók alapján.

Az analízisem során a következő egyszerűsítésekkel éltem:

- Mindig kizárólag egyedi adatokat értékelek. A magyar számviteli szabályok szerint a konszolidációs szabályok rendkívül lazák. Inkább transzparens, ha egyértelmű az összehasonlítási bázis.
- A különleges munkavállalói részesedési program kapcsolódó intézményeket (OTP KMRP, MOL KMRP), valamint az időközben kötvénytartozását visszafizető Bonafarm Zrt-t. kihagytam a vizsgálatból, mivel nem összehasonlíthatók a többi vállalkozás pénzügyi adataival az összes aspektusban.
- Több esetben átalakulás, jogi forma-változás történt a 2018-2023. évek közötti időszak alatt, ezekben az esetekben a jogelődök adatait használtam fel,
- Mivel számos holdingcég, ingatlan-finanszírozáshoz és projektfinanszírozáshoz kötődő cég van a vizsgált körben, az alkalmazandó mutatók típusát leegyszerűsítettem.
- A mérlegekben szereplő kölcsönökre és egyéb kötelezettségekre úgy tekintettem, hogy nem külső pénzügyi tartozásnak felelnek meg. A forrásoldali kölcsönök főként tagi kölcsönök, azaz a tulajdonosokkal szembeni hosszabb-rövidebb általában átmeneti finanszírozást tartalmaznak, kondícióik (futamidő, tényleges törlesztés, kamatfizetés, stb.) szakmai tapasztalataim alapján gyakran megkérdőjelezhetők., ezért nem tekintek rájuk, mint külső adósságelemre. Az egyéb kötelezettségek figyelmen kívül hagyásának oka, hogy számos esetben nem álltak rendelkezésre részletes információk azok összetételéről.
- Az IFRS-beszámolókból szereplő adatokat átranzformáltam a hazai beszámolóban szereplő kategóriákra.
- Az euróban és a millió forintban szereplő pénzügyi adatokat is ezer forintra váltottam (euro esetében egységesen 400 HUF/EUR árfolyamot alkalmaztam).

7.2.1. A Növekedési Kötvényprogramban résztvevő cégek hitelképessége

A kötvényvásárlási programok egyik legfontosabb érve a hitelből történő finanszírozással szemben, hogy utóbbi prociklikus és túlzottan múltbéli pénzügyi mutatókra alapoz. Ebben az alfejezetben a legfontosabb banki pénzügyi mutatók alapján vizsgálom meg az NKP kötvénykibocsátókat. A hipotézisem a bemutatott szakirodalom alapján az volt, hogy a szokásos banki pénzügyi mutatórendszer alapján a résztvevő cégek kevesebb, mint 80%-a megfelelő az első kibocsátáskori és az aktuális 2022. évi adatok alapján legalább 3 mutató figyelembe véve az alábbiak közül.

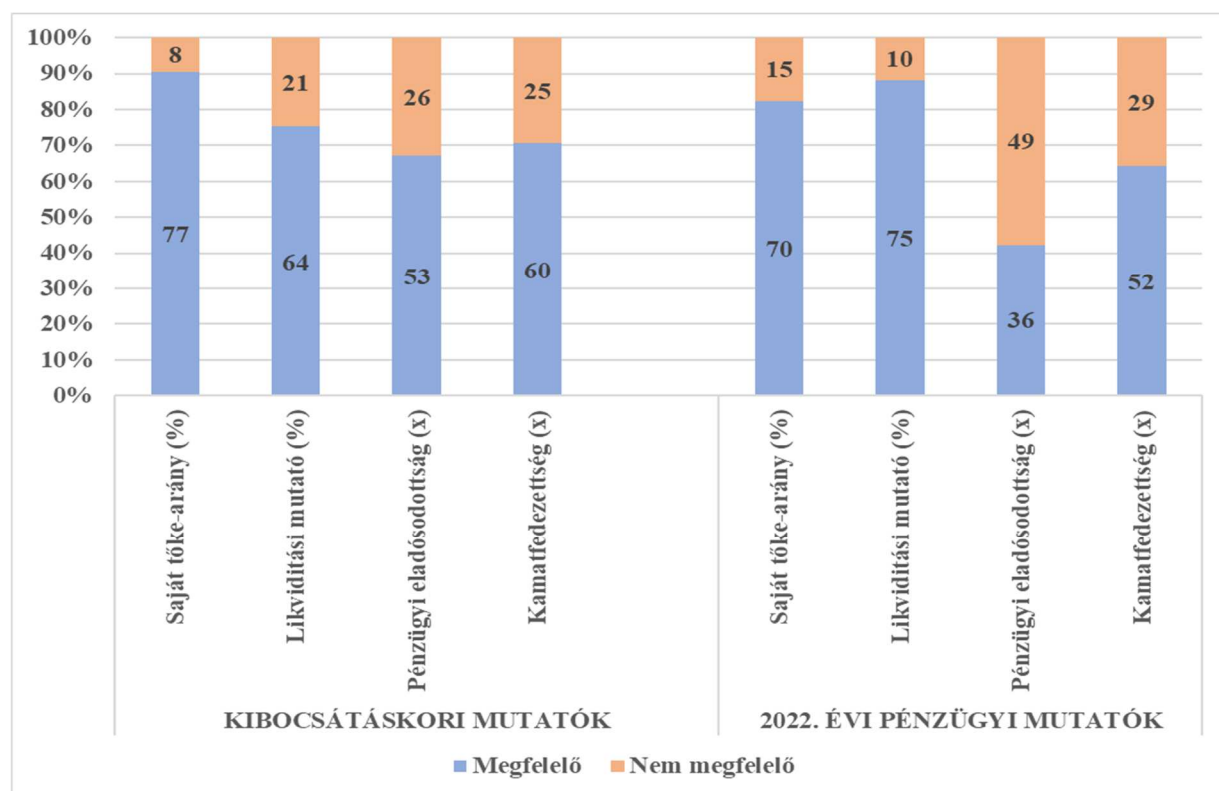
A mindennapos banki gyakorlatban a következő pénzügyi mutatókat alkalmazzák a vállalatok értékelésére:

- Saját tőke-arány: a saját tőke és a mérlegfőösszeg hányadosa százalékban kifejezve, ami megmutatja, hogy a források mekkora részét tudja finanszírozni a vállalkozása tulajdonosi és az évek során felhalmozott források segítségével. A bankok általában 30%-os arányt várnak el a vállalkozásoktól, de a szolgáltató-, a kereskedő-, a holding-, az ingatlan- és projektfinanszírozáshoz kapcsolódó cégek miatt 20%-ban határoztam meg ezt az értéket.
- Likviditási mutató: a forgóeszközök és a rövid kötelezettségek hányadosa százalékban kifejezve, mely leírja, hogy az adott cég az éven belüli lejáratú eszközei segítségével tudja-e rendezni az éven belüli lejáratú kötelezettségeit. A saját tőke-aránynál leírt szempontok alapján 120%-os mutató helyett 100% minimum-értéket határoztam meg.
- EBITDA-arányos pénzügyi eladósodottság (angol elnevezéssel total debt/EBITDA): a pénzügyi kötelezettséget mértékét mutatja meg az elért üzemi (üzleti) eredmény és az értékcsökkenési leírás összegére (EBITDA) vetítve. Utóbbi összeg egyfajta leegyszerűsített cash-flow-nak is megfeleltethető. Minél magasabb a mutató mértéke, annál magasabb a pénzügyi eladósodottság. A banki elvárt maximum érték hatszoros.
- Kamatfedezettség: az EBITDA és fizetendő kamatok hányadosa, mely azt mutatja meg, hogy az éves kamatterhek hányszoros mértékben fedezettek. Minél magasabb ez a mutató, annál kedvezőbb az adott vállalat visszafizetési képessége. Számos kötvény esetében lejáratkor egy összegben szükséges a tőketörlesztés, így a befektetők csak kamatot kapnak – emiatt jelen esetben nagyobb a mutató fontossága. Az elvárt minimum-érték a banki gyakorlatban min. kétszeres.

A vizsgálatba bevont cégeket és pénzügyi mutatóikat a 4. számú mellékletben mutatom be részletesen. Az Opten adatbázisban elérhető és az egyes beszámolók kiegészítő mellékleteiből kinyert adatok alapján a 27. ábrán látható eredményeket kaptam. A kibocsátáskori értékek esetében minden cégnél a legelső, vagy egyetlen kibocsátás előtti utolsó elérhető auditált adatból indultam ki (például ha 2021. novemberi a kibocsátás, akkor a 2020. évi auditált adatot használtam fel).

27. ábra: Az NKP cégei a legfontosabb pénzügyi mutatói az első kibocsátáskor és az aktuálisan (2022. év) elérhető pénzügyi adatok alapján.

(Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján.)



A kibocsátáskori adatokat elemezve megállapítható, hogy a banki mutatók alapján saját tőke-arány szempontjából a legnagyobb a megfelelő (85 cégből 77 megfelelő), míg a pénzügyi eladósodottság és a kamatfedezettség bírnak a legrosszabb értékkel (53, illetve 60 db.). A likviditási mutató-elvárás a cégek 75%-a teljesítette (64 db).

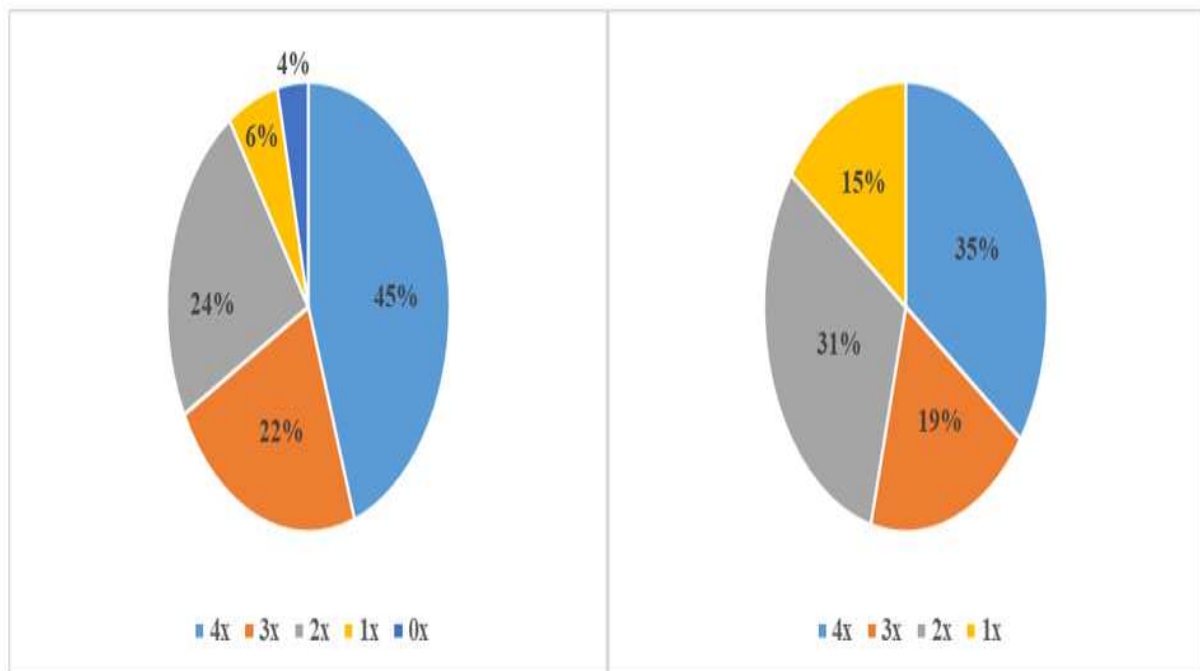
Ha az aktuális (2022. évi) pénzügyi adatokat vizsgáljuk, más képet láthatunk: míg a likviditás javult (korábbi 64-ről 75 darabra), addig minden más mutató romlást mutat. A legkisebb mértékben a kamatfedezettség (60-ról 52) és a saját tőke-arány kategóriák csökkentek (77-ről 70). A legdrasztikusabb változás és egyben romlás a pénzügyi eladósodottságban érzékelhető: a korábbi 53 helyett már csak 36 cég felel meg, ami alig 40%-os teljesítmény.

Elmondható, hogy miközben a program likvid forrásokkal látta el a résztvevőket, addig jelentős mértékben növelte az eladósodottságot is. A fenti adatok alapján feltételezhető, hogy a rövid lejáratú hitelek jelentős része visszafizetésre került a kötvények segítségével. Ez nemcsak a finanszírozási struktúra átrendeződését jelentette, hanem a kamatok csökkenését is.

Ez már elővetíti azt is, hogy az egyes cégek teljes megfelelése is romlást fog mutatni a kibocsátáskori állapotokhoz képest. Ehhez a legkézenfekvőbb megoldás annak megvizsgálása, vajon 1-1 cég hány mutatónak felelt meg az első, majd a második vizsgálati időpontban. A 28. ábrán látható, hogy a hipotézisben megjelölt, legalább 3 mutató vonatkozásában történő megfelelés egyértelműen romlott.

28. ábra: Az NKP-ban résztvevők cégek mutató-megfelelőségének számossága a kibocsátáskori (balra) és az aktuális beszámoló időpontjában

(Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján).



A világoskék kategória azt mutatja meg, hogy a 4 mutatóból 4-nek felel meg az adott cégek csoportja, a narancssárga esetében 3-nak, a szürke 2-nek, a sárga 1-nek, míg a sötétkékek esetében egyetlen kiválasztott mutató sem teljesül.

Mind a világoskék és narancssárga kategóriák együttes értéke romlást mutat a kibocsátáskori állapothoz képest (67% helyett 54%). Pozitívum, hogy nincs olyan cég aktuálisan, amelyik esetében egyetlen mutató sem teljesül. 21 cég esetében arra a megállapításra jutottam, hogy mind a kibocsátáskori, mind az aktuális adatok alapján teljesítik a kiválasztott pénzügyi kovenánsokat. 13 cég esetében elmondható, hogy a kibocsátáskor 3 mutatónak megfelelt, majd

aktuálisan is legalább 3 mutatónak megfeleltek. Azaz összesen 34 cég felelt meg mindkét időpontban az elvárt szintnek (3, vagy 4 mutató teljesítése), ami 40%-ot jelent.

A fentiek alapján megállapítható, hogy a hipotézisem igazolásra került, mivel a feltételezett maximum 80% teljesülés helyett külön-külön (67%, 54%) és együttesen (40%) sem teljesül a 3 mutató. Mindemellett hozzá kell tenni, hogy a kereskedelmi bankok sem csak a fenti mutatók alapján bírálják el a hitelkérelmeket, más szempontok is figyelembe vételre kerülnek (fedezetek, számlaforgalmi elvárások, egyéb feltételek, stb.). A fentiekből arra a következésre is juthatunk, hogy a hitelintézetek ezeket a finanszírozási igényeket ebben a nagyságrendben nem hagyták volna jóvá.

7.2.2. Hogyan formálja a kötvénykibocsátás a kibocsátók pénzügyi adatait?

A Növekedési Kötvényprogram megfelelő alkalmat biztosított arra vonatkozóan, hogy a programban résztvevő cégek átalakítsák külső finanszírozásuk struktúráját, vagy új források bevonásával segítsék beruházási elképzeléseiket. Azt az előzetes várakozásomat terveztem ezzel igazolni, hogy a program nagy valószínűséggel a mérlegfőösszeg-, a befektetett eszközök- és hosszú lejáratú kötelezettség- és a banki adósság-állomány jelentős növekedését okozta.

Az alábbi vizsgálatokban, ahol 2018-2022. évek közötti adatok láthatók, összeadtam az NKP-ban résztvevő cégek pénzügyi adatait a vizsgált évekre, míg a pénzügyi adatokkal szembeni adósság-szerkezet értékelése során a kibocsátás időpontjában fennálló adósságelemeket vontam össze. Ha csak a mérlegadatokat vizsgáljuk az előző évek bázisán, illetve a 2022. évi adatokat a 2018. évre (kiinduló állapot) vetítve, minden esetben megállapítható dinamikus változás játszódott le (6. táblázat).

A cégek mérlegfőösszege 140%-kal 240%-ra nőtt. Eszközoldalon első pillantásra meglepő módon a forgóeszközök növelték arányukat (281%) (különösen a pénzeszközök változása miatt, majdnem négyszeres bővülés) a befektetett eszközökkel (218%) szemben.

Ez több okra vezethető vissza: a forgóeszközök mennyisége és értéke rugalmasabban tud az aktuális piaci helyzetre reagálni, másrészt a lejegyzett jelentős kötvénytartozások egy része még nem került befektetésre, beruházásra a vállalkozások által és pénzeszközként, vagy valamilyen rövid lejáratú értékpapírként jelenik meg eszköz oldalon.

A forrásoldal legfontosabb növekedési forrása a kötelezettségek voltak (309%-os növekmény 2018-hoz képest), melynek háttérében a jelentős mértékű új kötvénytartozások álltak, azaz az éven belüli és éven túli kötelezettségek viszonya is átrendeződött.

A 2018-2022. között időszakban jelentős mozgások történtek eszközoldalon. Míg az aktív időbeli elhatárolások továbbra sem játszanak érdemi szerepet, az eszközstruktúra eltolódott – kissé meglepő módon – a forgóeszközök irányába a kiinduló állapothoz képest.

6. táblázat: Mérlegadatok változása az előző évek bázisán, illetve 2018-hoz viszonyítva a 2022. évi adatok.

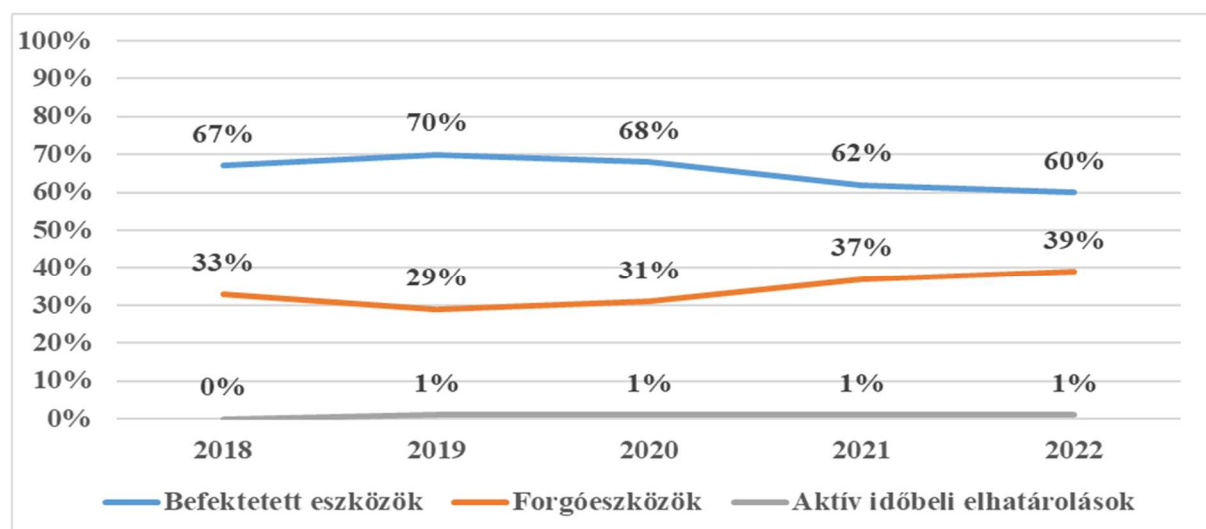
(Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján.)

	2019/2018	2020/2019	2021/2020	2022/2021	2022/2018
Eszközök összesen	121%	115%	144%	120%	240%
Befektetett eszközök	128%	111%	131%	116%	218%
Forgóeszközök	107%	123%	171%	126%	281%
Pénzeszközök	76%	275%	185%	96%	376%
Saját tőke	113%	110%	118%	116%	170%
Kötelezettségek	129%	121%	160%	124%	309%
Hosszú lejáratú kötelezettségek	173%	157%	168%	106%	482%
Rövid lejáratú kötelezettségek	109%	94%	150%	149%	229%

A 29. ábrán jól látható, hogy ez a növekedés nem volt idősorosan arányaiban folyamatos, ennek oka lehetett az is, hogy a COVID-időszak visszafogta a készlet- és vevőállományokat. Ezt követően viszont dinamikusan kezdett el ez a kategória bővülni. Eközben a befektetett eszközök kevésbé bővültek, mert a piaci bizonytalanság (COVID, infláció, magas kamatkörnyezet, orosz-ukrán háború, stb.) miatt elhalasztották beruházásaikat és az értékcsökkenés folyamatosan csökkentette a tartós eszközállomány szintjét.

29. ábra: Az NKP-ban résztvevő cégek eszközösszetételének alakulása 2018-2022. között.

(Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján.)

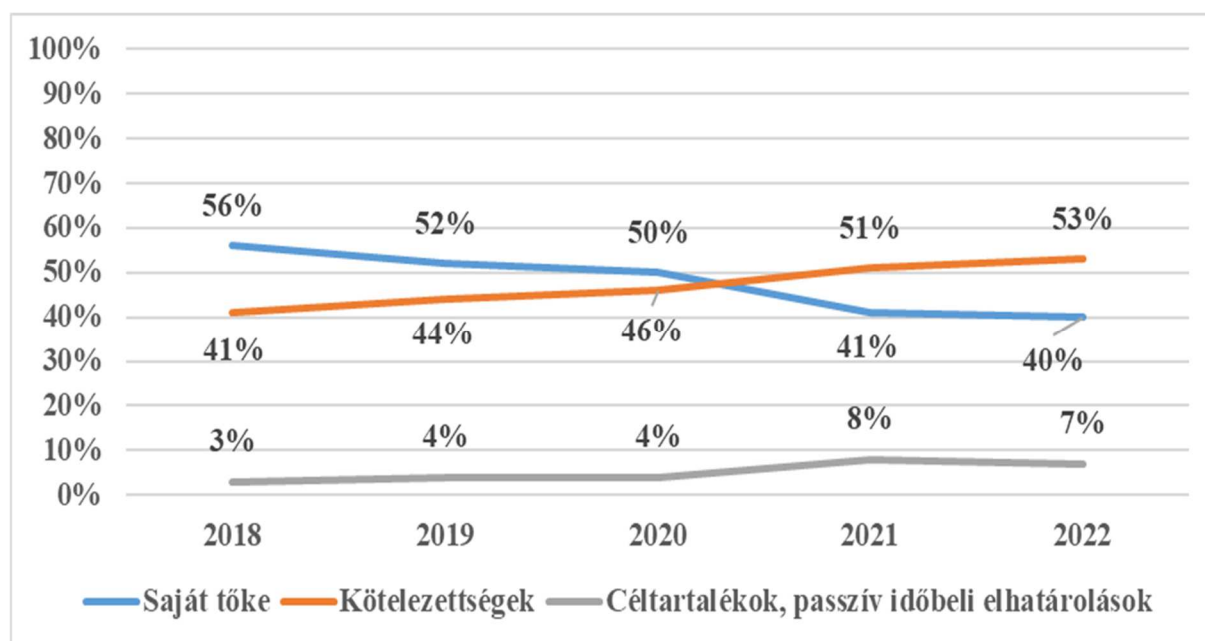


A 30. ábra rávilágít arra a tényre, hogy főként a kötvényprogram, kisebb mértékben egyéb külső kötelezettségek és a passzív időbeli elhatárolások növekedése (4 év alatt duplázódás) miatt jelentős mértékben csökkent a saját tőke-elemek finanszírozási szerepe. Míg 2018-ban még 56%-os arányt tettek ki, 2022-ben már csak 40%-ot értek el aggregált értékek szintjén. Bár ez jelentős csökkenést tükröz számunkra, de ez a szint még mindig több, mint az elvárt (lásd 6.2.1. alfejezetben leírtak).

A kötelezettségek aránya folyamatos növekedést mutat: nehéz nem észrevenni, hogy a görbe éppen az NKP-időben növekedett meg nagyobb mértékben. A külső források szerepe 2021-től haladta meg a saját tőke szintjét.

30. ábra: Az NKP-ban résztvevő cégek forrásösszetételének alakulása 2018-2022. között.

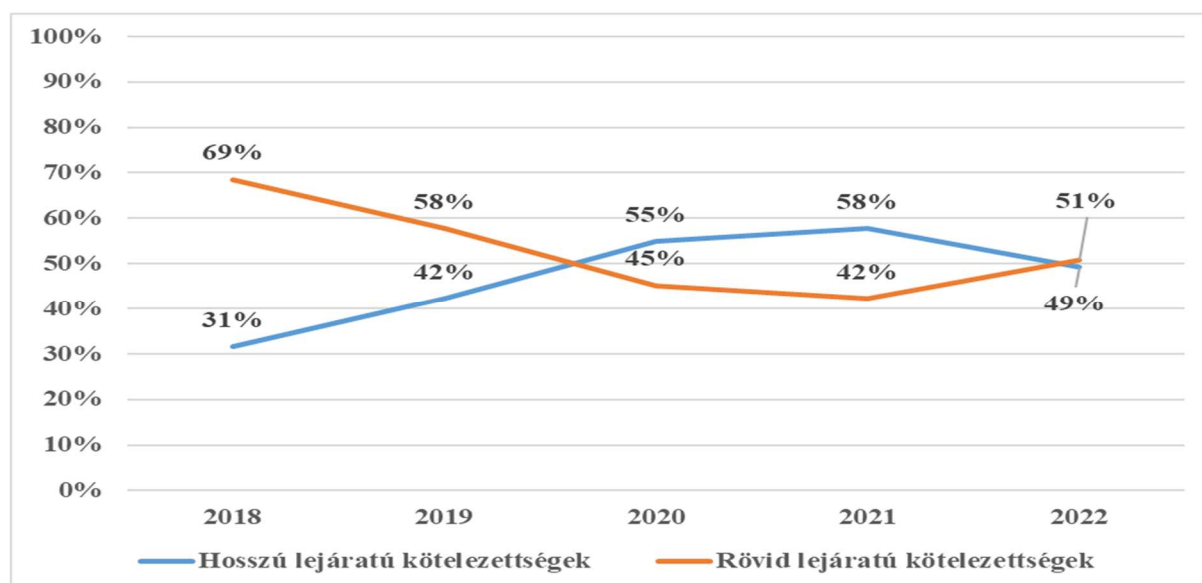
(Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján.)



A helyzetet tovább árnyalja, ha megvizsgáljuk a kötelezettségek belső összetételét (31. ábra). A 2018. évi 69%-os rövid kötelezettség-állomány már csak 49%-on áll 2022-ben, miközben a hosszú lejáratú kötelezettségek 31%-ról 51%-ról növekedtek, de 2020-ben és 2021-ben még nagyobb volt az utóbbiak aránya. Ez még inkább alátámasztja a korábbi következtetést, hogy nem csak az éven túli tételek nőttek, hanem párhuzamosan – átmenetileg – az éven belüli tételek is csökkentek.

31. ábra: Az NKP-ban résztvevő cégek kötelezettség-szerkezetének alakulása 2018-2022. között.

(Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján.)



A rendelkezésre álló beszámolókból megvizsgáltam, hogy a kötvényprogram cégei milyen pénzügyi adósságokkal, azaz hitellel, lízingsel és kötvénytartozással rendelkeztek a kibocsátás pillanatában, illetve 2022-ben. A kibocsátások időpontjában elérhető utolsó lezárt és auditált beszámoló alapján az éven túli állomány elérte a 70%-át, míg 2022-ben a lejárat szerinti vizsgálat szerint az állományok 88%-a tartozott ebbe a csoportba (7. táblázat).

7. táblázat: Pénzügyi adósságok megoszlása az NKP-ban résztvevő cégek esetén kibocsátáskor, illetve 2022-ben.

(Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján.)

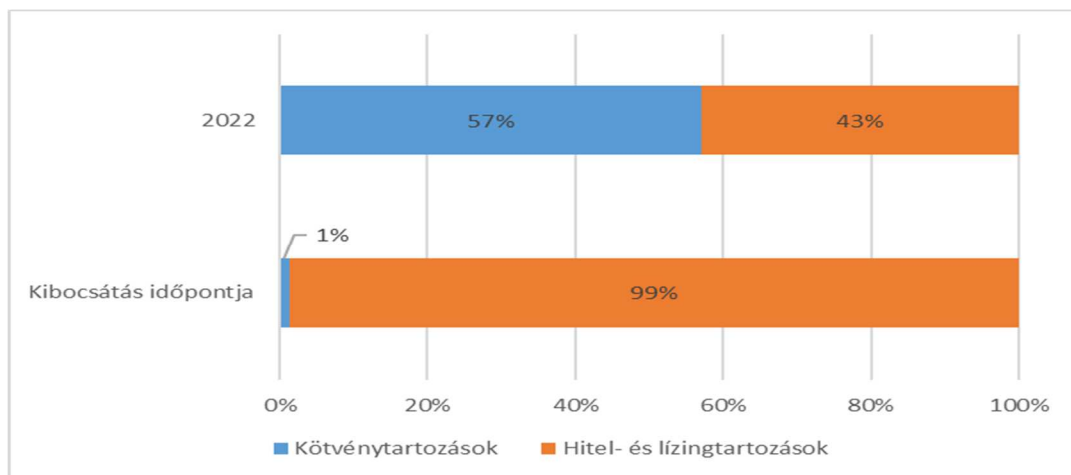
M Ft-ban	Kibocsátás volumen	Kibocsátás (%)	Kibocsátás - lejárat (%)	2022	2022 - összetétel (%)	2022. lejárat (%)
Pénzügyi adósság	1 927 525	100%	100%	5 009 444	100%	100%
Hosszú lejáratú pénzügyi kötelezettségek	1 335 716	69%	70%	1 538 348	31%	88%
Hosszú lejáratú kötvénytartozás	15 639	1%		2 846 871	57%	
Rövid lejáratú pénzügyi kötelezettségek	566 755	29%	30%	607 790	12%	12%
Rövid lejáratú kötvénytartozás	9 415	0%		16 435	0%	

Ez rávilágít arra is, hogy a rövid kötelezettségek növekedését főként szállítói és egyéb kötelezettségek, valamint tagi kölcsönök segítették. Ha ugyanezt a kérdéskört a finanszírozási termékek típusai (adósságtípusok) szerint vizsgáljuk, egy speciális helyzet tárul elénk a 32. ábrán: míg az első kibocsátásokat megelőzően elhanyagolható volt a kötvények súlya a

pénzügyi adósságokon belül, 2022-re már a teljes állomány 57%-át teszik. Bár számos esetben történt értékpapírosítás (azaz a hitelek kötvénytartozással történő kiváltása), de a kötvénykibocsátást főként új finanszírozási igényekre vették igénybe. A hosszú- és rövid lejáratú pénzügyi kötelezettségek is tudtak növekedni a vizsgált időszakban (15%, illetve 7%) a kötvények dominanciája mellett.

32. ábra: A pénzügyi adósságok összetétele terméktípus szerint az NKP-ban résztvevő cégek esetén a kibocsátások időpontjában, illetve 2022-ben.

(Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján.)



Az árbevétel- és eredménykategóriákat is meg kell vizsgálni, de egyrészt ezek alakulására is számtalan tényező hathatott, másrészt ha valóban finanszírozási struktúra-váltás történt főként (hitelről és lízingről kötvényre), akkor ez a hatás az árbevétel és az EBITDA szintjén nem, vagy csak közvetve jelentkezik. A legfontosabb hatás az alacsonyabb pénzügyi ráfordítások (fizetett kamatok) csökkenése miatt alakulhat ki, ami a pénzügyi eredmény pozitív irányú változását jelentheti.

A 2018-2022. év közötti időszakban minden kiválasztott eredmény-kimutatás mutatóban, azaz az árbevételben, az EBITDA-ban és az adózott eredményben hullámzó teljesítmény érzékelhető. A 4 év alatt közel az eredménykategóriák (cca. 230-240%) a mérlegfőösszeg relatív elmozdulásával összhangban (240%) bővültek (8. táblázat), de az árbevétel csak 165%-kal nőtt. 2018-ban és 2019-ben az árbevétel stagnálás közeli állapotot mutatott, ami az első évben a másik két mutató romlásához is vezetett, de a második évben az EBITDA növekvő pályára állt az adózott eredmény drasztikus visszaesése mellett – ennek háttérében a pénzügyi terhek (árfolyamveszteség, fizetett kamatok növekedése) erősödése állhat.

2021-ben korrigálta az elmaradását az adózott eredmény volumene, miközben szolid 10%-os növekedést produkált a két mutató. 2022-ben drasztikus árbevétel-növekedés zajlott le, ami magával húzta az aggregát üzemi eredmény (és így az EBITDA) bővülését, de a rekord magas

infláció és az egyéb makrogazdasági környezet miatt a pénzügyi terhek ismételten megemelkedtek, így az adózott eredmény csak az árbevétel-növekmény szintjét érte el.

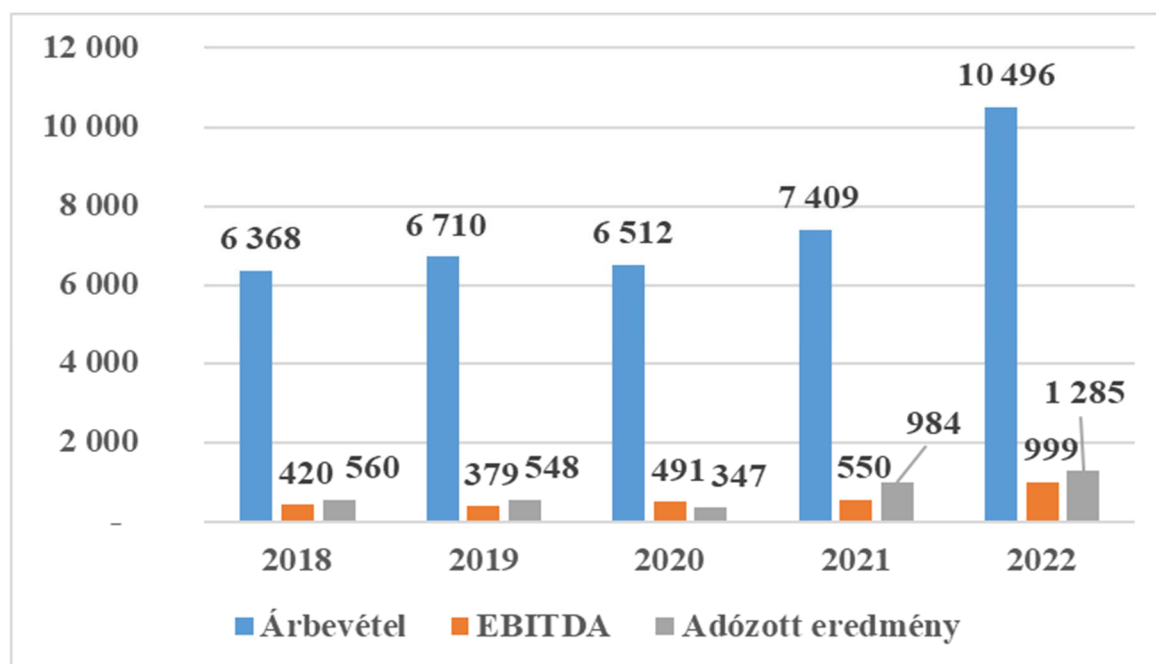
8. táblázat: Az árbevétel és az eredménykategóriák alakulása az NKP-ban résztvevő cégek esetén 2018-2022. évek között. (Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján.)

	2019/2018	2020/2019	2021/2020	2022/2021	2022/2018
Árbevétel	105%	97%	114%	142%	165%
EBITDA	90%	130%	112%	182%	238%
Adózott eredmény	98%	63%	284%	131%	229%

A 33. ábrán az eredmény-kategóriák nominális értékei látható a 2018-2022. évek közötti periódusban. Itt is jól látható, hogy az árbevétel és az EBITDA milyen dinamikusán nőtt 2022-ben a korábbi évekhez képest. A nettó árbevétel esetében megemlítendő, hogy a nagy mértékű infláció erősen segítette a növekedését, részben ennek is köszönhető, hogy sikerült átlépni a 10000 milliárd Ft-os határt a vizsgált cégek esetében.

33. ábra: Az árbevétel, az EBITDA és az adózott eredmény alakulása az NKP-ban résztvevő cégek esetén 2018-2022. között, ezer milliárd forintban.

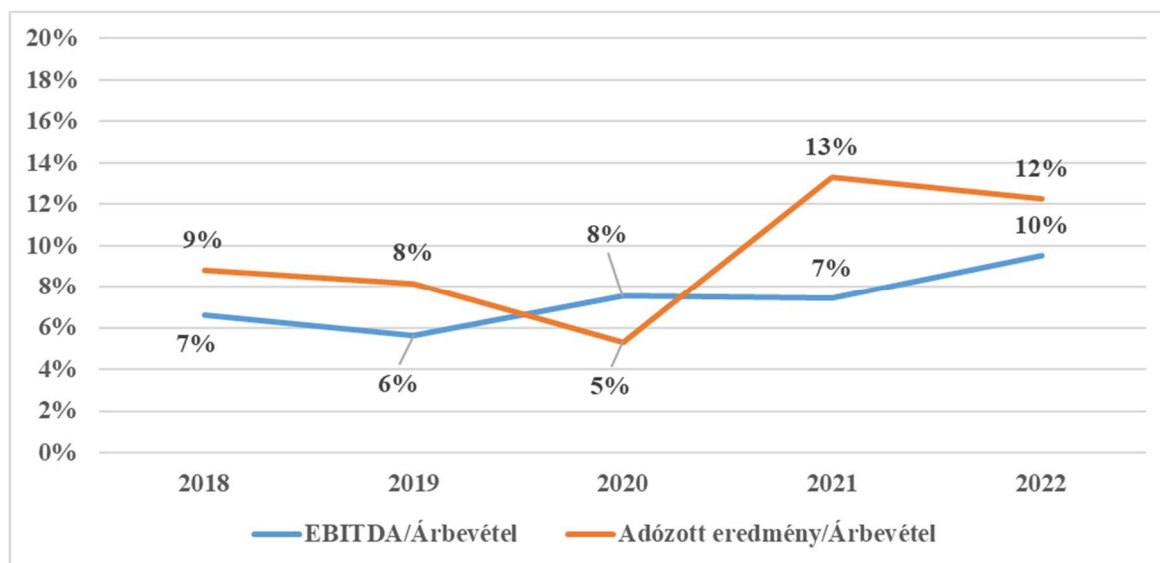
(Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján.)



Ha az árbevételre vetítjük az EBITDA-t és az adózott eredményt, akkor jól érzékelhető a 34. ábra segítségével, hogy mindkét kategória relatív mértéke javult. Az EBITDA némi ingadozás mellett, de 2022-re 10%-os arányt ért el, míg az adózott eredmény a 2020. évi megbicsaklás után lendületet vett és a 2021-ben és 2022-ben is elérte a 12%-ot.

34. ábra: Az EBITDA és az adózott eredmény alakulása az árbevételhez viszonyítva az NKP-ban résztvevő cégek esetén 2018-2022. között.

(Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján.)



Általánoságban elmondható, hogy a termelő, a kereskedő és szolgáltató cégek esetében az EBITDA/árbevétel-arány magasabb szokott lenni, mint az adózott eredmény/árbevétel. Jelen esetben azonban a vizsgált halmazban 16 vagyonekezelési (holding) főtevékenységet végző cég van, de további cégek esetében is feltárható ez a tevékenység, de nem teljes mértékben. A helyzetet tovább árnyalja, hogy szintén jelentős számban (szintén 16 db) vannak ingatlanprojektek kivitelezésével, illetve fővállalkozói koordinációjával foglalkozó felelős cégek. Ezek a cégek jelentős mértékben nyújthatnak leányvállalati kölcsönöket, vagy az adott projekt kapcsán nyújthatnak kölcsönt a projektcégeknek, vagy alvállalkozóiknak. Az ilyen speciális cégeknél a kamatbevétel jóval magasabb, mint a kamatráfordítás, így az adózott eredmény aránya nem alacsonyabb, hanem magasabb lesz.

7.2.3. Hogyan változtak a hitelminősítói besorolások?

A tőkepiac és kötvényprogramok kapcsán megkerülhetetlen a hitelminősítők szerepe. Ezek a cégek egyrészt átvilágítják a cégeket minden szempontból (tulajdonosi háttér, üzleti modell, pénzügyi profil, stb.) és meghatároznak egy kockázati besorolást az adott cégre és az értékpapírra vonatkozóan. Ahogy a korábbiakban leírtam, a Növekedési Kötvényprogram feltételrendszere az értékpapír, azaz kötvényre vonatkozóan fogalmazott meg előírásokat (minimum B+ minősítés), ami a befektetésre ajánlott kategóriák minimális alsó határának felel meg. Az elkészített minősítés a későbbiekben 12-14 havonta kerül felülvizsgálatra. Amennyiben

a kötvénydokumentációban szerepel feltételként, a leminősítés nem-teljesítésnek (default) minősül, és a kötvényt meghatározott feltételek szerint vissza kell fizetni, vagy újra kell tárgyalni a befektetőkkel.

Mindemellett figyelembe kell venni a külső gazdasági környezet befolyásoló szerepét. A Kötvényprogram lefolyását erősen befolyásolta a járványhelyzet által beindított gazdasági válság, az orosz-ukrán háború, illetve a Magyarországon 2022-ben és 2023-ban elszabaduló infláció. A hipotézisem az, hogy mivel a kibocsátás egy kedvezőtlen környezetben zajlott le, az adott cégek minősítése változatlan maradt, vagy kismértékben javult.

A hipotézis ellenőrzését úgy hajtottam végre, hogy először a hitelminősítő cégek oldalairól (Scope, BCRA, Moody's, Fitch, Standard & Poors) összegyűjtöttem az elérhető ratingeket, majd ezeket a Standard & Poor's besorolás módszertana alapján gyakorlatilag közös nevezőre hoztam.

Az így összegyűjtött adatokból kiválasztottam azokat az adatokat, melyek a kötvénykibocsátáskor álltak rendelkezésre és összehasonlítottam ezeket a 2024. február végén elérhető aktuális ratingekkel. Az utóbbi időpontot követő felülvizsgálatok eredményét nem vettem figyelembe a dolgozat elkészítésekor.

A vizsgálat ábrázolására a banki gyakorlatban alkalmazott rating-térképet (vagy rating migrációs térkép) használtam fel. A mindennapi munkám során negyedévente készítjük el ezeket annak ellenőrzésére, a hitelezési portfólió milyen mértékben változott a vizsgált időszakban. A rating-térkép gyakorlatilag egy táblázat, melynek sorait az előző időszak (jelen esetben a kibocsátáskor) ismert ratingje, míg oszlopait az aktuális, vagy aktualizált minősítések alkotják.

Ha a rating nem változott a bázis időszakhoz képest, akkor a bal felső sarokból induló átlón marad az érték. Ha az átló alá kerül a minősítési kategória, akkor javulásról, ha fölé, akkor romlásról beszélünk. Minél távolabb kerül az átlótól az új besorolás, annál nagyobb az eltérés mértéke.

A fenti elvek alapján elkészített 9. táblázat alapján jól megfigyelhető, hogy míg a kiindulási értékek AA és B között szóródnak, addig az aktuális (kibocsátás utáni) ügyfélminősítések AA- és SD kategória között. 14 esetben egykategóriás, 4 esetben kétkategóriás, 3 esetben háromkategóriás javulás történt. A romlások értékei a következőképpen alakulnak: 12 darab egykategóriás, 1 darab kétkategóriás, 1 darab háromkategóriás, 1 db hétkategóriás. Ezen adatok alapján megállapítható, hogy összesen 21 javulás és 15 romlás történt, míg 47 esetben változatlan maradt a rating a kibocsátáshoz képest. A hitelminősítési besorolások listája a kibocsátás időpontjában és aktuálisan (2024.02.29-i állapot) az 5. mellékletben található meg.

Természetesen a fentiek nem jelentik azt, hogy az ügyfélminősítésekben nem történtek további változások. Szintén a hitelminősítők elérhető éves minősítési alapján összegyűjtöttem, hogy a 85 vizsgált kibocsátóból 44 vállalkozás esetében az elmúlt 2-5 évben egyáltalán nem változott meg az ügyfélminősítési besorolás – ez 51,76%-os aránynak minősül.

A kiterjedése miatt a 6. mellékletben található 35. ábra (A hitelminősítések százalékos eloszlása a kibocsátáshoz kapcsolódóan (felső ábra), illetve a 2024. február végi státusz szerint (alsó ábra)) szerint az eredeti kibocsátáskor a B+ (35%), BB- (21%), B és BB (14-14%) voltak a meghatározók, addig 2024 februárjában a BB- (31%) volt a legjelentősebb kategória a B+ (26%), a BB (14%) és a B (11%) szinteket megelőzve.

9. táblázat: Hitelminősítési térkép a kibocsátáskori és az aktuális hitelminősítői besorolás alapján (S&P módszertana alapján).

(Forrás: saját szerkesztés, a Scope Ratings, BCRA, Moody's, Fitch, S&P hitelminősítők honlapja alapján.)

		Kibocsátás utáni ügyfélminősítések (S&P szerint)																						
Kibocsátás előtti ügyfélminősítések (S&P szerint)	Darab	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	R	SD	D	
	AAA	0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	AA+	0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	AA	1	.	.	.	1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	AA-	0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	A+	0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	A	1	.	.	.	.	1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	A-	0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	BBB+	1	.	.	.	.	.	.	.	1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	BBB	1	.	.	.	.	.	.	.	.	1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	BBB-	3	.	.	.	.	.	.	.	.	3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	BB+	6	.	.	.	.	.	.	.	.	2	3	1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	BB	12	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	4	6	2	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	BB-	18	.	.	.	.	.	.	.	.	3	.	.	13	.	.	2	.	.	.	.	.	.	.
	B+	30	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	4	7	16	2	.	.	.	.	.	.	1	.
	B	12	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	4	7	1	.	.	.	.	.	.	.
	B-	0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	CCC+	0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	CCC	0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	CCC-	0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	R	0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	SD	0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	D	0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	Darab	85	0	0	0	1	1	0	0	1	0	9	3	9	26	22	9	3	0	0	0	0	1	0

Gyakorlatilag a kibocsátáskori állapotokhoz képest csak átrendeződést történt a főbb kategóriákban. Az egyetlen SD kategóriába kerülés oka, hogy az adott vállalkozás (Optimum

Solar) nem bocsátotta rendelkezésre adatait a hitelminősítő irányába és a Budapesti Értéktőzsde felé, így a ratingjét felfüggesztették és kereskedési jogát felfüggesztették.

A hipotézisemet beigazolták a fenti adatok: a hitelminősítések szempontjából a portfólió változatlan maradt, vagy kis mértékben javasolt összességében. Mindemellett még két kiegészítéssel kiegészítem a megállapításaimat:

1. Több esetben olyan feltételezéssel élnek a szakirodalomban, hogy a hitelminősítők átveszik a bankok minősítési feladatát és azt jobb színvonalon hajtják végre. Ez a tőkepiaci szereplők felé explicit igaz, de implicit értelemben a bankok, mint befektetők is kötelesek minősíteni az ügyfeleiket. Így kisebb számosság mellett előfordulhat, hogy hiába a kedvező hitelminősítési besorolás, a hitelintézetek a belső minősítésük, vagy kockázatvállalási politikájuk miatt nem vesznek részt az adott cég kötvény-jegyzésében.
2. Önmagában egy hitelminősítés javít egy vállalkozás piaci megítélésében (átvilágítás, átlátható és szabványos értékelés), de véleményem szerint a tényleges tőkepiaci transzparenciának előfeltétele a nemzetközi szabványoknak megfelelő, IFRS-alapú beszámolók elkészítése is. A vizsgált 85-ből 66 vállalkozás (78%) még mindig magyar számviteli beszámolót készít csak. Van néhány olyan vállalkozás, amelyik egyszerűsített beszámolót készít és nyújt be hivatalosan amellyel, hogy belépett a tőkepiacra, ami már önmagában szakmai ellenmondás.

7.2.4. Melyik pénzügyi mutató határozta meg a kibocsátási összeget?

A kereskedelmi banki finanszírozási kérdésekben mindig az egyik legfontosabb kérdés, hogy mi a finanszírozási mérték viszonyítási alapja. Kétfajta megközelítés létezik a mindennapi banki gyakorlatban:

- cash-flow alapú finanszírozás: az adott cég által megtermelt pénzáram alapozza meg a megtérülés forrását. Idetartoznak általában a beruházási hitelek, forgóeszközhiteltek,
- eszközalapú finanszírozás: valamilyen eszközhöz, vagy eszközcsoporthoz viszonyítottan kerül meghatározásra a finanszírozás mértéke. Ezek közé tartozik például a jelzáloghitel.

Az egyik első kérdés, ami megfogalmazódott bennem a Növekedési Kötvényprogram kapcsán, hogy milyen alapon került meghatározásra a kötvénykibocsátás mértéke. Nem szabad figyelmen kívül hagyni, hogy nagyságrendileg 10 éves finanszírozásról beszélünk, azaz nagyon

nehéz megtervezni a következő évek eredmény-, vagy cash-flow termelő képességét. Mindemelett a legtöbb eszköz értéke is jelentősen csökken ilyen időtávon belül.

A fentiek alapján azt a hipotézist állítottam fel, hogy érdemi kapcsolatnak kell fennállni a kötvénykibocsátás névértéke és valamilyen cash-flow- (eredmény), vagy eszközkategória között. A rendelkezésre álló adatok alapján az előbbi esetben az adózott eredményt azonosítottam, míg utóbbit a mérlegfőösszeggel azonosítottam. Célszerű lett volna az árbevételt is bevonni a vizsgálatba, de jelentős számban kerültek az NKP-listára tisztán holdingcégek (elsődlegesen nem nettó árbevétele, hanem pénzügyi bevétellel (kamat- és/vagy osztalékbevétel), vagy ingatlan- és eszközfinanszírozási projektekhez kapcsolódik (bizonyos években jelentős, máskor minimális árbevétel).

A vizsgálatot többtényezős lineáris regressziós modell segítségével végeztem el, melyben a változók a következők voltak:

- mérlegfőösszeg (a modellben ASSET néven), mint független változó: a kötvénykibocsátást megelőző auditált év pénzügyi beszámolójának mérlegkategóriája (Eszközök összesen),
- adózott eredmény (a modellben PAT néven), mint független változó: a kötvénykibocsátást megelőző lezárt, vagy auditált évben szereplő eredménykimutatás-kategória;
- kötvénykibocsátás névértéke (a modellben BOND néven), mint függő változó: a tényleges kibocsátás névértéke. Ha egy adott évben több kibocsátás történt (összesen 3 cég esetében 2 kibocsátás ugyanazon beszámoló alapján), azokat egy soron szerepeltettem, mivel a kiindulási alap megegyezett.

A 7.2.1 fejezetben leírtak alapján meghatározott 85 cégből indultam ki, mert ebben a vizsgálatban is a cash-flow- és pénzügyi elemzéshez értelmezhető adatok szükségesek, mint előfeltétel. A fenti megközelítés alapján a Budapesti Értéktőzsde (függő változó), valamint az Opten adatok (független változók összegyűjtése) alapján 103 kötvénykibocsátási eseményt azonosítottam. Volt olyan vállalkozás, amelyik többször hajtott végre piaci kibocsátást, ezért magasabb az utóbbi adat, mint a cégek száma. Előfordult olyan vállalkozás, amelyik egy adott évben kétszer bocsátott ki értékpapírokat, ezeket összevontam 1 esetté, mivel ugyanazok a pénzügyi adatok álltak rendelkezésre, mintha egy kibocsátás került volna lebonyolításra (A Baromfi-Coop 2019-ben 2 db, a Kész 2021-ben 2 db, Vajda-Papír 2020-ban 2 db, míg a Wingholding 2021-ben 2 db kibocsátást hajtott végre.) A vizsgálatba bevont cégeket és adataikat (millió Ft-ban) a 7. melléklet tartalmazza.

A vizsgálatom lépései a következők voltak:

1. adatok összegyűjtése és betöltése az SPSS-rendszerbe,
2. a kiugró értékek vizsgálata és meghatározása: az összesen 103 kibocsátás esetében számos szélsőségesen kiugró – szignifikánsan magasabb - értéket azonosítottam, melyeket plot-diagram segítségével kiszűrtem (az egyes kategóriák extrém értékei a 8. mellékletben láthatók csillaggal jelölve az adott ábrákon). Így bár jelentős mértékben csökkent a vizsgált elemszám (103-ról 78 kibocsátásra), de meg kellett húzni egy határt, hogy statisztikailag vizsgálható legyen az adatállomány. vizsgáltam meg végül.
3. Többváltozós lineáris regresszió lefuttatása a függő és független változók meghatározásával.

Az elemzés eredményei a következők voltak (a teljes értékelés a 8. mellékletben található):

1. A modell átfogó értékelése (36. ábra):

36. ábra: A vizsgálat többváltozós lineáris regressziós modelljének értékelése (SPSS szoftver segítségével).

(Forrás: saját szerkesztés (2024).)

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,623 ^a	,388	,371	6942,119

a. Predictors: (Constant), PAT, ASSETS

A „Model Summary” elnevezésű táblázatban az R oszlopban található érték a többszörös korrelációs együtthatót jelöli, mely a változók közötti kapcsolat erősségét mutatja, mely jelen esetben nagyságrendileg átlagos erősségű. Ennek négyzete (R Square) a determinációs együtthatót határozza meg, amely a függő változó varianciájának a független változók által magyarázható hányadát méri. A 0,388-as érték azt jelzi, hogy a független változók a függő változó varianciájának 38,8%-át magyarázzák.

A becslés standard hibája meghatározható a becslés standard hibájának (Std. Error of the Estimate) és a kötvénykibocsátási névértékek, mint célváltozó középértékének hányadosa alapján: $6942,119/10000,38=69,4\%$, ami azt mutatja, hogy a felállított modell pontatlan, mivel meghaladja a 30%-ot.

2. A változók közötti többváltozós lineáris regresszió értékelése ANOVA módszertan segítségével (37. ábra):

37. ábra: A vizsgálat többváltozós lineáris regressziós modelljének értékelése ANOVA módszertan segítségével (SPSS szoftver segítségével).

(Forrás: saját szerkesztés.)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2288776162,4	2	1144388081,2	23,746	<,001 ^b
	Residual	3614476726,0	75	48193023,014		
	Total	5903252888,5	77			

a. Dependent Variable: BOND

b. Predictors: (Constant), PAT, ASSETS

Mivel az $F > 1$, a regressziós modell segítségével értékelt variancia szignifikánsan nagyobb, mint a hibavariancia. A táblázatból látható, hogy a mérlegfőösszeg és az adózott eredmény, mint független változók statisztikailag szignifikánsan jelzik a függő változót (ANOVA: $F=23,746$, $p < 0,001$), azaz véleményem szerint a többváltozós lineáris regressziós modell jól illeszkedik az adatokhoz. Összefoglalva, a felállított modell elegendő magyarázó erővel rendelkezik.

3. Standardizált együtthatók (38. ábra):

A standardizált együtthatók (Standardized Coefficients Beta) abszolút értékei alapján meghatározható a független változók erősségi sorrendje a függő változóra gyakorolt hatásuk alapján. A magyarázó változók közül a mérlegfőösszeg (ASSETS) hatása az az erősebb ($Beta=0,430$) a kötvénykibocsátás összegére vonatkozóan. Az adózott eredmény (PAT) magyarázó ereje ennek csak kétharmada ($Beta=-0,282$).

A függő változóhoz kapcsolható egyenlet értéke a következőképpen írható fel: kötvénykibocsátás névértéke (Constant) = $3429,033 + (0,232 \times \text{az adott cég mérlegfőösszege (ASSETS)}) + (1,755 \times \text{az adott cég adózott eredménye (PAT)})$, ahol a 3429,033 a 33. ábra nem-standardizált B (Unstandardized B) értékéből származik. A mérlegfőösszeg egységnyi növekedése esetén 0,232 M Ft-tal (azaz 232000 Ft-tal), míg az adózott eredmény egységnyi növekedése esetén 1,755 M Ft-tal (azaz 1755000 Ft-tal) nő a kötvénykibocsátás névértéke.

A vizsgálat mutatók (mérlegfőösszeg, adózott eredmény) közepesen erős magyarázó erővel bírnak, növekedésük pozitívan hat a kötvénykibocsátás névértékére. Mivel csak közepesen erős magyarázó erő állapítható meg a modell adatai alapján, így további tényezők is befolyásoló

erővel bírhatnak, melyek befolyásolhatja a kibocsátás nagyságrendjét, ennek vizsgálata egy további kutatás tárgya lehet.

38. ábra: A vizsgálat többváltozós lineáris regressziós modelljének értékelése ANOVA módszertan segítségével (SPSS szoftver segítségével).

(Forrás: saját szerkesztés.)

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	3429,033	1238,793		2,768	,007		
	ASSETS	,232	,055	,434	4,198	<,001	,762	1,312
	PAT	1,755	,644	,282	2,725	,008	,762	1,312

a. Dependent Variable: BOND

A standard együtthatók vizsgálata során célszerű megvizsgálni a multikollinearitást, azaz a függő (magyarázó) változók közötti lineáris összefüggés szorosságát. Ha túl erős a korrelációjuk, nem állapítható meg egyedi hatásuk a független (cél-) változóra. Ebben segítséget nyújt a tolerancia értéke, mely azt írja le, hogy egy adott független változó (tényező) variációjának hányad részét nem magyarázza meg a többi tényező. A tolerancia értéke egyenlő az $1 - R^2$ értékkel. Mivel az általában javasolt 0,2-es minimum küszöbértéknél magasabbak az értékek (Collinearity Tolerance) és a Statistics VIF értékek sem haladják meg az 5 értéket, így ezek alapján megállapítható, hogy multikollinearitás nem veszélyezteti a modellt.

8. Következtetések és javaslatok

A 7. fejezetben leírt értékelésem alapján a következő **összegző konklúziók** vonhatók le:

1. A nemzetközi trendek többségében realizálódtak Magyarországon is (zöldkötvények, digitalizáció, kedvezőtlenebb minősítésű cégek jelentős számban). Jelentős elmaradás érzékelhető a piaci berendezkedési országokkal szemben a program kifizetését követően is. Dinamikus piaci növekedést nem érzékelhető az NKP-lezárást követően a kibocsátásszámok alapján. Marginális jelentőségű volt a program a kis- és középvállalatok számára.
2. A programban résztvevő cégek száma magas regionális összehasonlításban, de több esetben magas eladósodottsággal és gyenge pénzügyi profillal jellemezhetők a kibocsátók banki kritériumok alapján. Ennek ellenére mégis stabilak a hitelminősítői besorolások.
3. A banki és értékpapír-hitelminősítési gyakorlatban érdemi eltérések tapasztalhatók, ami szakmai és portfólióvesztési szempontból is kényszerhelyzetet okozott előbbieik számára.
4. A program értékelését nagy mértékben limitálja, hogy rövid idő telt el a program lezárása óta, így annak hatásai fenntartásokkal értékelhetők (pl. pénzeszközök torzító hatása), illetve korlátozott a ceteris paribus típusú értékelés kizárólag a kötvényprogram vonatkozásán.

Az elvégzett vizsgálatok alapján **a következő javaslatokat** fogalmaztam meg:

1. Az MNB, a kibocsátók és a befektetők oldalán célszerű hosszabb távon is vizsgálni az elért eredményeket és hatásokat. Nemcsak a piac, hanem az egyedi cég(csoportok) szintjén is. A lejáró kötvényforrások helyettesítése rövid időn belül sok kérdésre választ adhat.
2. Indokolt egy összevetés a programból kimaradó cégekkel és azok pénzügyi profiljával. Javasolt megvizsgálni, hogyan alakul a megvizsgált vállalkozásokkal szemben növekedési pályájuk. Értékelendő, hogy az eltérő forrásszerkezet eltérő piaci és pénzügyi eredményekre vezet-e.
3. A hitelminősítői és a hitelintézeti besorolások összehasonlítása kötvények kapcsán. A bankoknak meg kell vizsgálni, hogy mik azok a szempontok, amiket a befektetők figyelembe vesznek. Bár a hitelminősítői besorolások stabilak, de a banki minősítési kritériumok kritikus eredményeket hoztak.
4. A nemzetközi számviteli szabványok preferálása indokolt az esetleges jövőbeli programok kapcsán. A 7. fejezetben elvégzett kutatásaim alapján többször szembesültem, hogy cégszinten nem áll rendelkezésre elégséges adat. Valószínűleg ugyanezt érzékelhetik a piaci befektetők is.

9. Összefoglalás

Jelen dolgozat a vállalati kötvények magyarországi létjogosultságát vizsgálja a Növekedési Kötvényprogram vonatkozásában. Számos országban nyúlt ehhez a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírhoz annak érdekében, hogy a különböző gazdasági válságok hatásait tompítsák és a gazdasági fejlődését segítsék. Mind nemzetközi, mind hazai szinten számos vitát generáltak ezek a kötvényprogramok – elsősorban a jegybanki beavatkozás szükségességét és feltételrendszerét kísérték szakmai konfliktusok (2. fejezet). Ahogy az ezt követő egységben is látható, különösen azokban az országokban talált nyitott kapukra ez a kezdeményezés, ahol a kötvénytermékek korábban is gyakran kerültek alkalmazásra. Minden földrész jelentős előrelépést ért el a piacán az elmúlt 20 évben, a kötvény „pótkerék” megítélése egyre halványodni látszik.

A kérdőjelek ellenére a kötvényvásárlási programok eredményei (4. fejezet) azt mutatják, hogy ezek az intézkedések sikeresen segítettek a vállalkozások adósságszerkezetének diverzifikációját, erősítették a hitelintézetekkel szembeni függetlenséget. A digitális megoldások segítségével jelentős mértékben bővült a piac, felértékelődtek a hitelminősítői szolgáltatások, egyre nagyobb szerephez jutnak a zöldkötvényvek. A képet árnyalja, hogy a kibocsátói portfólióban megjelentek a kisebb méretű, vagy gyengébb minőségű kibocsátók is, csökken a befektető-védelem. A 2019. előtt nem létező hazai vállalati kötvénypiac megerősítése komoly kihívások elé állította az Magyar Nemzeti Bankot, de a külföldi példákat felhasználva sikerült a megcélzott összeg kihelyezése és számos piaci szereplő nyert betekintést ebbe a finanszírozási formába a kialakított keretrendszer mellett (5. fejezet).

A módszertani áttekintést követően a dolgozat hetedik fejezete kettős célt tűzött maga elé részletes vizsgálatok céljából: egyrészt piaci szempontból értékelte a program sikerességét, másrészt a cégek kockázati megítélését kutatta fel egyedi és aggregát pénzügyi adatok szintjén. A hazai kötvénypiac rövid idő alatt jelentős előrelépést ért el a regionális országokhoz viszonyítva, de továbbra is érdemi lemaradás mutatkozik az angolszász országokhoz és az euroövezethez képest. Számos szempont alapján (ágazati és kibocsátói koncentráció, hozamszint, kibocsátói- és sorozatszám) piacvezetőként tekinthetünk Magyarországra a régióban. Ez az állítás akkor is helytálló, ha megállapítjuk, hogy a program lezárását követően az érdemi új kibocsátások egyelőre elmaradtak.

A pénzügyi vizsgálatok alapján megállapítható, hogy jelentős mértékben eltérő a banki és a hitelminősítési értékítélet. Miközben utóbbi egy stabil képet mutat a besorolások tekintetében,

a pénzügyi mutatók aktuális állapota alapján egyre kevesebb cég felel meg a hitelintézeti mutató-elvárásoknak. A beszámoló vizsgálat alapján jelentős bővülés figyelhető meg a 2018-2022. évek közötti időszakban az összes fontosabb mutatóban, de nyilvánvaló, hogy a kötvényfinanszírozási célok még csak részben teljesültek. Így a legfontosabb megállapítás - a kötelezettségek térnyerése mellett - a pénzügyi adósságok jelentős átrendeződése a kötvények javára az NKP-résztvevők körében. Többváltozás lineáris regresszió segítségével levonható az a következtetés is, hogy bár van érdemi korreláció a cégek mérlegfőösszege és az adózott eredmény, valamint a kibocsátási névértékek között, de az csak közepes erősségűnek mondható.

A Kötvényprogrammal kapcsolatos további következtetések (8. fejezet) levonását és kutatási lehetőséget rejt a hosszabb távú tendenciák feltárása a kibocsátók pénzügyi profiljában, illetve egy szakmai összevetés a programból kimaradó, de annak feltételeit teljesítő cégekkel, valamint annak vizsgálata, hogy milyen tényezők játszanak szerepet a kibocsátási névérték meghatározásában és a befektetői döntésekben. Értékelni kell azt is, hogy a piac képes-e organikusan, a Magyar Nemzeti Bank szerepvállalása nélkül is vonzó alternatívát jelenteni a kibocsátást tervező és befektető vállalkozások számára.

Irodalomjegyzék

1. MNB kiadványok, jelentések:

- MNB: Növekedési kötvényprogram (2019) (<https://www.mnb.hu/monetaris-politika/novekedesi-kotvenyprogram-nkp>). Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- MNB: Tájékoztató a Növekedési Kötvényprogram feltételeiről (Hatályos: 2022. január 7-től) (2022) <https://www.mnb.hu/letoltes/nkp-termektajekoztato.pdf>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- MNB: Tájékoztató a Növekedési Kötvényprogramhoz kapcsolódó vállalati kötvény-kölcsönzés feltételeiről <https://www.mnb.hu/letoltes/tajekoztato-vallalatikotveny-kolcsonzes.pdf>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- MNB: A Növekedési Kötvényprogram elindításának jegybanki szempontjai és a konstrukció főbb jellemzői (2019), <https://www.mnb.hu/letoltes/novekedesi-kotvenyprogram-hatteranyag.pdf>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- Rezidensek által kibocsátott értékpapírok állománya és tulajdonosi megoszlása 2023. október. https://sta.mnb.hu/Reports/powerbi/STA/RezidensErtekp_HU?rs:embed=true. Letöltés időpontja: 2024.01.01.
- Biztosítási, pénztári, tőkepiaci kockázati és fogyasztóvédelmi jelentés, 2023 <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/biztositasi-penztari-tokepiaci-kockazati-es-fogyasztovedelmi-jelentes/biztositasi-penztari-tokepiaci-kockazati-es-fogyasztovedelmi-jelentes-2023>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- Bókay M. – Gerlaci B. (2019): Egy másik járható út a forrásbevonásban: a vállalati kötvény <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/nkp/bokay-marton-gerlaci-bence-egy-masik-jarhato-ut-a-forrasbevonasban-a-vallalati-kotveny>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- Lóga M. – Gerlaci B. (2020): Scope Ratings, a vállalatok legnagyobb európai hitelminősítője. p. 1-7. <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/tovabbi-szakmai-cikkek/loga-mate-gerlaci-bence-scope-ratings-a-vallalatok-legnagyobb-europai-hitelminositoje>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- Lóga M. – Nagy V. (2019): Növekedési Kötvényprogram, a monetáris politika szolgálatában. <https://www.mnb.hu/letoltes/loga-mate-nagy-viktoria-novekedesi-kotvenyprogram-a-monetaris-politika-szolgalataban.pdf>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- Dávid R. – Monoki P. (2020): A feldolgozóiparban működő vállalatok domináltak az NKP-ban. <https://www.mnb.hu/letoltes/david-richard-monoki-peter-a-feldolgozoiparban-mukodo-vallalatok-domináltak-az-nkp-ban.pdf>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- Halász Á. – Mórotz Á. Gy. (2023): Az NKP a vállalati finanszírozás diverzifikálását tette lehetővé: <https://www.mnb.hu/letoltes/halasz-agnes-morotz-arpad-gyorgy-az-nkp-a-vallalati-finanszirozás-diverzifikalás-at-tette-lehetővé.pdf>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.

2. Könyvek:

- Andor, Gy. (2018): Üzleti gazdaságtan. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- A pénzügyi közvetítőrendszer funkciói. Magyar fejlődési, szabályozási és intézményi sajátosságok. Katona, K. (szerk.) (2019): Wolters Kluwer Hungary Kft, Budapest.
- Bélyácz, I. (2019): A befektetések és a tőkepiac. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Bélyácz, I. – Pintér, É. (2023): Vállalatfinanszírozás, Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Brealey, R. A. – Myers, S. C. (1999): Modern Vállalati Pénzügyek. I. kötet. Panem Kiadó, Budapest
- Chikán, A. (2022): Vállalatgazdaságtan, Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Gál Z. (2010): Pénzügyi piacok a globális térben. A válság szabdalta pénzügyi tér. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Nyikos, Gy. (2022): Fenntartható finanszírozás és fejlesztés - Stratégia és szabályozás: átállás a fenntartható finanszírozási modellekre, Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Erdős, M. –Mérő, K. (2016): Pénzügyi közvetítő intézmények. Bankok és intézményi befektetők. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Vértesy, L. (2020): Jog és pénzügyek a bankszektorban, Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Vigvári, A. (2017): Pénzügy(rendszer)tan. Akadémiai Kiadó, Budapest.

3. Folyóiratok, újságcikkek:

- Accountancy Europe (2021): Building a credible Green Bond market. Position paper. <https://www.accountancyeurope.eu/publications/building-a-credible-green-bond-market/>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- Altavilla, C. – Carboni, G. – Motto, R. (2021): Asset Purchase Programs and Financial Markets: Lessons from the Euro Area. International Journal of Central Banking, 2021. október, p. 1-48. <https://www.ijcb.org/journal/ijcb21q4a1.pdf>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- Arena, M. – Bems, R. – Ilahi, N. - Lee, J. - Lindquist, W. – Lybek, T. (2021): Asset Purchase Programs in European Emerging Markets. IMF Departmental Papers, No. 2021/021. p. 1-67. <https://www.imf.org/en/Publications/Departmental-Papers-Policy-Papers/Issues/2021/09/23/Asset-Purchase-Programs-in-European-Emerging-Markets-464648> . Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- Balogh A. - Hajnal M. - Kuti Zs. (2022): A mondák és a valóság – Surányi és a számok. <https://www.vg.hu/velemenyl/2022/01/a-mondak-es-a-valosag-suranyi-es-a-szamok>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Banai Ádám - Dancsik Bálint - Nagy Tamás (2023): Minél célzottabb, annál jobb. <https://www.mnb.hu/letoltes/banai-adam-dancsik-balint-nagy-tamas-minel-celzottabb-annal-jobb.pdf>. Letöltés időpontja: 2023.12.30.
- Bank of England - Options for greening the Bank of England's Corporate Bond Purchase Scheme (2021). p1-65. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/paper/2021/options-for-greening->

[the-bank-of-englands-corporate-bond-purchase-scheme-discussion-paper.pdf?la=en&hash=9BEA66AD3EC4B12D000B30078E4BE8ABD2CC5C1](https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/asset-purchase-scheme-discussion-paper.pdf?la=en&hash=9BEA66AD3EC4B12D000B30078E4BE8ABD2CC5C1). Letöltés időpontja: 2024.01.16.

- Benigno, P. - Canofari, P. - Di Bartolomeo, G. – Messori, M. (2022): The ECB's asset purchase programme: Theory, effects, and risks 2022. Journal of Economic Surveys, published by John Wiley & Sons Ltd., 2023. július. p. 890-914.
- Betz, F. -Santis, R. (2019): ECB Corporate QE and the Loan Supply to Bank-Dependent Firms. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3453159>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- Bécsi A. - Bognár G. – Lóga M. (2021): A vállalatikötvény-piac gazdasági szerepének növekvő jelentősége. Hitelintézeti Szemle, XX. évf. 4. szám 5-37. p. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/hsz-20-4.pdf>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Białek-Jaworska, A. – Krawczyk, T. (2019) : Corporate bonds or bank loans? The choice of funding sources and information disclosure of Polish listed companies (2019). Central European Economic Journal, p. 262-285. <https://doi.org/10.2478/ceej-2019-0017>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Bodnár Zoltán: A szaniterkirály bölcsességei (2023). <https://www.klubradio.hu/szabadsag-klub/bodnar-zoltan-a-szaniterkiraly-bolcsessegei-138933>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Brennan, P. (2020): Eurozone corporate borrowing costs fall below Japan's to world's lowest. <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/eurozone-corporate-borrowing-costs-fall-below-japan-s-to-world-s-lowest-61213496>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Brückner G. (2019): Imádják a NER-cégek az MNB kötvényprogramját. <https://index.hu/gazdasag/2019/11/22/ujabb-szazmilliardo-kkal-folytatodhat-az-mnb-novekedesi-kotvenyprogramja/>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- Bucsky P. (2023): Az elmaradt tanári béremelés árához mérhető veszteséget okoz a NER-cégeket is segítő jegybanki program. https://g7.hu/kozelet/20230126/az-elmaradt-tanari-beremeles-arahoz-merheto-veszteseget-okoz-a-ner-cegeket-is-segito-jegybanki-program/?utm_source=Email&utm_medium=Newsletter&utm_campaign=G7HL-20230126. Letöltés időpontja: 2024. január 26.
- Budapesti Értéktőzsde adatai. [https://www.bet.hu/Kereskedesi-adatok/Adatletoltes/Havi-osszefoglalo-statisztika/\\$rppid0x1126500x13_activeId/282277](https://www.bet.hu/Kereskedesi-adatok/Adatletoltes/Havi-osszefoglalo-statisztika/$rppid0x1126500x13_activeId/282277). Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Csaba L. (2018): Tőkepiaci unió vagy szabadságharc? Közgazdasági Szemle, LXV. évf., 2018. május. 484–498. p.
- Çelik, S. – Demirtaş, G. – Isaksson, M. (2019): Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy. OECD Capital Market Series, Párizs, <https://www.oecd.org/corporate/Corporate-Bond-Markets-in-a-Time-of-Unconventional-Monetary-Policy.htm>. Letöltés időpontja: 2023.12.30.
- Çelik, S. – Demirtaş, G. – Isaksson, M. (2020): Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy. OECD Capital Market Series, Párizs. <https://www.oecd.org/corporate/corporate-bond-market-trends-emerging-risks-and-monetary-policy.htm>. Letöltés időpontja: 2023.12.30.

- Council of the European Union: Capital markets union <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/capital-markets-union/>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Corporate Bond Markets – Drivers of Liquidity During COVID-19 Induced Market Stresses (2022) - Discussion paper. International Organization of Securities Commissions, 2022. április. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD700.pdf>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Corporate Bond Markets – Drivers of Liquidity During COVID-19 Induced Market Stresses (2022) - Feedback Statement to the Discussion Paper of April 2022. International Organization of Securities Commissions, 2022. november. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD722.pdf>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Darmouni, O. - Giesecke, O. - Rodnyansky, A. (2022): The Bond Lending Channel of Monetary Policy. Columbia Business School Research Paper Forthcoming, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3419235>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- Darmouni, O. - Papoutsi, M (2022): The Rise of Bond Financing in Europe. ECB Working Paper No. 2022/2663. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4115175>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- De Santis, R. A. – Zaghini, A. (2019): Unconventional monetary policy and corporate bond issuance. ECB Working paper No. 2329, Európai Központi Bank. <https://doi.org/10.2866/568>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- DePalma M. – Friedman S.: Have Central Bank Interventions Repriced Corporate Credit? Part 1 (2022) CFA Institute. <https://rpc.cfainstitute.org/en/blogpage#q=15b342e0e780e8cb5dafcb5183169c23d3ffe55ea997f959a821845f5978>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Scope-report: Development of the Hungarian debt capital markets boosted by the National Bank of Hungary (2021). Scope Ratings. https://www.scopegroup.com/dam/jcr:329259f4-2c74-4290-bde0-7c2203002dfc/Scope%20Ratings_BGS%20Research_FINAL.pdf. Letöltés időpontja: 2023.12.30.
- EKB: The corporate bond market and the ECB’s corporate sector purchase programme (2016). ECB Economic Bulletin, Issue 5/Box 2, European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201605_focus02.en.pdf. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- European Central Bank: Asset purchase programmes (2024). <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.hu.html>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- European Central Bank: FAQ on purchases of corporate sector debt instruments under the Eurosystem’s monetary policy purchase programmes (2023). https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/ecb.faq_cspp.en.html. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- European Commission (2017): Analysis of European Corporate Bond Markets – Analytical report supporting the main report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds. November 2017, 1-90. p. https://finance.ec.europa.eu/system/files/2017-11/171120-corporate-bonds-analytical-report_en.pdf. Letöltés időpontja: 2023.10.01.

- Farkas Z. (2022): Surányi György: A jegybank kullog az események után. https://test-hvg.hu/360/20220708_Suranyi_Gyorgy_A_jegybank_kullog_az_esemenyek_utan. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Farkas Zoltán: Itt a magyarázat, miért fordult 400 milliárdos mínuszba Matolcsy sikermutatója. hvg.hu (2023. jún. 7.). https://hvg.hu/360/20230607_Magyar_Nemzeti_Bank_arfolyamnyereseg_kamatveszteseg_koltsegvetes_Varga_Mihaly_Nagy_Marton_Matolcsy_Gyorgy. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Gáthy A. B. - Lukács B. (2022). A „zöldülés” korlátai magánbefektetők szemszögéből–a zöld kötvények árnyékában. Jelenkori Társadalmi és Gazdasági Folyamatok, XVII. évfolyam, 1-2. szám, 11-28. p. https://ojs.bibl.u-szeged.hu/index.php/jelenkori_tars-gazd_folyamatok/article/view/43892/43018. Letöltés időpontja: 2024.03.09
- Giuzio, M. – Lenoci, F. (2023): Corporate loans versus market-based finance: substitutes or complements? Financial Stability Review, May 2023, European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2023/html/ecb.fsrbox202305_06~_d859e24a8a.en.html. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Hakansson, N. (1999): The Role of a Corporate Bond Market in an Economy - and in Avoiding Crises. UC Berkeley: Research Program in Finance. <https://escholarship.org/uc/item/6sq4c6g0>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Hermann B. (2022): Kiürült az MNB pénzeszsákja: ezek a cégek vittek belőle. <https://www.economx.hu/magyar-vallalatok/nkp-program-vege-mnb-novekedesi-kotvenyprogram-kibocsatas-hitel-vallalat-finanszirozas.749206.html>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Hill, A. – Callsen, G. (2019): Time to act – ICMA’s 3rd study into the state and evolution of the European investment grade corporate bond secondary market. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Secondary-markets/Time-to-act-ICMAs-3rd-study-into-the-state-and-evolution-of-the-European-investment-grade-corporate-bond-secondary-market-040320.pdf>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Hiteltelen ember ne beszéljen hitelességről (2022). MNB Sajtóközlemények. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlemenyek/2022-evi-sajtokozlemenyek/hiteltelen-ember-ne-beszeljen-hitelessegrol>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Holm-Hadulla, F. – Musso, A. – Nicoletti, G. – Tujula, M. (2022): Firm debt financing structures and the transmission of shocks in the euro area ECB Economic Bulletin, Issue 4/2022. <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2022/html/ecb.ebart20220402~b35a8321b7.en.html>. Letöltés időpontja: 2024.02.12.
- Improving European corporate bond markets (2017). Report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds, November 2017. https://finance.ec.europa.eu/system/files/2017-11/171120-corporate-bonds-report_en.pdf. Letöltés időpontja: 2023.12.30.

- K. Kiss G. (2023): Kutyaszorítóba kerültek Matolcsyék, újabb nyomást helyezhet az EU az országra <https://24.hu/fn/gazdasag/2023/07/06/mnb-magyar-nemzeti-bank-jegybank-inflacio-nhp-ekb-suranyi-gyorgy-rona-peter-veszteseg-monetaris-politika/>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Kadlót T. (2022): Az utolsó jegybanki milliárdokra is lecsaptak a cégek. <https://www.vg.hu/penz-es-tokepiac/2022/05/az-utolso-jegybanki-milliardokra-is-lecsaptak-a-cegek>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Király J. (2023): Mi jön az andalító tízes évek után? *Külgazdaság*, 67. évfolyam, 2023/1-2, p.84-97. https://kulgazdasag.eu/api/uploads/K11_Kiraly_SZ_c1e6cd5f17.pdf. Letöltés: 2024. január 14.
- Klasnyik M. (2019): Tíz évre az adófizetők nyakába rakták a NER-nagyvállalatok kockázatát. <https://g7.hu/vallalat/20191206/tiz-evre-az-adofizetok-nyakaba-raktak-a-ner-nagyvallalatok-kockazatat/>. Letöltés időpontja: 2024. január 26.
- Kolozsi P. – Horváth G. (2020): Mennyit ér a likviditás? A magyar bankrendszer likviditáskeresleti függvényének becslése. *Közgazdasági Szemle*, LXVII. évf., 2020. február, 113–139. p.
- Lund, S. – Woetzel, J. – Windhagen, E. – Dobbs, R. – Goldshtein, D. (2018): Rising Corporate Debt. Peril or Promise? McKinsey Global Institute. <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/rising-corporate-debt-peril-or-promise?cid=eml-web>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Mann, Ph. (2016): The Corporate Sector Purchase Programme. <https://internationalbanker.com/banking/corporate-sector-purchase-programme/>. Letöltés időpontja: 2023.12.31.
- Matolcsy Gy. (2020): A versenyképesség, mint a fenntarthatóság meghatározó feltétele. *Pénzügyi Szemle Különszám 2020/2. szám*, 7-24. p. <https://journals.lib.uni-corvinus.hu/index.php/penzugyiszemle/article/view/1262>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- Matolcsy Gy. – Palotai D. (2019): Felzárkózási pályán Magyarország. *Hitelintézeti Szemle*, XVIII. évf., 3. szám, 5–28. p.
- McCauley, R. (2020): The Fed in the Corporate Bond Market in 2020. *Gegi Working Paper*, 2020/08. szám, 1-27. p. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3676193>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- Magyar Nemzeti Bank – Versenyképességi jelentés (2022). p1-140. <https://www.mnb.hu/letoltes/versenyke-pesse-gi-jelente-s-hun-2022-1114-2.pdf>. Letöltés időpontja: 2024. január 21.
- Mérő K. (2021): A fedezett kötvények minősítésének gyakorlata. *Gazdaság és pénzügy*. VIII. évfolyam, 3. szám, 325-348. p. https://real.mtak.hu/132916/1/325-348Mero_K.pdf. Letöltés ideje: 2024.03.09.
- Nagy Gy. – Bozzai R. – Tóth I. – Incze Zs. (2021): Zöld? Jelzáloglevél? Zöldjelzáloglevél! *Gazdaság és Pénzügy folyóirat*, VIII. évf., 1. sz. 2-25. p.
- Novák Zs. (2019): Monetáris politika. *Pénzügyi Műhelytanulmányok 7. rész*. Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar Pénzügyek tanszék, 2019. p. 1-55. https://www.researchgate.net/publication/334225291_Monetaris_politika. Letöltés időpontja: 2024. január 14.

- Papp Zs. (2022): Keményen veszteséges lett az MNB, és ez még csak a kezdet. https://nepszava.hu/3158759_mnb-veszteseg-2022-beszamolo-penz-politika. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Sárosi V. (2021): Rövid időn belül évtizedes hátrányt dolgozott le a magyar piac. <https://www.vg.hu/penz-es-tokepiac/2021/11/rovid-idon-belul-evtizedes-hatranyt-dolgozott-le-a-magyar-piac>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Secondary Market Practices Committee European Secondary Bond Market Data H12023. <https://www.icmagroup.org/assets/SMPC-European-Secondary-Bond-Market-Data-H1-2023-270923.pdf>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- Surányi Gy. (2021): Látszat és valóság. <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20211118/suranyi-gyorgy-latszat-es-valosag-511168>. Letöltés időpontja: 2024. január 14.
- Surányi Gy. (2024): Miért döntött rekordot a magyarországi infláció, az államháztartás hiánya és kamatkiadása? <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20240122/suranyi-gyorgy-miert-dontott-rekordot-a-magyarorszagi-inflacio-az-allamhaztartas-hianya-es-kamatkiadasa-663739>. Letöltés időpontja: 2024. január 30.
- Szalay Zs. - Novák Zs. - Szathmáry G. (2022): Váltóalapú likviditásteremtés. Közgazdasági Szemle, LXIX. évf. 9. szám. 1031-1047. p. <http://real.mtak.hu/148507/>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- Szalay Zs. – Vértesy L. – Novák Zs. (2020): A kis- és középvállalkozási szektor erősítése váltóra váltással. Pénzügyi Szemle 2020/3. szám. 413-429. p. <https://journals.lib.uni-corvinus.hu/index.php/penzugyiszemle/article/view/1280>. Letöltés időpontja: 2023.10.01.
- Széles Zs. – Bakonyi A. (2023): A fenntarthatóság érvényesülése a hazai kötvénypiacon. E-conom, 2023. XII/1. szám, 110-122. p. http://econom.uni-sopron.hu/images/2023_1/09_Baranyi-Szeles_XIII.pdf. Letöltés időpontja: 2024.03.09.

Táblázatok és ábrák jegyzéke

Táblázatjegyzék:

- 1. táblázat:** Kintlévőségek az EKB eszközvásárlási programjában, 2023. december 31-i előzetes adatok alapján. (Forrás: saját szerkesztés, ECB: *Asset purchase programme (2024) alapján.*) 32. oldal
- 2. táblázat:** A Növekedési Kötvényprogram legfontosabb feltételei és keretrendszere. (Forrás: saját szerkesztés, MNB: *Növekedési Kötvényprogram (2019) alapján.*) 46. oldal
- 3. táblázat:** Vállalati kötvényforgalom nagyságrendje 2022-ben és 2023-ban. (Forrás: saját szerkesztés, a *Budapesti Értéktőzsde adatai (2024) alapján.*) 54. oldal
- 4. táblázat:** Értékpapírok állománya és állományváltozásának összetevői, piaci értéken (milliárd Ft), 2023. október 31. (Forrás: MNB (*Rezidensek által kibocsátott értékpapírok állománya és tulajdonosi megoszlása, 2023. október.*)) 55. oldal
- 5. táblázat:** A visegrádi országok vállalatikötvény-piacának szerkezeti változásai az NKP elindítása óta eltelt időszakban (2019-2022.). (Forrás: *Halász – Mórotz (2023).*) 57. oldal
- 6. táblázat:** Mérlegadatok változása az előző évek bázisán, illetve 2018-hoz viszonyítva a 2022. évi adatok. (Forrás: saját szerkesztés, *Opten adatok alapján.*) 63. oldal
- 7. táblázat:** Pénzintézeti adósságok megoszlása az NKP-ban résztvevő cégek esetén kibocsátáskor, illetve 2022-ben. (Forrás: saját szerkesztés, *Opten adatok alapján.*) 65. oldal
- 8. táblázat:** Az árbevétel és az eredménykategóriák alakulása az NKP-ban résztvevő cégek esetén 2018-2022. évek között. (Forrás: saját szerkesztés, *Opten adatok alapján.*) 67. oldal
- 9. táblázat:** Hitelminősítési térkép a kibocsátáskori és az aktuális hitelminősítői besorolás alapján (S&P módszertana alapján). (Forrás: saját szerkesztés, a *Scope Ratings, BCRA, Moody's, Fitch, S&P hitelminősítők honlapja alapján.*) 70. oldal

Ábrajegyzék:

- 1. ábra:** Pénzáramlás a gazdaságban. (Forrás: *Vértesy (2020).*) 13. oldal
- 2. ábra:** Vállalati forrástérkép. (Forrás: *Bélyácz–Pintér (2023).*) 14. oldal
- 3. ábra:** A kötvényfinanszírozás legfontosabb előnyei. (Forrás: saját szerkesztés.) 16. oldal
- 4. ábra:** A kötvényekhez kapcsolódó kockázatok. (Forrás: saját szerkesztés.) 17. oldal
- 5. ábra:** A vállalati kötvénykibocsátás főbb lépései a Növekedési Kötvényprogram során. (Forrás: *Bókay – Gerlaki (2019).*) 19. oldal
- 6. ábra:** A nem pénzügyi vállalatok adósság-jellegű finanszírozásának megoszlása, 2018. 2. negyedév. (Forrás: MNB: *A NKP elindításának jegybanki szempontjai... (2019).*) 21. oldal
- 7. ábra:** A vállalatikötvény-állomány GDP-arányos alakulása a világ vezető gazdaságaiban. Megjegyzés: GDP-adatok: 2019. év, kötvényállomány: 2020. év. (Forrás: *BIS, OECD, Eurostat adatok alapján Bécsi-Bognár-Lóga (2021).*) 23. oldal

- 8. ábra:** Az EU-tagállamok nem pénzügyi vállalati kötvényállományának GDP-arányos mérete (2020). (Forrás: Eurostat alapján Bécsi-Bognár-Lóga (2021).) 24. oldal
- 9. ábra:** Az eurozóna nem pénzügyi vállalatának forrásbevonása 2014-2017. évek között. (Forrás: MNB: A NKP elindításának jegybanki szempontjai... (2019).) 25. oldal
- 10. ábra:** A globális kötvénypiac alakulása 2007-2020. között devizanem szerinti bontásban, ezer milliárd dollárban. (Forrás: Dealogic, IOSCO alapján Corporate Bond Markets – Drivers of Liquidity During COVID-19... - Discussion paper (2022).) 26. oldal
- 11. ábra:** A vállalati kötvények hitelminősítésének megoszlása a globális piacon (2000-2019). (Forrás: OECD Capital Market Series, Thomson Reuters Eikon (Bécsi-Bognár-Lóga (2021)).) 27. oldal
- 12. ábra:** Az Európai Központi Bank eszközvásárlási programjainak teljesítménye 2015-2023. között, milliárd euroban. (Forrás: European Central Bank, Asset Purchase Programme (2024)) 31. oldal
- 13. ábra:** Az Európai Központi Bank nettó eszközvásárlásai, milliárd EUR-ban (2014-2021). (Forrás: Benigno et al (2022).) 32. oldal
- 14. ábra:** Az eurozóna nem pénzügyi vállalatának kötvénykibocsátása (2012-2018). (Forrás: MNB: A NKP elindításának jegybanki szempontjai... (2019).) 33. oldal
- 15. ábra:** Az EKB vállalati kötvényvásárlásainak kumulatív alakulása 2016. június-2019. augusztus között. (Forrás: Hill – Callsen (2019).) 35. oldal
- 16. ábra:** A Bank of England által végrehajtott kötvényvásárlási program alakulása 2016-2021. között, milliárd fontban. (Forrás: Bank of England - Options for greening the Bank of England's Corporate Bond Purchase Scheme (2021).) 36. oldal
- 17. ábra:** A nem-pénzügyi vállalatok hiteleinek (sárga) és a vállalati adósságpapírok nettó kibocsátásának (kék) alakulása a 2007-2008-as válság (bal oldali ábra) és a pandémia idején (jobb oldali ábra) az euroövezetben (kumulált havi állományok, milliárd EUR-ban). (Forrás: ECB (Holm-Hadulla et al (2022)).) 38. oldal
- 18. ábra:** A vállalati és a kkv-szektor hitelállományának, a vállalati bruttó állóeszközök állományának, illetve a reál GDP éves növekedésének üteme (2008-2020). (Forrás: MNB adatok alapján Banai-Dancsik-Nagy (2023).) 40. oldal
- 19. ábra:** A magyar nem pénzügyi vállalatok kötvényállományának alakulása (2010-2018). (Forrás: MNB: A NKP elindításának jegybanki szempontjai... (2019).) 41. oldal
- 20. ábra:** A magyar nem pénzügyi vállalatok forrásai a GDP arányában (2000-2019). (Forrás: MNB-adatok alapján Bécsi-Bognár-Lóga (2021).) 41. oldal
- 21. ábra:** A Növekedési Kötvényprogram időbeli lefutása negyedévenként, milliárd Ft-ban. (Forrás: MNB alapján Kadlót (2022).) 50. oldal
- 22. ábra:** Az MNB kötvényvásárlásai az NKP keretében kibocsátó vállalatonként. (Forrás: MNB adatok alapján Bucsky (2023).) 50. oldal
- 23. ábra:** A V4 országok vállalati kötvénypiacának alakulása 2019-2021. között. (Forrás: Halász – Mórotz (2023).) 51. oldal

- 24. ábra:** Az NKP-kötvények hozama az állampapír referenciahozamhoz viszonyítva (2019-2022).
(*Forrás: MNB, Államadósságkezelő Központ adatai alapján Bucsky (2023).*) 53. oldal
- 25. ábra:** A Budapesti Értéktőzsdére bevezetett vállalati kötvények értéke és az NKP szerepe. *Forrás: MNB, Budapesti Értéktőzsde adatai alapján Bucsky (2023).* 54. oldal
- 26. ábra:** Ügyfélértékpapír-állomány eszközosztályonként 2017-2022. évek között. (*Forrás: Biztosítási, pénztári, tőkepiaci kockázati és fogyasztóvédelmi jelentés (2023).*) 56. oldal
- 27. ábra:** Az NKP cégei a legfontosabb pénzügyi mutatói az első kibocsátáskor és az aktuálisan (2022. év) elérhető pénzügyi adatok alapján. (*Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján*) 60. oldal
- 28. ábra:** Az NKP-ban résztvevők cégek mutató-megfelelőségének számossága a kibocsátáskori (balra) és az aktuális beszámoló időpontjában. (*Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján*) 61. oldal
- 29. ábra:** Az NKP-ban résztvevő cégek eszközösszetételének alakulása 2018-2022. között. (*Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján.*) 63. oldal
- 30. ábra:** Az NKP-ban résztvevő cégek forrásösszetételének alakulása 2018-2022. között. (*Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján.*) 64. oldal
- 31. ábra:** Az NKP-ban résztvevő cégek kötelezettség-szerkezetének alakulása 2018-2022. között. (*Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján.*) 65. oldal
- 32. ábra:** A pénzügyi adósságok összetétele terméktípus szerint az NKP-ban résztvevő cégek esetén a kibocsátások időpontjában, illetve 2022-ben. (*Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján.*) 66. oldal
- 33. ábra:** Az árbevétel, az EBITDA és az adózott eredmény alakulása az NKP-ban résztvevő cégek esetén 2018-2022. között, ezer milliárd forintban. (*Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján.*) 67. oldal
- 34. ábra:** Az EBITDA és az adózott eredmény alakulása az árbevételhez viszonyítva az NKP-ban résztvevő cégek esetén 2018-2022. között. (*Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján.*) 68. oldal
- 35. ábra:** A hitelminősítések százalékos eloszlása a kibocsátáshoz kapcsolódóan (felső ábra), illetve a 2024. február végi státusz szerint (alsó ábra). (*Forrás: saját szerkesztés, a Scope Ratings, BCRA, Moody's, Fitch, S&P hitelminősítők honlapja alapján.*) Mellékletben: 103. oldal
- 36. ábra:** A vizsgálat többváltozós lineáris regressziós modelljének értékelése (SPSS szoftver segítségével). (*Forrás: saját szerkesztés (2024).*) 73. oldal
- 37. ábra:** A vizsgálat többváltozós lineáris regressziós modelljének értékelése ANOVA módszerrel (SPSS szoftver segítségével). (*Forrás: saját szerkesztés.*) 74. oldal
- 38. ábra:** A vizsgálat többváltozós lineáris regressziós modelljének értékelése ANOVA módszerrel (SPSS szoftver segítségével). (*Forrás: saját szerkesztés.*) 75. oldal

Mellékletek

1. melléklet: A főbb hitelminősítők általános kockázati besorolási kategóriarendszere

(Forrás: Vigvári (2017).)

Besorolás	Moody's	Standard & Poor's	Fitch
Kockázatmentes befektetés	Aaa	AAA	AAA
Magas besorolású befektetés	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
Felső középosztályú befektetés	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
Közepes kockázatú	Baa1	BBB+	BBB3
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Spekulációs célú befektetőknek ajánlott	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
Fokozottan kockázatos	B1	B+	B3
	B2	B	B
	B3	B-	B-
Mérsékelten stabil	Caa1	CCC+	CCC
	Caa2	CCC	CC
	Caa3	CCC-	C
Erősen spekulációs célú befektetőknek ajánlott	Ca	R	DDD
	C	SD	DD
		D	D
Besorolás	Moody's	Standard & Poor's	Fitch
Kockázatmentes befektetés	Aaa	AAA	AAA
Magas besorolású befektetés	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
Felső középosztályú befektetés	A1	A+	A+

	A2	A	A
	A3	A-	A-
Közepes kockázatú	Baa1	BBB+	BBB3
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Spekulációs célú befektetőknek ajánlott	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
Fokozottan kockázatos	B1	B+	B3
	B2	B	B
	B3	B-	B-
Mérsékelten stabil	Caa1	CCC+	CCC
	Caa2	CCC	CC
	Caa3	CCC-	C
Erősen spekulációs célú befektetőknek ajánlott	Ca	R	DDD
	C	SD	DD
		D	D

2. melléklet: A Növekedési Kötvényprogramban résztvevő szervezetek

(Forrás: saját szerkesztés, MNB: Növekedési Kötvényprogram 2019. alapján)

Az NKP-program keretében résztvevő szervezetek
4iG Nyrt.
Abroncs Kereskedőház Kft.
Alteo Nyrt.
Appennin Holding Nyrt.
Aranyektár Kft.
AutoWallis Nyrt.
AXIÁL Kft.
B+N Referencia Zrt.
Baromfi-Coop Kft.
Bayer Construct Zrt.
Biggeorge Property Nyrt.
Bonafarm Csoport
Caola Zrt.
CLA Pig Kft.
Communication Technologies Kft.
Cordia International Zrt.
CPI Hungary Investments Kft.
Crown Holding Kft.
Daniella Kft.
Deltaplast Zrt.
Duna Aszfalt Zrt.
Duna House Holding Nyrt.
DVM Group Kft.
Éltex Kft.
ENSI Kft.
Envien Magyarország Kft.
Épkar Zrt.
Flextronics International Termelő és Szolgáltató Vámzabaderületi Kft.
Forrás Nyrt.
Futureal Development Holding Ingatlanforgalmazó Kft.
Global Refuse Holding Zrt.
GOPD Nyrt.
Greenergy Holding Vagyonkezelő Zrt.
GTC Magyarország Zrt.
GVC GROUP Zrt.
Hell Energy Kft.
Hunland Trade Kft.

Illés Holding Zrt.
Infogroup Holding Kft.
Inotal Zrt.
ITK Holding Zrt.
KÉSZ Holding Zrt.
Kometa 99 Zrt.
Kopaszi Gát Zrt.
Lexholding Zrt.
LP Portfolió Kft.
Magyar Telekom Nyrt.
Market Építő Zrt.
Marso Kft.
Masterplast Nyrt.
Mercedes-Benz Manufacturing Hungary Kft.
MET Hungary Solar Park Kft.
METAL HUNGÁRIA HOLDING Zrt.
MetMax Europe Zrt.
MOBILBOX Kft.
MOL Nyrt.
MOL Nyrt. KMRP Szervezet 2021-1
MOL Nyrt. KMRP Szervezet 2021-2
MVM Energetika Zrt.
Naturtex Kft.
Nestlé Hungária Kft.
Optimum Solar Zrt.
Opus Global Nyrt.
OPUS TIGÁZ Zrt.
OTP Munkavállalók I. KMRP Szervezet
OTP Munkavállalók II. KMRP Szervezet
Otthon Centrum Holding Kft.
Pannonia Bio Zrt.
Pannon-Work Zrt.
Pick Szeged Zrt.
PolSolar Kft.
Progress Étteremhálózat Kft.
Reneszánsz Kőfaragó Zrt.
Richter Gedeon Nyrt.
SkyGreen Buildings Kft.
Stavmat Építőanyag Kereskedelmi Zrt.
SUN GROUP Kft.
Sundell Estate Nyrt.
Szabó Fogaskerékgyártó Kft.
Szinorg Universal Zrt.

TEXTURA Zrt.
Trans-Sped Kft.
Tranzit-Food Kft.
Unix Autó Kft.
Vajda-Papír Kft.
VASÚTVILL Kft.
VÖRÖSKŐ Kft.
Wellis Magyarország Zrt.
Wingholding Zrt.
Zalaco Sütőipari Zrt.

3. melléklet: Az MNB által elfogadott hitelminősítők

(Forrás: *Tájékoztató a Növekedési Kötvényprogram feltételeiről (2022)*).

Az MNB az alábbi hitelminősítők kibocsátói, kibocsátási és kibocsátást garantáló minősítését fogadja el:
Moody's - Teljes fedezeti kör vonatkozásában
S&P - Teljes fedezeti kör vonatkozásában
Fitch - Teljes fedezeti kör vonatkozásában
Scope Ratings - Növekedési Kötvényprogram vonatkozásában
Scope Hamburg - Növekedési Kötvényprogram vonatkozásában
Japan Credit Rating Agency - Növekedési Kötvényprogram vonatkozásában
BCRA Credit Rating Agency - Növekedési Kötvényprogram vonatkozásában
DBRS Ratings - Növekedési Kötvényprogram vonatkozásában

4. melléklet: Pénzügyi mutatók megfelelése kibocsátáskor és aktuálisan (2024.02.29-én ismert utolsó lezárt beszámoló adatai). (Forrás: saját szerkesztés, Opten adatok alapján.)

Cégnév	KIBOCSÁTÁSKORI PÉNZÜGYI MUTATÓK				
	SAJÁT TŐKE (%)	LIKVIDITÁS (%)	PÉNZÜGYI ADÓSSÁGOK/ EBITDA (X)	KAMATFE-DEZETTSÉG (X)	MEGFELELÉS (x)
4IG Nyrt.	23	122	1	10+	4
ABRONCS Kft.	23	134	7	2	3
ALTEO Nyrt.	23	144	10+	3	3
APPENINN Nyrt.	23	933	6	7	4
ARANYNEKTÁR Kft.	23	2557	0+	10+	4
AUTOWALLIS Nyrt.	23	1796	0-	negatív	2
AXIÁL Kft.	23	132	2	10+	4
B+N REFERENCIA Zrt.	23	97	1	10+	3
BAROMFI-COOP Kft.	23	88	2	10+	3
BAYER CONSTRUCT Zrt.	23	209	5	10	4
BIGGEORGE Nyrt.	23	274	negatív	negatív	2
CAOLA Zrt.	23	1148	2	10+	4
CLA PIG Kft.	23	442	0+	10+	4
COMM. TECHNOLOGIES Kft.	23	419	0+	10+	4
CORDIA Zrt.	23	535	0-	negatív	2
CPI Kft.	23	424	0+	2	4
CROWN Kft.	23	176	0-	negatív	2
DANIELLA Kft.	23	129	2	10+	4
DELTAPLAST Zrt.	23	20	1	10+	3
DUNA ASZFALT Zrt.	23	93	0	10+	3
DUNA HOUSE Nyrt.	23	437	negatív	negatív	2
DVM Kft.	23	102	1	10+	4
ÉLTEX Kft.	23	105	1	10+	4
ENSI Kft.	23	151	0+	10+	4
ENVIEN Kft.	23	343	0+	10+	4
ÉPKAR Zrt.	23	232	0+	10+	4
FLEXTRONICS Kft.	17	107	0+	9	3
FORRÁS Nyrt.	23	829	10+	1	2
FUTUREAL Kft.	23	72	0-	negatív	1
GLOBAL REFUSE Zrt.	1	4	negatív	negatív	0
GOPD Nyrt.	23	3	negatív	negatív	1
GREENERGY Zrt.	8	53	0-	negatív	0
GTC Zrt.	23	6417	0-	negatív	2
GVC Zrt.	23	112	0-	negatív	2
HELL Kft.	23	174	2	10+	4

HUNLAND Zrt.	23	136	6	9	4
ILLÉS Zrt.	23	159	2	10+	4
INFOGROUP Kft.	23	96	0-	negatív	1
INOTAL Zrt.	23	74	6	7	3
ITK Zrt.	14	17	negatív	negatív	0
KÉSZ Zrt.	23	130	negatív	negatív	2
KOMETA Zrt.	23	64	3	8	3
KOPASZI Zrt.	23	110	negatív	negatív	2
LEXHOLDING Zrt.	23	206	0-	negatív	2
LP PORTFOLIÓ Kft.	23	284	0-	negatív	2
MAGYAR TELEKOM Nyrt.	23	66	negatív	negatív	1
MARKET ÉPÍTŐ Zrt.	23	144	0+	10+	4
MARSO Kft.	23	200	1	10+	4
MASTERPLAST Nyrt.	23	65	0-	negatív	1
MERCEDES Kft.	23	66	2	10+	3
MET HUNGARY Kft.	17	188	6	3	3
METAL HUNGÁRIA Zrt.	23	220	1	10+	4
METMAX Zrt.	23	330	0+	10+	4
MOBILBOX Kft.	23	504	0+	10+	4
MOL Nyrt.	23	139	2	10+	4
MVM ENERGETIKA Zrt.	54	104	negatív	negatív	2
NATURTEX Kft.	56	246	1	10+	4
NESTLÉ Kft.	8	76	4	10+	2
OPTIMUM SOLAR Zrt.	17	114	1	10+	3
OPUS GLOBAL Nyrt.	84	529	negatív	negatív	2
OPUS TIGÁZ Zrt.	40	141	0+	8	4
OTTHON CENTRUM Kft.	91	750	10+	2	3
PANNONIA BIO Zrt.	40	84	1	10+	3
PANNON-WORK Zrt.	31	131	5	10+	4
PICK Zrt.	72	206	0+	10+	4
POLSOLAR Kft.	52	161536	0-	negatív	2
PROGRESS Kft.	81	158	0+	2	4
RENEZÁNSZ KŐFARAGÓ Zrt.	50	121	3	10+	4
RICHTER Nyrt.	91	601	0+	10+	4
SKYGREEN Kft.	65	250	8	3	3
STAVMAT Zrt.	69	221	0+	2	4
SUN GROUP Kft.	60	32	3	10+	3
SUNDELL Nyrt.	29	113	1	10+	4
SZABÓ FOGASKERÉK Kft.	67	338	1	10+	4
SZINORG Zrt.	99	5546	0-	negatív	2

TEXTURA Zrt.	38	70	10+	10+	2
TRANS-SPED Kft.	26	114	3	10+	4
TRANZIT-FOOD Kft.	44	253	7	10+	3
UNIX Kft.	46	154	2	10+	4
VAJDA-PAPÍR Kft.	18	121	10+	5	2
VASÚTVILL Kft.	29	154	0+	10+	4
VÖRÖSKŐ Kft.	28	130	0+	10+	4
WELLIS Zrt.	40	97	1	10+	3
WINGHOLDING Zrt.	32	159	10+	0+	2
ZALACO Zrt.	37	73	3	10+	3

Cégnév	AKTUÁLIS PÉNZÜGYI ADATOK				
	SAJÁT TŐKE (%)	LIKVIDITÁS (%)	PÉNZÜGYI ADÓSSÁGOK/EBITDA (X)	KAMATFE-DEZETTÉSÉG (X)	MEGFELÉLÉS (x)
4IG Nyrt.	31	156	negatív	negatív	2
ABRONCS Kft.	20	150	2	10+	4
ALTEO Nyrt.	48	262	10+	10+	3
APPENINN Nyrt.	47	1727	10+	2	3
ARANYNEKTÁR Kft.	72	6573	negatív	negatív	2
AUTOWALLIS Nyrt.	76	451	negatív	negatív	2
AXIÁL Kft.	46	200	1	10	4
B+N REFERENCIA Zrt.	26	141	3	10	4
BAROMFI-COOP Kft.	22	218	7	5	3
BAYER CONSTRUCT Zrt.	21	96	5	4	3
BIGGEORGE Nyrt.	74	2096	negatív	negatív	2
CAOLA Zrt.	3	956	negatív	negatív	1
CLA PIG Kft.	63	504	6	4	4
COMM. TECHNOLOGIES Kft.	12	735	10+	1	1
CORDIA Zrt.	56	9745	negatív	0-	2
CPI Kft.	32	1918	10+	1	2
CROWN Kft.	56	89	negatív	0-	1
DANIELLA Kft.	29	178	1	10+	4
DELTAPLAST Zrt.	44	528	4	6	4
DUNA ASZFALT Zrt.	33	195	10+	5	3
DUNA HOUSE Nyrt.	20	2829	negatív	negatív	2
DVM Kft.	22	272	6	5	4
ÉLTEX Kft.	50	160	1	10+	4
ENSI Kft.	33	308	4	5	4
ENVIEN Kft.	15	127	4	9	3
ÉPKAR Zrt.	37	302	3	10+	4
FLEXTRONICS Kft.	22	116	6	2	4

FORRÁS Nyrt.	39	233	negatív	0-	2
FUTUREAL Kft.	31	25893	negatív	0-	2
GLOBAL REFUSE Zrt.	25	331	negatív	0-	2
GOPD Nyrt.	63	115	10+	1	2
GREENERGY Zrt.	9	446	10+	0-	1
GTC Zrt.	15	610	negatív	0-	1
GVC Zrt.	17	182	3	10+	3
HELL Kft.	26	425	10+	4	3
HUNLAND Zrt.	35	334	10+	8	3
ILLÉS Zrt.	33	364	10+	0+	2
INFOGROUP Kft.	35	70	negatív	0-	1
INOTAL Zrt.	46	123	2	10+	4
ITK Zrt.	7	165	negatív	negatív	1
KÉSZ Zrt.	27	243	negatív	negatív	2
KOMETA Zrt.	36	202	6	3	4
KOPASZI Zrt.	34	134	negatív	negatív	2
LEXHOLDING Zrt.	64	3309	10+	10+	3
LP PORTFOLIÓ Kft.	46	15999	negatív	negatív	2
MAGYAR TELEKOM Nyrt.	49	63	negatív	negatív	1
MARKET ÉPÍTŐ Zrt.	29	167	1	10+	4
MARSO Kft.	35	173	2	0+	3
MASTERPLAST Nyrt.	32	253	10+	10+	3
MERCEDES Kft.	36	69	1	6	3
MET HUNGARY Kft.	3	4	10+	10+	1
METAL HUNGÁRIA Zrt.	43	283	1	5	4
METMAX Zrt.	46	243	6	0+	3
MOBILBOX Kft.	68	898	1	10+	4
MOL Nyrt.	50	73	10+	5	2
MVM ENERGETIKA Zrt.	26	130	10+	0+	2
NATURTEX Kft.	48	294	2	10+	4
NESTLÉ Kft.	4	93	7	5	1
OPTIMUM SOLAR Zrt.	28	60	10+	2	2
OPUS GLOBAL Nyrt.	73	779	negatív	0-	2
OPUS TIGÁZ Zrt.	41	213	3	8	4
OTTHON CENTRUM Kft.	47	5687	negatív	negatív	2
PANNONIA BIO Zrt.	25	125	5	10+	4
PANNON-WORK Zrt.	18	140	10+	2	2
PICK Zrt.	57	565	10+	10+	3
POLSOLAR Kft.	1	38327	negatív	0-	1
PROGRESS Kft.	42	195	4	8	4

RENEZÁNSZ KŐFARAGÓ Zrt.	71	592	6	5	4
RICHTER Nyrt.	84	430	0+	10+	4
SKYGREEN Kft.	52	94	10+	3	2
STAVMAT Zrt.	55	219	2	10+	4
SUN GROUP Kft.	18	182	10+	1	1
SUNDELL Nyrt.	43	202	6	10+	4
SZABÓ FOGASKERÉK Kft.	31	365	5	10+	4
SZINORG Zrt.	70	2523	negatív	negatív	2
TEXTURA Zrt.	22	1478	10+	1	2
TRANS-SPED Kft.	29	116	5	5	4
TRANZIT-FOOD Kft.	51	259	2	10+	4
UNIX Kft.	59	306	2	10	4
VAJDA-PAPÍR Kft.	4	124	negatív	negatív	1
VASÚTVILL Kft.	39	367	10+	2	3
VÖRÖSKŐ Kft.	27	169	2	9	4
WELLIS Zrt.	16	116	10+	10+	2
WINGHOLDING Zrt.	14	344	10+	2	2
ZALACO Zrt.	38	183	2	10+	4

5. melléklet: Hitelminősítések kibocsátáskor és aktuálisan (2024.02.29.)*(Forrás: saját szerkesztés, hitelminősítő cégek adatai alapján).*

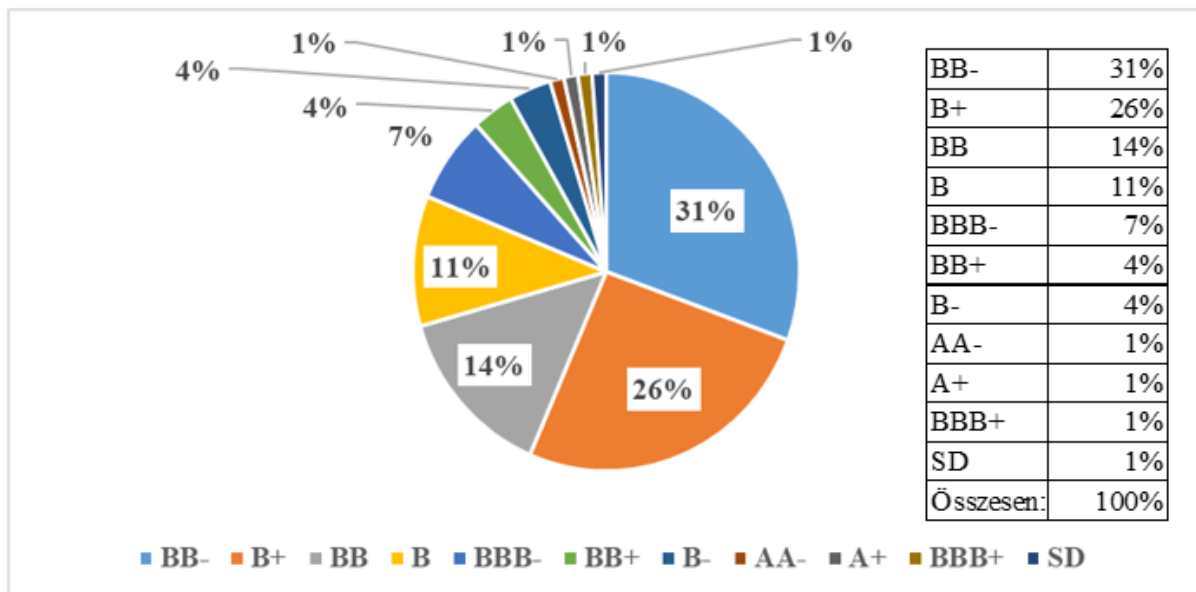
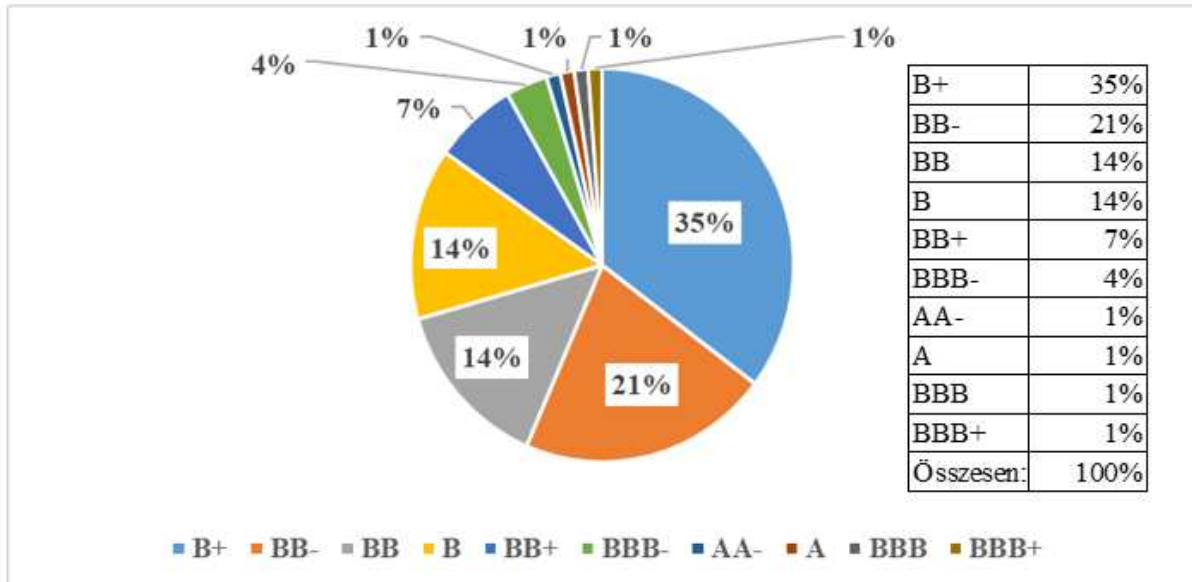
Ügyfőnév	Hitelminősítés - kibocsátáskor	Hitelminősítés - aktuális
4IG Nyrt.	B+	BB-
ABRONCS Kft.	BB	BB-
ALTEO Nyrt.	BB+	BBB-
APPENINN Nyrt.	BB+	BB+
ARANYNEKTÁR Kft.	B	B
AUTOWALLIS Nyrt.	B+	B+
AXIÁL Kft.	BB-	BB
B+N REFERENCIA Zrt.	BB-	BB-
BAROMFI-COOP Kft.	B+	B+
BAYER CONSTRUCT Zrt.	B+	B+
BIGGEORGE Nyrt.	B+	BB
CAOLA Zrt.	BB-	BB-
CLA PIG Kft.	B	B+
COMM. TECHNOLOGIES Kft.	B+	B+
CORDIA Zrt.	BB	BB-
CPI Kft.	BBB	BBB-
CROWN Kft.	BB-	BB-
DANIELLA Kft.	B	B+
DELTAPLAST Zrt.	BB+	BB+
DUNA ASZFALT Zrt.	BB-	BB-
DUNA HOUSE Nyrt.	BB-	BB-
DVM Kft.	B	B
ÉLTEX Kft.	B+	BB-
ENSI Kft.	B+	B+
ENVIEN Kft.	BB	BB
ÉPKAR Zrt.	BB-	BB-
FLEXTRONICS Kft.	BB-	BB-
FORRÁS Nyrt.	B+	B+
FUTUREAL Kft.	BB	BB-
GLOBAL REFUSE Zrt.	B+	BB-
GOPD Nyrt.	B	B
GREENERGY Zrt.	B+	BB
GTC Zrt.	BBB-	BBB-
GVC Zrt.	BB	BB-
HELL Kft.	BB	B+
HUNLAND Zrt.	B+	BB-
ILLÉS Zrt.	B+	BB-
INFOGROUP Kft.	BB-	BB-

INOTAL Zrt.	B+	B+
ITK Zrt.	BB-	BB-
KÉSZ Zrt.	BB	BB-
KOMETA Zrt.	B+	B+
KOPASZI Zrt.	B+	B+
LEXHOLDING Zrt.	B+	B+
LP PORTFOLIÓ Kft.	B+	B+
MAGYAR TELEKOM Nyrt.	BBB+	BBB+
MARKET ÉPÍTŐ Zrt.	BB-	BB-
MARSO Kft.	BB-	BB-
MASTERPLAST Nyrt.	B+	B+
MERCEDES Kft.	A	A+
MET HUNGARY Kft.	B+	BB-
METAL HUNGÁRIA Zrt.	B	B+
METMAX Zrt.	B+	B
MOBILBOX Kft.	BB	BB
MOL Nyrt.	BBB-	BBB-
MVM ENERGETIKA Zrt.	BBB-	BBB-
NATURTEX Kft.	B+	B+
NESTLÉ Kft.	AA-	AA-
OPTIMUM SOLAR Zrt.	B+	SD
OPUS GLOBAL Nyrt.	BB	BB
OPUS TIGÁZ Zrt.	BB+	BBB-
OTTHON CENTRUM Kft.	BB-	BB-
PANNONIA BIO Zrt.	BB+	BB
PANNON-WORK Zrt.	B	B+
PICK Zrt.	BB-	BB-
POLSOLAR Kft.	B+	BB
PROGRESS Kft.	BB-	BB
RENEZÁNSZ KŐFARAGÓ Zrt.	B	B
RICHTER Nyrt.	BB+	BB+
SKYGREEN Kft.	B+	BB
STAVMAT Zrt.	B+	B+
SUN GROUP Kft.	B	B
SUNDELL Nyrt.	B+	BB-
SZABÓ FOGASKERÉK Kft.	B	B
SZINORG Zrt.	B	B
TEXTURA Zrt.	B	B-
TRANS-SPED Kft.	B+	B+
TRANZIT-FOOD Kft.	BB	BB-
UNIX Kft.	BB-	BB
VAJDA-PAPÍR Kft.	B+	B
VASÚTVILL Kft.	BB-	B-
VÖRÖSKŐ Kft.	BB	BB
WELLIS Zrt.	BB-	B-

WINGHOLDING Zrt.	BB	B+
ZALACO Zrt.	B+	B+

6. melléklet: 35. ábra: A hitelminősítések százalékos eloszlása a kibocsátáshoz kapcsolódóan (felső ábra), illetve a 2024. február végi státusz szerint (alsó ábra).

(Forrás: saját szerkesztés, a Scope Ratings, BCRA, Moody's, Fitch, S&P hitelminősítők honlapja alapján.)



7. melléklet: A többváltozós lineáris regresszióhoz felhasznált adatok

(Forrás: saját szerkesztés, Budapesti Értéktőzsde és Opten adatok alapján.)

		A KIBOCSÁTÁS IDŐPONTJÁBAN ISMERT UTOLSÓ LEZÁRT ÉV BESZÁMOLÓJÁNAK PÉNZÜGYI ADATAI		
CÉGNÉV	BESZÁMOLÓ ÉVE	KÖTVÉNY NÉVÉRTÉK (M Ft)	MÉRLEG- FŐÖSSZEG (M Ft)	ADÓZOTT EREDMÉNY (M Ft)
4IG Nyrt.	2019	15 450	24 184	3 049
4IG Nyrt.	2020	370 750	35 275	3 160
ABRONCS Kft.	2019	3 500	11 047	79
ALTEO Nyrt.	2018	8 600	13 627	577
ALTEO Nyrt.	2019	3 800	25 010	175
APPENINN Nyrt.	2019	20 000	41 340	1 661
ARANYNEKTÁR Kft.	2018	1 000	2 453	35
AUTOWALLIS Nyrt.	2019	3 000	16 488	720
AUTOWALLIS Nyrt.	2020	6 000	24 274	911
AXIÁL	2019	15 000	54 570	3 111
B+N REFERENCIA Zrt.	2018	10 000	12 401	2 748
B+N REFERENCIA Zrt.	2020	12 000	50 864	5 710
BAROMFI-COOP Kft.	2018	28 500	31 597	2 991
BAROMFI-COOP Kft.	2020	23 000	64 539	2 618
BAYER CONSTRUCT Zrt.	2020	30 100	52 941	5 069
BIGGEORGE Nyrt.	2020	7 000	9 037	833
CAOLA Zrt.	2020	7 500	3 543	45
CLA PIG Kft.	2020	3 250	9 660	1 685
COMM. TECHNOLOGIES Kft.	2020	2 000	1 911	417
CORDIA Zrt.	2018	44 000	21 076	149
CORDIA Zrt.	2019	40 000	99 185	21 076
CPI Kft.	2019	30 000	10 595	393
CROWN Kft.	2020	11 200	23 452	514
DANIELLA Kft.	2019	3 500	6 761	849
DELTAPLAST Zrt.	2020	3 300	6 022	368
DUNA ASZFALT Zrt.	2018	30 000	146 835	18 559
DUNA HOUSE Nyrt.	2019	6 600	6 574	1 505
DUNA HOUSE Nyrt.	2020	6 000	12 288	1 007
DVM Kft.	2019	8 000	4 897	857
ÉLTEX Kft.	2019	2 450	6 427	422
ENSI Kft.	2020	5 500	6 884	1 854
ENVIEN Kft.	2020	5 000	2 573	1 441
ÉPKAR Zrt.	2019	11 000	17 886	2 877
FLEXTRONICS Kft.	2020	50 000	539 017	8 567
FORRÁS Nyrt.	2019	20 000	20 026	414

FUTUREAL Kft.	2019	50 000	97 484	24 259
FLEXTRONICS Kft.	2020	8 050	45 640	444
GLOBAL REFUSE Zrt.	2020	3 500	1 006	1 171
GOPD Nyrt.	2020	5 500	8 077	671
GREENERGY Zrt.	2020	5 700	1 960	- 215
GTC Zrt.	2019	57 600	71 905	- 256
GVC Zrt.	2019	7 000	1 708	108
HELL Kft.	2018	28 500	43 968	5 350
HELL Kft.	2020	67 000	89 853	6 974
HUNLAND Zrt.	2020	24 200	45 557	772
ILLÉS Zrt.	2020	6 000	7 238	636
INFOGROUP Kft.	2019	4 500	1 989	128
INOTAL Zrt.	2019	6 000	24 806	126
ITK Zrt.	2020	20 000	11 437	10
KÉSZ Zrt.	2020	33 000	32 974	2 497
KOMETA Zrt.	2020	12 000	30 020	886
KOPASZI Zrt.	2020	34 450	49 248	- 106
LEXHOLDING Zrt.	2019	15 000	27 809	1 024
LP PORTFOLIÓ Kft.	2019	1 100	3 469	658
INOTAL Zrt.	2020	1 800	7 132	689
MAGYAR TELEKOM Nyrt.	2019	70 000	1 132 657	39 333
MARKET ÉPÍTŐ Zrt.	2018	20 000	56 298	6 818
MAGYAR TELEKOM Nyrt.	2019	22 000	109 589	7 102
MARSO Kft.	2018	3 600	11 247	689
MASTERPLAST Nyrt.	2018	6 000	7 178	- 540
MASTERPLAST Nyrt.	2019	6 000	14 141	- 1
MASTERPLAST Nyrt.	2020	9 000	28 611	365
MERCEDES Kft.	2018	40 000	469 604	28 785
MET HUNGARY Kft.	2020	64 800	7 874	226
METAL HUNGÁRIA Zrt.	2019	8 000	17 668	2 687
MERCEDES Kft.	2020	6 500	29 209	2 549
METMAX	2019	5 000	5 543	783
METMAX Zrt.	2020	3 300	10 799	2 271
MOBILBOX Kft.	2018	28 400	2 972 835	301 417
MOL Nyrt.	2019	72 100	3 385 938	151 013
MVM ENERGETIKA Zrt.	2020	55 000	1 751 158	54 722
NATURTEX Kft.	2019	2 800	7 807	864
NESTLÉ Kft.	2020	115 000	94 732	1 812
OPTIMUM SOLAR Zrt.	2018	6 000	8 136	866
OPUS GLOBAL Nyrt.	2019	28 600	227 927	7 921
OPUS GLOBAL Nyrt.	2020	39 000	228 526	6 966
OPUS TIGÁZ Zrt.	2020	50 000	130 969	4 896

OTTHON CENTRUM Kft.	2020	2 900	2 195	384
PANNONIA BIO Zrt.	2018	15 000	71 973	12 041
PANNON-WORK Zrt.	2019	3 480	3 182	472
PICK Zrt.	2018	27 000	37 601	4 971
POLSOLAR Kft.	2020	70 700	4 957	1 140
PROGRESS Kft.	2019	33 000	19 016	5 556
RENEZÁNSZ KŐFARAGÓ Zrt.	2019	2 400	6 318	183
RICHTER Nyrt.	2020	70 000	869 910	93 217
SKYGREEN Kft.	2019	7 000	58 444	351
STAVMAT Zrt.	2020	5 000	15 011	1 632
SUN GROUP Kft.	2020	15 400	5 480	332
SUNDELL Nyrt.	2019	11 000	34 527	1 993
SUNDELL Nyrt.	2020	5 000	41 744	36
SZABÓ FOGASKERÉK Kft.	2020	1 500	2 184	584
SZINORG Zrt.	2019	5 000	9 022	1 249
TEXTURA Zrt.	2020	5 000	6 141	208
TRANS-SPED Kft.	2018	5 000	11 205	209
TRANZIT-FOOD Kft.	2020	9 200	32 302	1 717
UNIX Kft.	2018	12 000	51 678	3 056
VAJDA-PAPÍR Kft.	2019	21 100	15 652	- 131
VASÚTVILL Kft.	2019	3 000	16 877	2 211
VÖRÖSKŐ Kft.	2020	7 000	24 803	747
WELLIS Zrt.	2019	9 900	7 805	883
WINGHOLDING Zrt.	2018	54 700	61 700	2 057
WINGHOLDING Zrt.	2020	34 300	153 458	- 1 262
ZALACO Zrt.	2019	4 400	9 411	653

8. melléklet: SPSS szoftver output értékelése - többváltozós lineáris regresszió.

(Forrás: saját szerkesztés.)

Explore		
Notes		
Output Created		05-MAR-2024 18:09:39
Comments		
Input	Active Dataset	DataSet1
	Filter	<none>
	Weight	<none>
	Split File	<none>
	N of Rows in Working Data File	103
Missing Value Handling	Definition of Missing	User-defined missing values for dependent variables are treated as missing.
	Cases Used	Statistics are based on cases with no missing values for any dependent variable or factor used.
Syntax	EXAMINE VARIABLES=BOND ASSETS PAT /PLOT BOXPLOT STEMLEAF HISTOGRAM /COMPARE GROUPS /STATISTICS DESCRIPTIVES /CINTERVAL 95 /MISSING LISTWISE /NOTOTAL.	
Resources	Processor Time	00:00:00,58
	Elapsed Time	00:00:00,55

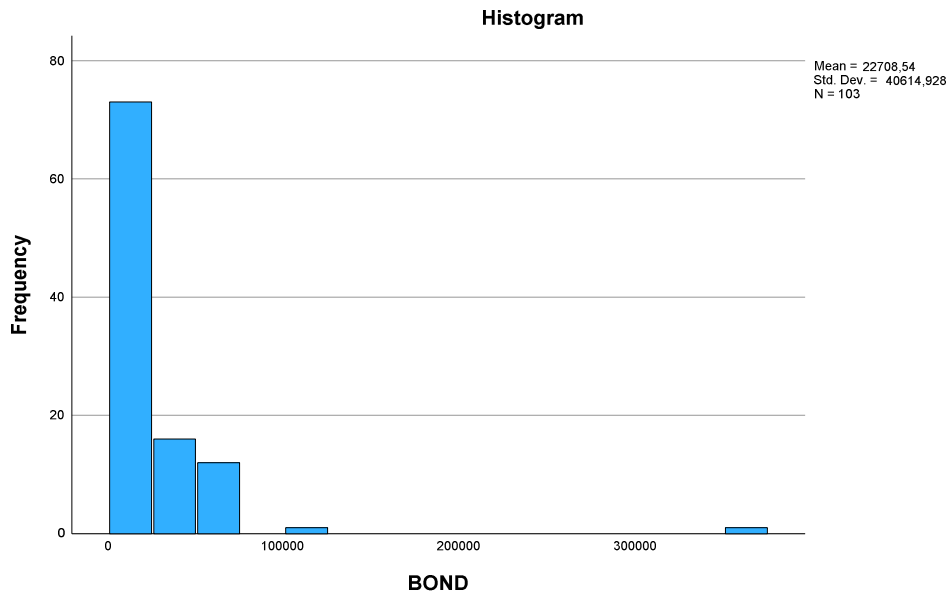
Case Processing Summary

	Valid		Cases Missing		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
BOND	103	100,0%	0	0,0%	103	100,0%
ASSETS	103	100,0%	0	0,0%	103	100,0%
PAT	103	100,0%	0	0,0%	103	100,0%

Descriptives

		Statistic	Std. Error
BOND	Mean	22708,54	4001,908
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	14770,78
		Upper Bound	30646,31
	5% Trimmed Mean	17499,14	
	Median	9200,00	
	Variance	1649572410,603	

	Std. Deviation		40614,928	
	Minimum		1000	
	Maximum		370750	
	Range		369750	
	Interquartile Range		23600	
	Skewness		6,482	,238
	Kurtosis		53,409	,472
ASSETS	Mean		138830,88	48010,695
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	43601,90	
		Upper Bound	234059,87	
	5% Trimmed Mean		44199,88	
	Median		19016,00	
	Variance		237417765941,437	
	Std. Deviation		487255,340	
	Minimum		1006	
	Maximum		3385938	
	Range		3384932	
	Interquartile Range		44440	
	Skewness		5,403	,238
	Kurtosis		30,806	,472
PAT	Mean		8721,41	3408,449
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	1960,77	
		Upper Bound	15482,05	
	5% Trimmed Mean		2769,20	
	Median		886,00	
	Variance		1196604930,009	
	Std. Deviation		34591,978	
	Minimum		-1262	
	Maximum		301417	
	Range		302679	
	Interquartile Range		2665	
	Skewness		6,923	,238
	Kurtosis		53,598	,472

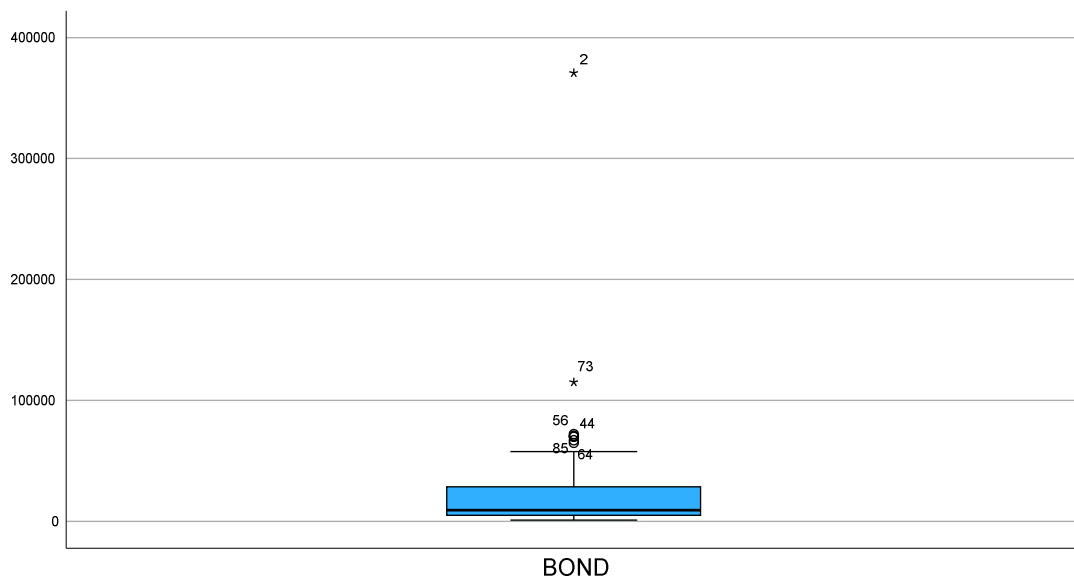


BOND Stem-and-Leaf Plot

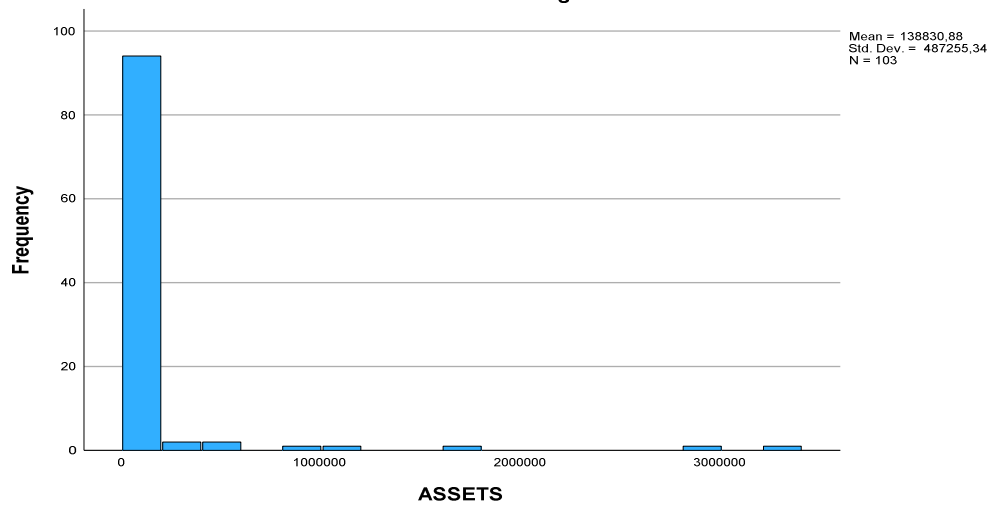
Frequency	Stem & Leaf
22,00	0 . 1111222223333333333344
31,00	0 . 5555555555666666666777778888999
7,00	1 . 0111222
5,00	1 . 55555
8,00	2 . 00001234
5,00	2 . 78888
7,00	3 . 0003344
1,00	3 . 9
3,00	4 . 004
,00	4 .
4,00	5 . 0004
2,00	5 . 57
8,00	Extremes (>=64800)

Stem width: 10000

Each leaf: 1 case(s)



ASSETS Histogram

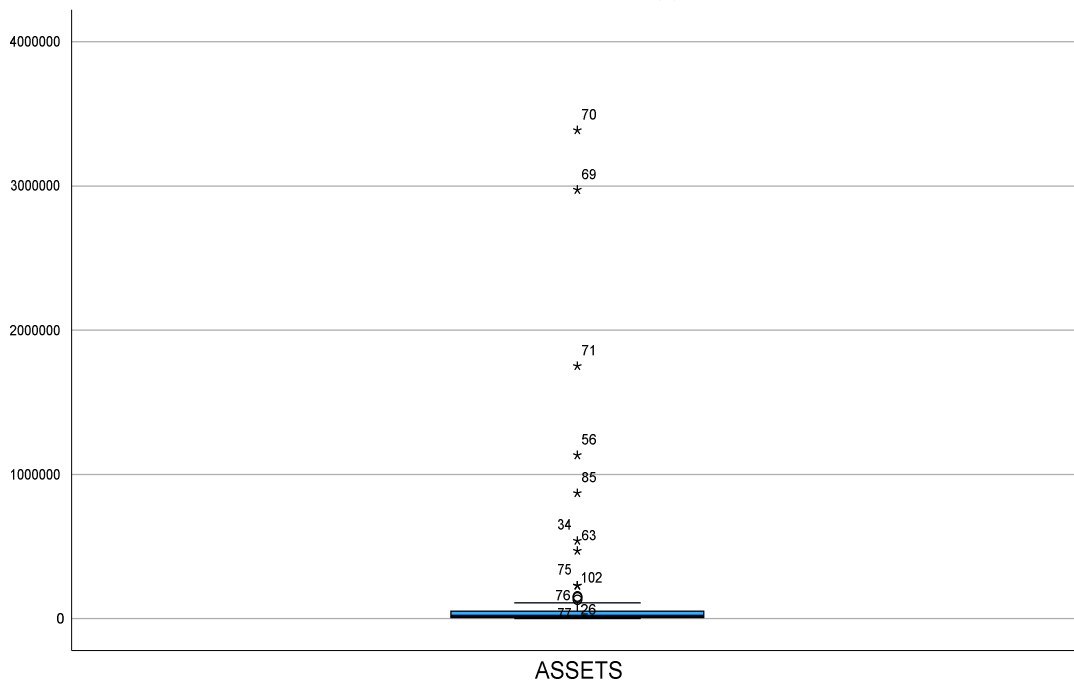


ASSETS Stem-and-Leaf Plot

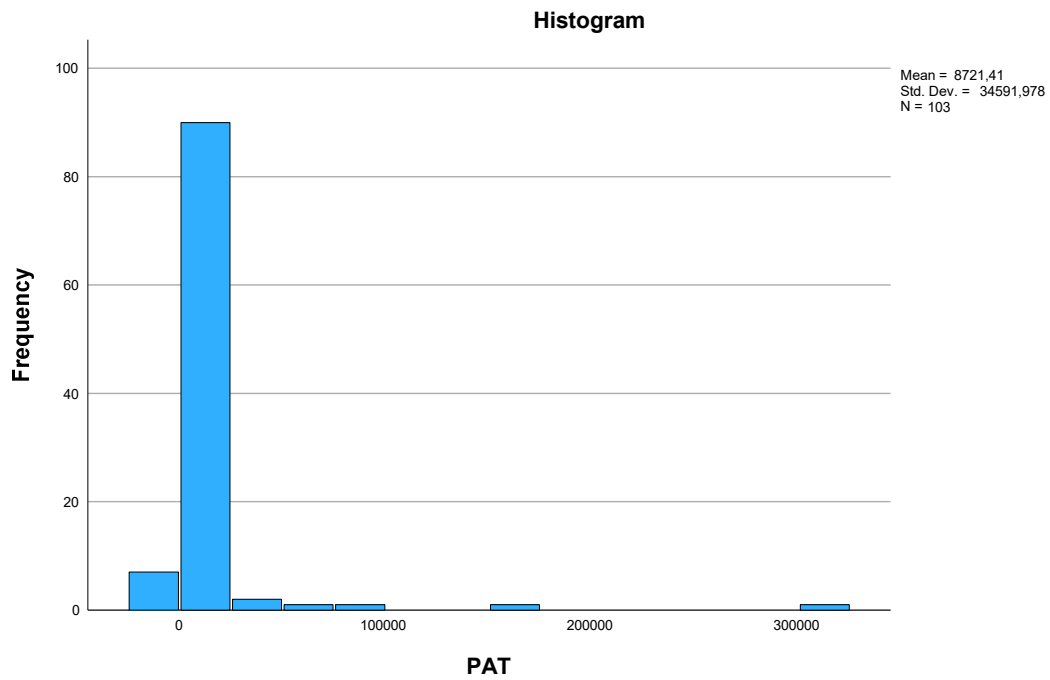
Frequency	Stem & Leaf
35,00	0 . 1111122223334455666666777777889999
17,00	1 . 00111122345566779
11,00	2 . 01344445789
7,00	3 . 0122457
6,00	4 . 113559
6,00	5 . 012468
2,00	6 . 14
2,00	7 . 11
1,00	8 . 9
3,00	9 . 479
1,00	10 . 9
12,00	Extremes (>=130969)

Stem width: 10000

Each leaf: 1 case(s)



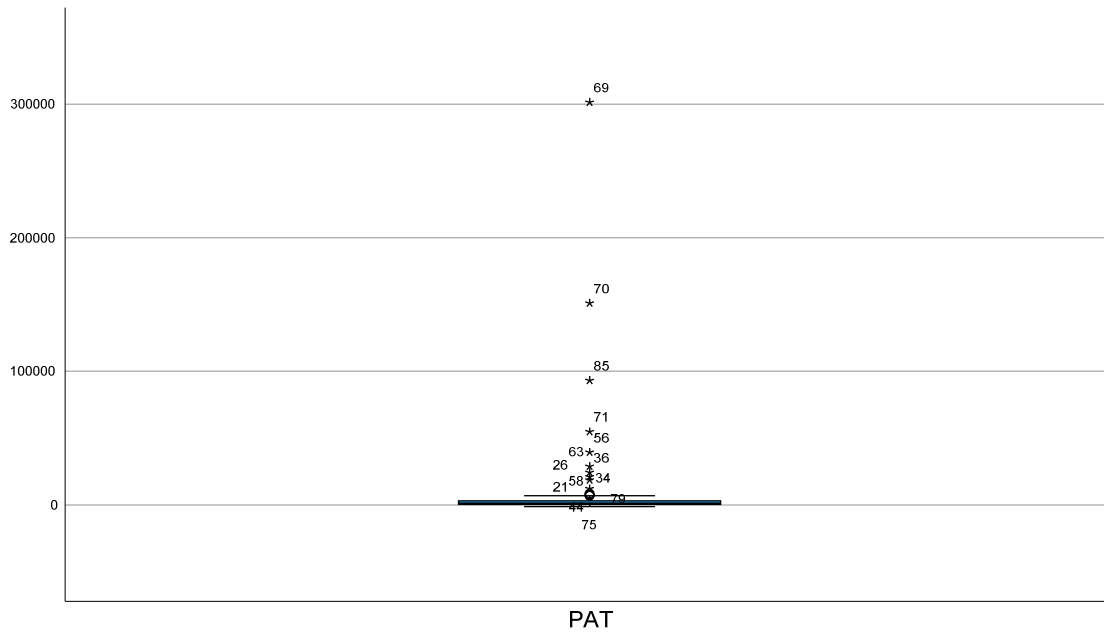
PAT



PAT Stem-and-Leaf Plot

Frequency	Stem & Leaf
1,00	-1 . 2
1,00	-0 . 5
5,00	-0 . 01122
25,00	0 . 000001111111122233333344444
21,00	0 . 555666666777788888889
6,00	1 . 001124
8,00	1 . 56667889
4,00	2 . 0224
6,00	2 . 566789
4,00	3 . 0011
,00	3 .
,00	4 .
2,00	4 . 89
2,00	5 . 03
2,00	5 . 57
,00	6 .
2,00	6 . 89
14,00	Extremes (>=6974)

Stem width: 1000
Each leaf: 1 case(s)



Notes

Output Created		05-MAR-2024 18:23:21
Comments		
Input	Active Dataset	DataSet1
	Filter	BOND < 115000 and ASSETS < 153458 and PAT < 100000 (FILTER)
	Weight	<none>
	Split File	<none>
	N of Rows in Working Data File	91
Missing Value Handling	Definition of Missing	User-defined missing values for dependent variables are treated as missing.
	Cases Used	Statistics are based on cases with no missing values for any dependent variable or factor used.
Syntax	EXAMINE VARIABLES=BOND ASSETS PAT /PLOT BOXPLOT STEMLEAF HISTOGRAM /COMPARE GROUPS /STATISTICS DESCRIPTIVES /CINTERVAL 95 /MISSING LISTWISE /NOTOTAL.	
Resources	Processor Time	00:00:00,56
	Elapsed Time	00:00:00,47

Notes

Output Created		05-MAR-2024 18:26:21
Comments		
Input	Active Dataset	DataSet1
	Filter	BOND < 67000 and ASSETS < 130969 and PAT < 100000 (FILTER)

	Weight	<none>	
	Split File	<none>	
	N of Rows in Working Data File		87
Missing Value Handling	Definition of Missing	User-defined missing values for dependent variables are treated as missing.	
	Cases Used	Statistics are based on cases with no missing values for any dependent variable or factor used.	
Syntax		EXAMINE VARIABLES=BOND ASSETS PAT /PLOT BOXPLOT STEMLEAF HISTOGRAM /COMPARE GROUPS /STATISTICS DESCRIPTIVES /CINTERVAL 95 /MISSING LISTWISE /NOTOTAL.	
Resources	Processor Time		00:00:00,55
	Elapsed Time		00:00:00,47

Notes

Output Created		05-MAR-2024 18:27:42	
Comments			
Input	Active Dataset	DataSet1	
	Filter	BOND < 57600 and ASSETS < 130969 and PAT < 100000 (FILTER)	
	Weight	<none>	
	Split File	<none>	
	N of Rows in Working Data File		85
Missing Value Handling	Definition of Missing	User-defined missing values for dependent variables are treated as missing.	
	Cases Used	Statistics are based on cases with no missing values for any dependent variable or factor used.	
Syntax		EXAMINE VARIABLES=BOND ASSETS PAT /PLOT BOXPLOT STEMLEAF HISTOGRAM /COMPARE GROUPS /STATISTICS DESCRIPTIVES /CINTERVAL 95 /MISSING LISTWISE /NOTOTAL.	
Resources	Processor Time		00:00:00,48
	Elapsed Time		00:00:00,45

Notes

Output Created		05-MAR-2024 18:28:26	
Comments			
Input	Active Dataset	DataSet1	
	Filter	BOND < 57600 and ASSETS < 109589 and PAT < 100000 (FILTER)	

	Weight	<none>	
	Split File	<none>	
	N of Rows in Working Data File		84
Missing Value Handling	Definition of Missing	User-defined missing values for dependent variables are treated as missing.	
	Cases Used	Statistics are based on cases with no missing values for any dependent variable or factor used.	
Syntax		EXAMINE VARIABLES=BOND ASSETS PAT /PLOT BOXPLOT STEMLEAF HISTOGRAM /COMPARE GROUPS /STATISTICS DESCRIPTIVES /CINTERVAL 95 /MISSING LISTWISE /NOTOTAL.	
Resources	Processor Time		00:00:00,48
	Elapsed Time		00:00:00,45

Notes

Output Created		05-MAR-2024 18:29:27	
Comments			
Input	Active Dataset	DataSet1	
	Filter	BOND < 57600 and ASSETS < 109589 and PAT < 12041 (FILTER)	
	Weight	<none>	
	Split File	<none>	
	N of Rows in Working Data File		81
Missing Value Handling	Definition of Missing	User-defined missing values for dependent variables are treated as missing.	
	Cases Used	Statistics are based on cases with no missing values for any dependent variable or factor used.	
Syntax		EXAMINE VARIABLES=BOND ASSETS PAT /PLOT BOXPLOT STEMLEAF HISTOGRAM /COMPARE GROUPS /STATISTICS DESCRIPTIVES /CINTERVAL 95 /MISSING LISTWISE /NOTOTAL.	
Resources	Processor Time		00:00:00,55
	Elapsed Time		00:00:00,46

Notes

Output Created		05-MAR-2024 18:30:27	
Comments			
Input	Active Dataset	DataSet1	
	Filter	BOND < 54700 and ASSETS < 109589 and PAT < 12041 (FILTER)	

	Weight	<none>	
	Split File	<none>	
	N of Rows in Working Data File		80
Missing Value Handling	Definition of Missing	User-defined missing values for dependent variables are treated as missing.	
	Cases Used	Statistics are based on cases with no missing values for any dependent variable or factor used.	
Syntax		EXAMINE VARIABLES=BOND ASSETS PAT /PLOT BOXPLOT STEMLEAF HISTOGRAM /COMPARE GROUPS /STATISTICS DESCRIPTIVES /CINTERVAL 95 /MISSING LISTWISE /NOTOTAL.	
Resources	Processor Time		00:00:00,45
	Elapsed Time		00:00:00,44

Notes

Output Created		05-MAR-2024 18:32:36	
Comments			
Input	Active Dataset	DataSet1	
	Filter	BOND < 44000 and ASSETS < 109589 and PAT < 12041 (FILTER)	
	Weight	<none>	
	Split File	<none>	
	N of Rows in Working Data File		79
Missing Value Handling	Definition of Missing	User-defined missing values for dependent variables are treated as missing.	
	Cases Used	Statistics are based on cases with no missing values for any dependent variable or factor used.	
Syntax		EXAMINE VARIABLES=BOND ASSETS PAT /PLOT BOXPLOT STEMLEAF HISTOGRAM /COMPARE GROUPS /STATISTICS DESCRIPTIVES /CINTERVAL 95 /MISSING LISTWISE /NOTOTAL.	
Resources	Processor Time		00:00:00,73
	Elapsed Time		00:00:00,47

Explore

Notes

Output Created		05-MAR-2024 18:33:39	
Comments			
Input	Active Dataset	DataSet1	

	Filter	BOND < 44000 and ASSETS < 109589 and PAT < 6818 (FILTER)
	Weight	<none>
	Split File	<none>
	N of Rows in Working Data File	78
Missing Value Handling	Definition of Missing	User-defined missing values for dependent variables are treated as missing.
	Cases Used	Statistics are based on cases with no missing values for any dependent variable or factor used.
Syntax		EXAMINE VARIABLES=BOND ASSETS PAT /PLOT BOXPLOT STEMLEAF HISTOGRAM /COMPARE GROUPS /STATISTICS DESCRIPTIVES /CINTERVAL 95 /MISSING LISTWISE /NOTOTAL.
Resources	Processor Time	00:00:00,45
	Elapsed Time	00:00:00,44

Case Processing Summary

	Valid		Cases Missing		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
BOND	78	100,0%	0	0,0%	78	100,0%
ASSETS	78	100,0%	0	0,0%	78	100,0%
PAT	78	100,0%	0	0,0%	78	100,0%

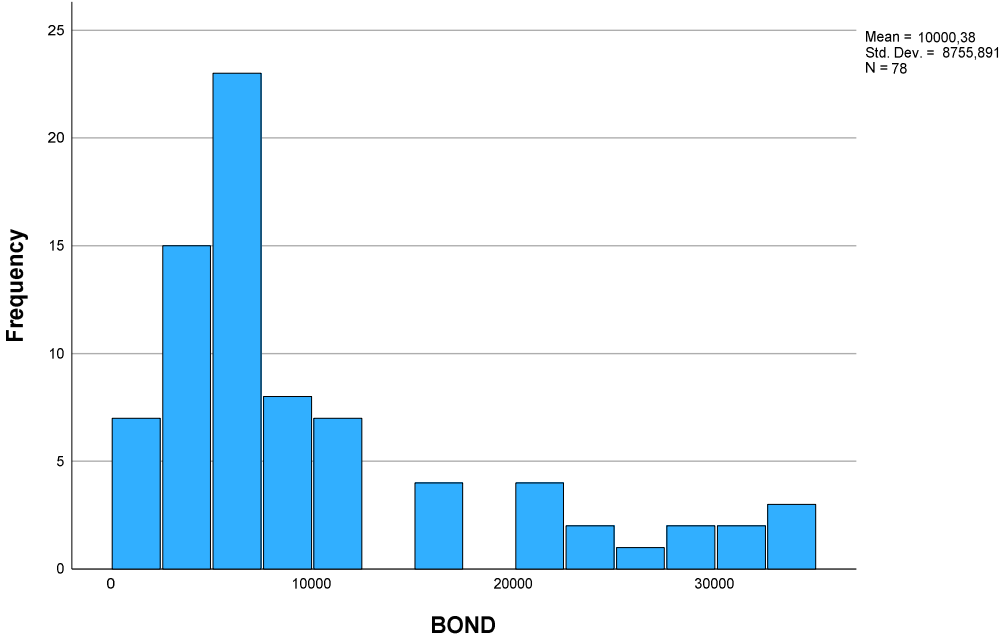
Descriptives

		Statistic	Std. Error	
BOND	Mean	10000,38	991,409	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	8026,24	
		Upper Bound	11974,53	
	5% Trimmed Mean	9220,37		
	Median	6250,00		
	Variance	76665621,928		
	Std. Deviation	8755,891		
	Minimum	1000		
	Maximum	34450		
	Range	33450		
Interquartile Range	8250			

	Skewness		1,441	,272
	Kurtosis		1,048	,538
ASSETS	Mean		18831,36	1853,641
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	15140,29	
		Upper Bound	22522,43	
	5% Trimmed Mean		17624,75	
	Median		11862,50	
	Variance		268006781,843	
	Std. Deviation		16370,913	
	Minimum		1006	
	Maximum		64539	
	Range		63533	
	Interquartile Range		22223	
	Skewness		1,058	,272
	Kurtosis		,107	,538
PAT	Mean		1251,45	159,339
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	934,16	
		Upper Bound	1568,73	
	5% Trimmed Mean		1102,80	
	Median		759,50	
	Variance		1980333,523	
	Std. Deviation		1407,243	
	Minimum		-540	
	Maximum		5710	
	Range		6250	
	Interquartile Range		1390	
	Skewness		1,644	,272
	Kurtosis		2,418	,538

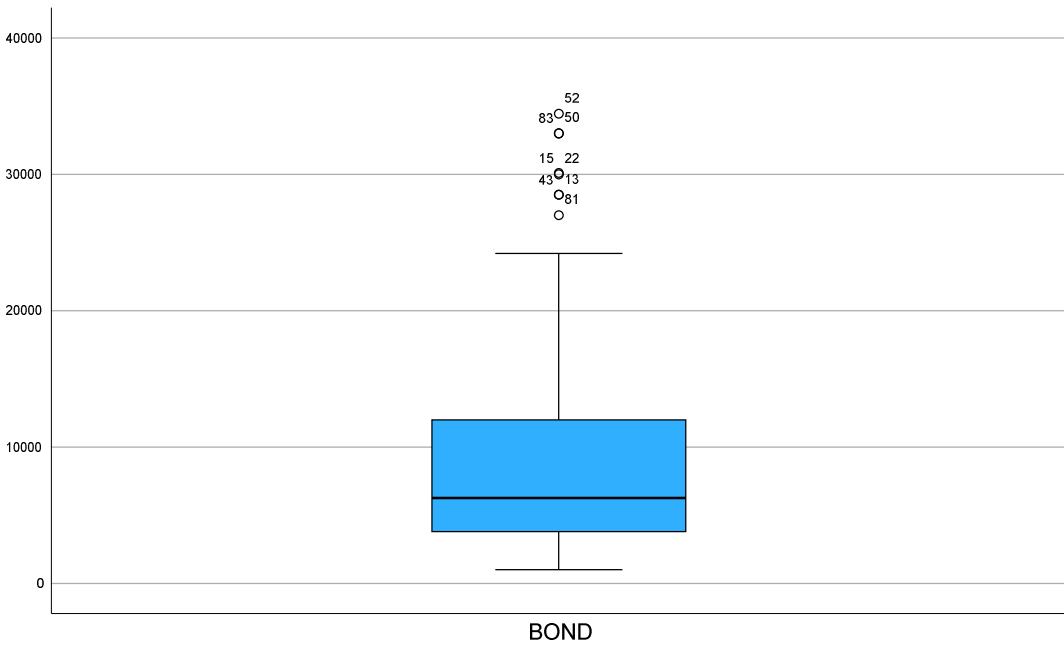
BOND

Histogram

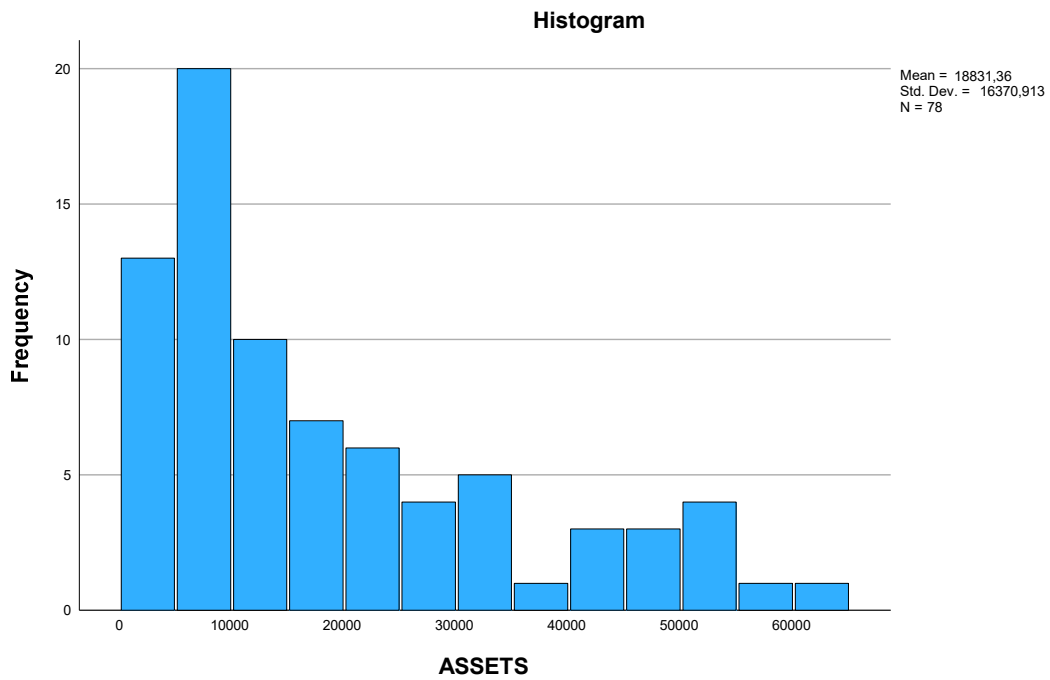


BOND Stem-and-Leaf Plot

Frequency	Stem & Leaf
22,00	0 . 1111222223333333333344
31,00	0 . 5555555555666666666777778888999
7,00	1 . 0111222
4,00	1 . 5555
6,00	2 . 000134
8,00	Extremes (>=27000)
Stem width: 10000	
Each leaf: 1 case(s)	



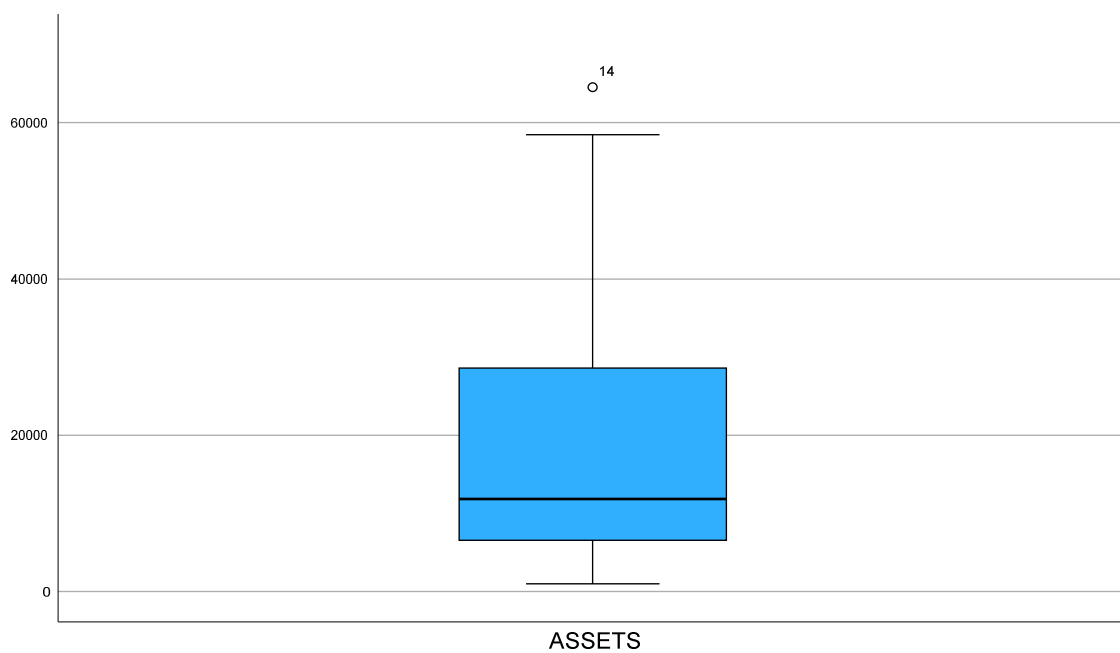
ASSETS

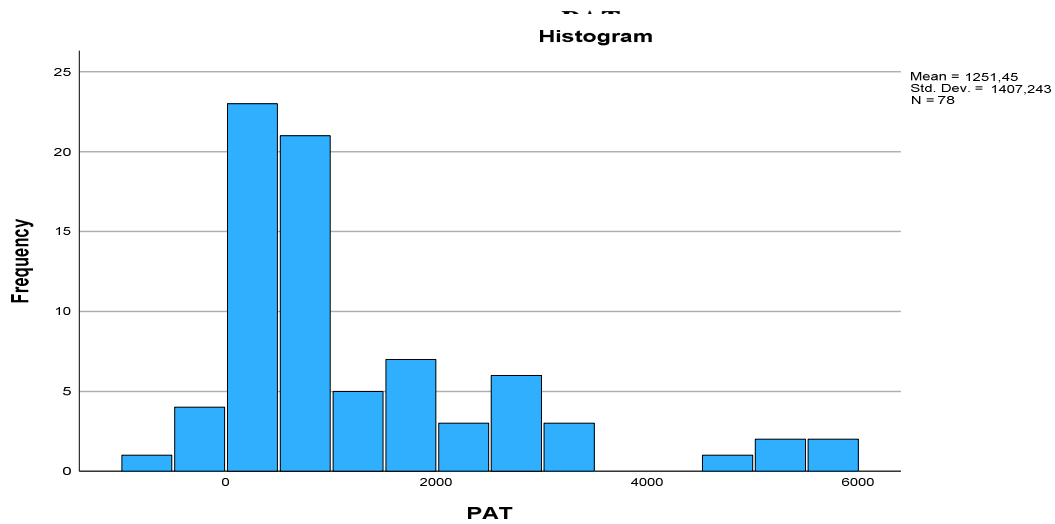


ASSETS Stem-and-Leaf Plot

Frequency	Stem & Leaf
33,00	0 . 111112222333455666666677777889999
17,00	1 . 00111122345566779
10,00	2 . 0344445789
6,00	3 . 012247
6,00	4 . 113559
5,00	5 . 01248
1,00	Extremes (>=64539)

Stem width: 10000
Each leaf: 1 case(s)

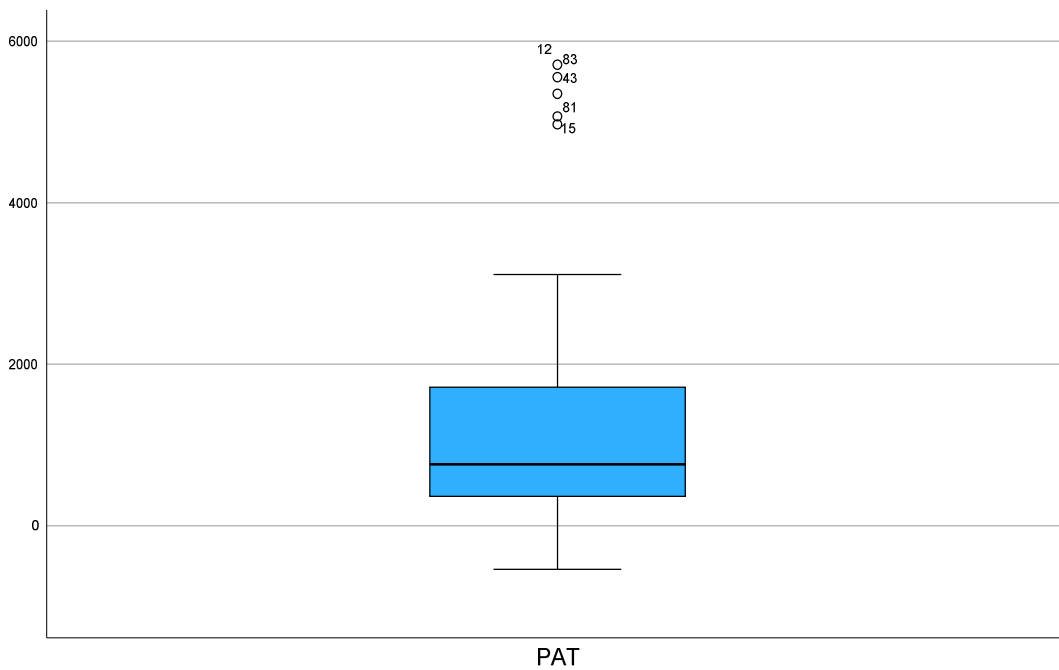




PAT Stem-and-Leaf Plot

Frequency	Stem & Leaf
1,00	-0 . 5
4,00	-0 . 0112
23,00	0 . 00000111112233333344444
21,00	0 . 555666666777788888889
5,00	1 . 00124
7,00	1 . 5666789
3,00	2 . 224
6,00	2 . 566789
3,00	3 . 001
5,00	Extremes (>=4971)

Stem width: 1000
Each leaf: 1 case(s)



Regression

Notes

Output Created		05-MAR-2024 18:40:21
Comments		
Input	Active Dataset	DataSet1
	Filter	BOND < 44000 and ASSETS < 109589 and PAT < 6818 (FILTER)
	Weight	<none>
	Split File	<none>
	N of Rows in Working Data File	78
Missing Value Handling	Definition of Missing	User-defined missing values are treated as missing.
	Cases Used	Statistics are based on cases with no missing values for any variable used.
Syntax		REGRESSION /MISSING LISTWISE /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA COLLIN TOL /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10) TOLERANCE(.0001) /NOORIGIN /DEPENDENT BOND /METHOD=ENTER ASSETS PAT.
Resources	Processor Time	00:00:00,00
	Elapsed Time	00:00:00,02
	Memory Required	2928 bytes
	Additional Memory Required for Residual Plots	0 bytes

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	PAT, ASSETS ^b		. Enter

a. Dependent Variable: BOND

b. All requested variables entered.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,623 ^a	,388	,371	6942,119

a. Predictors: (Constant), PAT, ASSETS

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2288776162,432	2	1144388081,216	23,746	<,001 ^b
	Residual	3614476726,030	75	48193023,014		
	Total	5903252888,462	77			

a. Dependent Variable: BOND

b. Predictors: (Constant), PAT, ASSETS

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics
		B	Std. Error	Beta			Tolerance
1	(Constant)	3429,033	1238,793		2,768	,007	
	ASSETS	,232	,055	,434	4,198	<,001	,762
	PAT	1,755	,644	,282	2,725	,008	,762

Model		Collinearity Statistics
		VIF
1	(Constant)	
	ASSETS	1,312
	PAT	1,312

a. Dependent Variable: BOND

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions		
				(Constant)	ASSETS	PAT
1	1	2,445	1,000	,05	,05	,06
	2	,334	2,707	,55	,00	,69
	3	,222	3,321	,40	,95	,25

a. Dependent Variable: BOND

NYILATKOZAT

a diplomadolgozat nyilvános hozzáféréséről és eredetiségéről

A hallgató neve: Molnár András
A Hallgató Neptun kódja: S2XFGD
A dolgozat címe: A Növekedési Kötvényprogram, mint versenyképességi tényező
A megjelenés éve: 2024
A konzulens intézetének neve: Vidékfejlesztés és Fenntartható Gazdaság Intézet
A konzulens tanszékének a neve: Magyar Agrár- és Élettudományi Egyetem Kaposvári Campus Befektetési, Pénzügyi és Számviteli Tanszék

Kijelentem, hogy az általam benyújtott diplomadolgozat egyéni, eredeti jellegű, saját szellemi alkotásom. Azon részeket, melyeket más szerzők munkájából vettem át, egyértelműen megjelöltem, és az irodalomjegyzékben szerepeltettem.

Ha a fenti nyilatkozattal valótlant állítottam, tudomásul veszem, hogy a záróvizsga-bizottság a záróvizsgából kizár és a záróvizsgát csak új dolgozat készítése után tehetek.

A leadott dolgozat, mely PDF dokumentum, szerkesztését nem, megtekintését és nyomtatását engedélyezem.

Tudomásul veszem, hogy az általam készített dolgozatra, mint szellemi alkotás felhasználására, hasznosítására a Magyar Agrár- és Élettudományi Egyetem mindenkori szellemitulajdonkezelési szabályzatában megfogalmazottak érvényesek.

Tudomásul veszem, hogy dolgozatom elektronikus változata feltöltésre kerül a Magyar Agrár- és Élettudományi Egyetem könyvtári repozitori rendszerébe. Tudomásul veszem, hogy a megvédett és

- nem titkosított dolgozat a védést követően
- titkosításra engedélyezett dolgozat a benyújtásától számított 5 év eltelte után nyilvánosan elérhető és kereshető lesz az Egyetem könyvtári repozitori rendszerében.

Kelt: 2024. év április hó 5. nap



Hallgató aláírása


NYILATKOZAT

Molnár András (név) (hallgató Neptun azonosítója: S2XFGD) konzulenseként nyilatkozom arról, hogy a diplomadolgozatot áttekintettem, a hallgatót az irodalmi források korrekt kezelésének követelményeiről, jogi és etikai szabályairól tájékoztattam.

A diplomadolgozatot a záróvizsgán történő védeésre **javaslom** / **nem javaslom**.

A dolgozat állam- vagy szolgálati titkot tartalmaz: igen nem

Kelt: 2024. év április hó 5. nap


belső konzulens