

SZALAY ZSUZSANNA–NOVÁK ZSUZSANNA–
SZATHMÁRY GÉZA

Váltóalapú likviditásteremtés

A kereskedelmi tevékenységből kifejlődő, a banki szféra által megerősített váltóhasználat napjainkra eltűnően van, jóllehet gazdaságélénkítő ereje korábban a többi pénzügyi eszközhöz képest sokkal hatékonyabbnak bizonyult. Gazdaságtörténeti visszatekintéssel szeretnénk majd a két világháború közötti Németország sajátos pénzügypolitikai megoldását, a Hjalmar Schacht nevével fémjelzett modellt is elemezni a későbbiekben. Ennek célja annak idején – a költségvetési terhek növelése és infláció nélkül – a recesszióba zuhant német gazdaság beindítása volt. Az akkori cél, a speciális mennyiségi lazítással történő váltóalapú likviditásteremtés a 21. század megváltozott gazdasági-pénzügyi-intézményi keretei között még mindig érvényes tanulságokkal szolgálhat. A több évtizedes gazdaság-helyreállítási kísérletnek a megértéséhez szükséges, hogy a kétrészesre tervezett tanulmányunk első részében az állam által kezdeményezett váltóforgalmazás makrogazdasági összefüggéseit bemutassuk, majd pedig a vállalati szféra váltóhasználat általi megerősítési lehetőségének elemzésével foglalkozunk. A likviditási nehézségek a hazai gazdasági szereplők pénzügyi mozgásterét igen beszűkítik, a tanulmányunk ezen részében javaslatokat teszünk a váltóforgal-mazzal megvalósítható fejlesztésekre.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G18, G21, G32.

Bevezetés

A 21. század második évtizedére a váltó az értékpapírok széles választékában mellőzött mostohagyerekké vált. Pedig a váltó, képzavarral élve, ott bábáskodott a bankjegy mint a legősibb értékpapír születésénél: a bankjegy éppen a váltóhasználat banki gyakorlattá erősödéseként jött létre. *Spufford* [2007] szemléletesen mutatja

Szalay Zsuzsanna egyetemi adjunktus, BCE (e-mail: zsuzsanna.szalay@uni-corvinus.hu).

Novák Zsuzsanna egyetemi adjunktus, BME (e-mail: novak.zsuzsanna@gtk.bme.hu).

Szathmáry Géza nyugdíjas ügyvéd, az MNB, majd a Magyar Külkereskedelmi Bank jogtanácsosa (e-mail: drszathmarygeza@gmail.com).

A kézirat első változata 2021. július 21-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.18414/KSZ.2022.9.1031>

be, miként erősödött meg annyira a 14. századi kereskedők közötti kapcsolati háló, hogy egyszerűbb, olcsóbb és biztonságosabb volt már nemesfémszállítás helyett váltóval fizetni. A váltó azon nyugat-európai városok között működött tartósan, amelyeknek a külkereskedelmi mérlege kiegyensúlyozott volt. Amikor az egyik fél szolgáltatásnyújtása időben vagy/és térben elvált a másiktól, a fizetési kötelezvény önmagában is értéket képviselve alkalmassá vált fizetésre. A kiállító személy iránti bizalom alapvetés volt. *Gárdos* [2016] hangsúlyozza, hogy a kötelezvényalapú váltó egyrészt kereskedelmi hitelnyújtásból fakadó okirat, másrészt az alapügylettől függetlenné válva átruházható értékpapírként kezelendő. A korabeli kereskedelmi hitelek – az akkori ellátási lánc egyes szereplői közötti dokumentált – fizetési kötelezvények voltak. Tehát a váltók rendszerszintű használatával különvált a kétféle tevékenység: egyrészt a kereskedelmi tevékenység, másrészt pedig a termékgalmazáshoz nem kötődő hitelezési-pénzügyi tevékenység. Ez utóbbi megvalósítói lettek a bankok. Ugyanakkor ők is használták a váltót mint a velük szemben fennálló követelés dokumentumát. A bankok által kiállított saját váltók (röviden bankváltók) voltak az első bankjegyek. Sőt az angol font bankjegyének címlapján a mai napig a váltó formaszövege olvasható. A mai szóhasználatban a reálszféra által használt váltót a *kereskedelmi váltó* kifejezéssel illetjük.

Összefoglalva az eddigieket: a kereskedelmi tevékenység (a nagy távolság, a nemesfémek szállítási kockázata) létrehívta a váltóhasználatot, ezt a banki szféra átvette és tovább erősítette. *Gárdos* [2016] megállapítása szerint: „a váltóforgalom kialakulása lényeges közelítést jelent a modern pénzhez” (20. o.). Tehát a reálszférából kiinduló, a tranzakciós költségeket csökkentő gyakorlat honosodott meg a pénzügyi szférában, és hozzájárult a pénz és az általa megtestesített követelés dematerializálódási folyamatához. Tanulmányunk fő kérdése: miként lehetne a váltót ismét a reálgazdaság szolgálatába állítani?

Az első részben a váltóhasználat történetének napjainkban is érvényes jellemzőit emeljük ki, majd bemutatjuk, hogy a két világháború közötti német gazdaságpolitika miként élt a váltóforgalmazás makrogazdasági eszközrendszerével, miként tudta kiemelni a német gazdaságot a recesszióból, s melyek ezen modell mai használatának lehetőségei. Végül pedig szólunk a költségvetési tér bővítésének 21. századi lehetőségeiről, a váltóalapú likviditásteremtés alkalmazható forgatókönyveiről a kis- és középvállalati szektorban.

A likviditás jelenti a modern piacgazdaságban az életképességet

E cím pontosításra szorul, amit csak határozott értékválasztással tudunk megtenni. Tanulmányunkkal a társadalom egészének harmonikus működését, a társadalomgazdasági szereplők és szervezetek hosszú távú fenntarthatóságát, életképességének megőrzését kívánjuk szolgálni. A reálgazdaság értékteremtő képességének fenntartása a pénzügyi szféra szerepmódosulása után nehezítetté, válságokkal terheltté vált. *Botos* [2020] megállapította: a kereskedelmi bankok napjainkban már nem a termelést, a termelő beruházásokat, sokkal inkább az ingatlanpiaci és a pénzügyi befektetéseket

finanszírozzák. A nem pénzügyi szereplők, vagyis a vállalkozások körében is túlnyomórészt fogyasztásoldali és nem termelőoldali hitelezés történik.

A reálszféra, vagyis a nem pénzügyi vállalkozások likviditásának biztosítása, pénzzel való ellátása erős csorbát szenved. Az MNB szektorális mérlegstatisztikái alapján látható: a háztartások hitelállománya folyamatosan nő a reálszféra hitelállományához képest. Míg 2022 első negyedében a monetáris hitelintézetek háztartási szektornak kihelyezett hitelállománya 8630,4 milliárd forint volt, ami bár elmarad a reálszféra 10 347,4 milliárd forintos teljes bruttó hitelállományától, viszont 2020 egészét, tehát 12 hónapját tekintve a pénzügyi szektor a háztartásokkal összességében még csak 20 milliárd forinttal, de 2021-ben már több mint 226 milliárd forinttal több hiteltranzakciót bonyolított le, mint amennyit a reálszférában tevékenykedő vállalatokkal (MNB [2021]).

Tények ellenében nehéz vitatkozni, még akkor is, ha a pénzügytani egyetemi szemináriumok segítő érveket adnának. Sokan a *Turner [2018]* címében szereplő „between debt and the devil” kifejezést „between death and the devil” kifejezésre fordítják. Ez a gondolatpárosítás segít megfogalmazni írásunk lényegét: a halálos adósság és az ördög között húzódoó térből kellene kijutni. Fel kell számolni a fenntarthatatlan állapotot: a termeléshez magánbanki hitelfelvételre van szükség, miközben a magánbanki hitelek jó része nem a termelést szolgálja, globálisan messze meghaladja a világ GDP-jét. A Világbank szerint a teljes magánszektorban nyújtott globális hitelállomány 2020-ban a GDP mintegy 148 százalékát tette ki (*Világbank [2020]*). *Werner [2005]* „mennyiségi hiteleméletében” rámutatott: a hitelezésnek nem termelő beruházásokat szolgáló formája eszközárborékok kialakulását eredményezi. A japán gazdaság 1990-es évek eleji – az eszközárborékok kipukkanását követő – deflációval járó stagnálásának ez a magyarázata.

A piacgazdaságban az életképesség alapja a folyamatos fizetőképesség biztosítása, napjainkban éppen ez vált bizonytalanná a termelők és szolgáltatók számára. Nehéz a reálgazdaság értékteremtő képességének megőrzése, még akkor is, ha figyelembe vesszük a pénzügyi szféra legújabb, digitális információs innovációit.

Pénzalapú gazdaságunkban a vállalkozóknak működésük beindításához, folytatásához és gyarapításához fizetőeszközre, likvidításra van szükségük. A reálszféra likviditáshiány miatti kiszáradása rendszerszintű anomáliát jelez, miközben a kereskedelmi bankok hitelnyújtásai fedezet nélküli pénzkibocsátással, likviditástöbblettel terhelik meg a gazdaság egészét. A rendszerszintű kockázatot *Bats–Houben [2020]* a pénzügyi szolgáltatások áramlásában bekövetkezett zavarként határozza meg, amelynek oka a pénzügyi rendszer egészének, esetleg egy részének gyengülése, amely romboló hatású a reálgazdaságra. A szerzőpáros a banki és a piaci alapú finanszírozási struktúrákat összehasonlítva megállapítja, hogy az utóbbiak ellenállóbbak a rendszerkockázatokkal szemben, a piaci finanszírozás pótkerékként szolgálhat a bankszektoron belüli problémák kezelésében, amelyek máskülönben az egész gazdaságra kiterjednének. A fentiek alapján a váltóforgalmazást jelentős makrogazdasági szintű¹ piaci finanszírozási for-

¹ Később, A váltófinanszírozás szerepéről makrogazdasági megközelítésben című részben további makrogazdasági tényadattal és szemponttal szolgálunk.

maként értelmezzük, amely hozzájárul a vállalkozók reziliens és hosszú távon fenntartható működéséhez.

Mikroökonómiai megközelítésben a vállalati likviditáskezelés *Havran* [2010] (3. o.) alapján a következőkkel írható le: 1. a vállalat eszközeinek eladhatósága, 2. a rövid távú forráshoz jutás, 3. a készpénzgazdálkodást is magában foglaló vállalati nettó forgótőke-gazdálkodás és -finanszírozás, illetve 4. a pillanatnyi fizetőképesség biztosítása. A váltóhasználat ezek mindegyikét szolgálhatja: a vállalati készletértékesítést megkönnyíti, ha a vállalat a halasztott fizetés helyett vevőjétől elfogadja a váltót, a rövid távú finanszírozást pedig a váltóleszámítottatás intézményén keresztül teszi olajozottabbá.

Hezam és szerzőtársai [2017] szerint a likviditás azt jelenti, hogy a vállalati szektor szereplői „a folyamatos fizetőképesség állapotában vannak, vagyis a vállalkozás folyamatosan képes fedezni felmerülő kiadásait” (49. o.). Számos tanulmány mutat rá arra, hogy a likviditás hiánya a nyereségesség és így a növekedés korláta lehet, különösen fiatal és kis méretű vállalkozások esetében (lásd *Serrasqueiro és szerzőtársai* [2010], idézi *Antal-Pomázi* [2011], *Hezam és szerzőtársai* [2017], *Nguyen* [2021]). *Hezam és szerzőtársai* [2017] a hazai vállalatok körében végzett kérdőíves és mélyinterjúkon alapuló (a 2008 és 2016 közötti időszakot lefedő) vizsgálata kimutatta: a likviditási problémákkal küzdő vállalatok a piaci partnervállalatok tevékenységével magyarították helyzetüket. Ez a szállítói hitelek határidejének túllépésében, a vevők fizetési készségének romlásában öltött testet. *Banai és szerzőtársai* [2017] alapján valószínűsíthetjük, hogy az európai uniós támogatásokhoz hasonlóan az állami beruházásokban való részvétel és az állami garanciával fedezett váltókibocsátás hozzásegítheti a vállalatokat a banki finanszírozási források megszerzéséhez.

Visszalépéssel juthatunk előre

Szalay és szerzőtársai [2020] a kis- és középvállalati szektor likviditási nehézségeinek megoldására a váltóforgalmazás visszaállítását javasolja. A mikrovállalkozásokra még inkább igaz, hogy a hitelezési piacon méretükből fakadóan sokszorosan hátrányban vannak. A vállalkozó termelni, szolgáltatni akar. Forgótőkére, pénzre van szüksége. Bankjához fordul hitelért. Mivel kicsi, nem kap. Ha nagy és tőkeerős lenne, kapna. Kockázatot jelent vállalkozása, hitelezésének banki-adminisztrációs költségei arányaiban sokkal magasabbak. Könnyen, gyorsan hitelt az kapna, akinek igazából nincs is rá szüksége. Ezt az egyszerűsített módon bemutatott helyzetet a szakirodalom pirosvonal-jelenségként (*redlining*), mint a kis- és középvállalati szektor számára hátrányos hiteladagolási mechanizmus (*credit rationing*) egyik típusaként nevesíti (*Komlóssy és szerzőtársai* [2021] 363. o.). Ha kapna is hitelt a kis- és középvállalati szektor vállalkozója, akkor jelzálogot, vagyis a felveendő hitel többszörösén értékelt ingatlanfedezetet kellene biztosítékul lekötnie a banknál. A jelzáloghitelt közjegyző hitelesíti. Ez a végrehajthatóság tekintetében azt jelenti, hogy kudarc esetén a hitelkonstrukció eléri az érvényesíthetőség időtartama

tekintetében a váltó behajthatósági sebességét, ugyanakkor a jelzáloghitelt felvevő vállalkozó a sokszoros értéket bukja el.

A fenti helyzet makrogazdasági következménye (a teljesség igénye nélkül):

- egyrészt az élet- és működőképességet jelentő likviditástól a kereskedelmi banki gyakorlat (amelynek feladata a hitelezés lenne!) teljességgel megfosztja a reálgazdaságot – ezen belül is különösen a kis- és középvállalkozási szektort;
- másrészt ugyanez a kereskedelmi banki gyakorlat jogi korlát nélkül bocsátotta forgalomba fiat pénzként a forgalomban lévő pénz 95 százalékát (*Ábel* [2019]).

A következmények mélyebb bemutatása meghaladja e cikk kereteit, csak arra van lehetőségünk, hogy a váltóalapú likviditásteremtés szükségessége mellett érveljünk.

Írásunk elején bemutattuk a váltó geneziséét, jeleztük, hogy a bankjegy a bankok saját váltójának, tehát a váltó egy speciális típusának tekinthető. A monetáris és gazdaságpolitikai eszköztár kimerülése után csak visszalépéssel tehető meg az előrejutás: megérett az idő a múltban már többszörösen bizonyított értékpapír felélesztésére.

Szalay és szerzőtársai [2020] bemutatja a bankszektor melletti váltóforgalmazás újraélesztésének lehetőségeit, amelyek figyelembe veszik napjaink *fintech* innovációit is. A váltó használatát a kor pénzügyi innovációs irányának megfelelően alapvetően digitális formában javasoljuk alkalmazni. Ez összhangban áll a Magyar Nemzeti Bank mint monetáris hatóság digitalizációs törekvéseivel, ami többek között megnyilvánul az MNB 330 pontos versenyképességi programjában (*MNB* [2019]), valamint az MNB digitális jegybankpénz bevezetésével kapcsolatos elképzeléseivel, amelyeket a *Banai-Nagy* (szerk.) [2021] kiadványban fejtenek ki részletesen.

Ezen a ponton néhány dolgot szeretnénk hangsúlyozni.

– Kereskedelmi bankok helyett, azoktól függetlenül egy, az MNB felügyelete alatt létrehozandó tőkealapot javasoljuk váltóleszámitólói intézményi funkcióval ellátni.

– A digitális váltó nem lenne egyenértékű a digitális jegybankpénzzel (DJBP-vel). Ez utóbbi ugyanis a készpénzhez hasonlóan része a monetáris bázisnak, azaz a jegybank által közvetlenül kibocsátott pénz, míg a váltó, az összes értékpapírhoz hasonlóan, jegybankpénzre váltható követelés lenne annak tulajdonosa részéről a megfelelő leszámítoló pénzügyi intézmény közreműködésével. A digitális formában piacra bocsátott váltó – legyen az állami vagy vállalati kibocsátású – nem foglalna magában közvetlenül jegybankkal szembeni követelést. Az a váltóadósokkal szembeni követelést testesítene meg a váltójogi törvényben foglaltaknak megfelelően.

– A már hivatkozott *Banai-Nagy* (szerk.) [2021] tanulmánykötet kiemelten foglalkozik a kis- és középvállalati irányú DJBP megteremtésének lehetőségével: szükségesnek tekinti a jegybank által közvetlenül biztosított kis- és középvállalati finanszírozási csatorna kialakítását (lásd *Komlóssy és szerzőtársai* [2021] 373. o.).

– A váltóforgalmazást is tartalmazó új típusú finanszírozási csatorna használatával a kis- és középvállalati szektor kiléphetne a mostohagyerek-szerepből, amelyben a banki hitelezési mechanizmus tartja.

Jelen írásunkban a továbbiakban elemezzük a váltóforgalmazás nemzetgazdasági előnyeit, visszavezetését pedig gazdaságpolitikai megfontolásokkal támasztjuk alá.

Halasztott fizetés itt, likviditás ott

A pénzforgalom semmilyen technikai innovációja nem szüntetni meg azt a kockázatot, amellyel az eladónak számolnia kell: bár szerződés szerint teljesített, de a fizetés késik, elmarad, esetleg csak elhúzódó polgári peres eljárással hajtható be. *Chikán és szerzőtársai* [2019] szerint a vállalatok negyede tudatos megfontolásból fizet késve a szállítóinak. Az EOS Faktor Zrt. szerint (*Trademagazin* [2019]) a nemfizetés és a késedelmes teljesítés oka főként a lánctartozás, ez a tartozások 53 százalékára ad magyarázatot. A szándékos nemfizetés a vállalkozások 29 százaléka esetében szerepel.

Tóth [2002] szerint a szerződést aláíró felek igen sok utólagos kifogással léphetnek fel, ha számukra hátrányossá vált a kapcsolat, ezzel szemben a váltóeljárás résztvevőinél a lehetséges kifogások száma elenyésző. A váltóalapú behajtások a váltószigor miatt a bíróságon soronkívüliséget élveznek – ezt a tényt már az 1840. évi XV. törvénycikk 1. paragrafusa is mint „a köztörvényieknél szigorúbb feltételek” melletti kötelezésként nevesíti, és így definiálja a váltó fogalmát (1840. évi XV. törvénycikk [2015]).

A fentiekhez kapcsolódva leszögezzük: váltókiállítással csökkenhet a szerződéskötések kockázata, az utólagos vitathatóság, a fizetés elmaradása. Sőt minél bonyolultabbá és terjedelmesebbé válik a szerződéskötés folyamata, annál inkább növekszik a váltó előnye. A váltóval való fizetés biztonsága *Tóth* [2002] szerint az azonnali készpénzfizetés bizonyossága és a szerződésben rögzített átutalás kockázatossága között helyezkedik el. Az előbbit nem lehet felülmúlni, az utóbbi viszont csökkenthető a váltó használatával.

A váltó használata kölcsönösen előnyös, mert általa mindkét oldal *cash-flow*-ja nő a következők szerint:

- kibocsátói oldalon a váltó halasztott fizetésként viselkedik, itt nincs készpénzkiadás, ezért javul a likviditás,
- elfogadói oldalon azonnal készpénzhez jut a vállalkozó, ha beváltja, vagyis leszámíttatja – forgatással pedig fizethet vele.

2018. január 1-től Magyarországon életbe lépett a 2017. évi CLXXXV. törvény a váltójogi szabályokról, amely egyszerre tartalmazza az anyagi és az eljárásjogot. Ez a törvény megerősíti a váltókövetelések gyors érvényesíthetőségét: mindenkor soronkívüliség a bíróságon, kötelezettségek teljesítése három napon belül – a perorvoslat hosszabbítással együtt maximum 30 nap, stb.

Összefoglalva: váltókibocsátással a szerződéses kapcsolatok biztonsága növekszik a felek likviditásának kölcsönös javítása mellett.

A váltóhitelezés – piaci és a jelzáloghitelezés mint banki finanszírozás

Az 1840. évi XV. törvény életbeléptetése azt jelenti, hogy a gazdasági szereplők egymás közötti váltóhitelezése megelőzte a jelzáloghitelezés banki gyakorlatát. Ez a sorrend hasonlít a bankjegyforgalom kialakulásához, amely, mint már említettük,

éppen a váltóhasználat banki gyakorlattá válásaként jött létre. A hitelformák időtávja közötti különbség mellett fontosabb, hogy váltóhitelnél a későbbi kudarc, vagyis a bedőlt váltóhitel adósoldali következménye arányos a felvett hitellel. Ugyanez a jelzáloghitelnél általában nem mondható el: biztosítékként sokszoros értékű ingatlan kerül jelzálogbejegyzésre.

Szalay és szerzőtársai [2020] szerint a váltóforgalmazás visszaállítása a kis- és középvállalati szektor életképességét növelné. Kevésbé lenne kiszolgáltatva a banki szektor hitelezési hajlandóságának. A vállalkozásoknál a hitelképességi mutatók mellett szerepeltetendő váltóképességi mutatók a vállalat piaci környezetének gazdasági szereplői számára adnának tájékoztatást. A reálszférából kiinduló kereskedelmi váltók forgalmazásával gazdaságunk egésze endogén növekedési lehetőséghez jutna olyan körülmények között, amikor egyébként a költségvetés mozgásterének beszűkülése figyelhető meg makrogazdasági szinten.

Itt fontos a fogalmi elhatárolás: a gazdaság endogén növekedési lehetősége a kereskedelmi és nem a fináncváltóhoz² kapcsolódik. A reálszféra ellátási láncában a szállítói–vevői kapcsolódási pontoknál megkötött szerződések gazdasági erőviszonyokon alapulnak. A szállító (vagyis az eladó) sok esetben kereskedelmi hitel kényszerű nyújtásával beleegyezik, hogy vevője később fizet. Az áruhitel a vevő erős alkupozícióját feltételezi, ekkor a szállító likviditása a kényszerhitelezés mértékében csökken, a vevőé pedig nő. A beszállítói szerepkört betöltő közép- és kisvállalkozások a többhavi fizetési határidők kényszerű elfogadásával a nagyvállalatok hitelezőivé válnak. A magyar gazdaság egyrészt hatékonysági, másrészt pedig foglalkoztatottsági mutatókkal leírt duális szerkezete ismert tény. Ez az 1990-es évek óta mindmáig erősen gátolja a magyar kis- és középvállalati szektor megerősödését. Különösen a belkereskedelemre jellemzők a hosszú, sokszor a termékszavatosság idejét is meghaladó fizetési határidők. Ez egyoldalú fékezőerőt jelent a kis- és középvállalati szektor számára, növeli a versenyhátrányt, akadályozza a duális gazdasági szerkezetből való kilábalást.

A gazdaságpolitikai döntéshozók számára nemcsak a rövidebb fizetési határidők előírását javasoljuk, hanem a kényszerhitelezést jelentő kereskedelmihitel-viszony szabályozását: ha az nyolc napon túl nyúlna, akkor a kereskedelmi hitel intézményesített értékpapírrá, vagyis saját váltóvá alakuljon át. A nagy áruházláncok a saját nevükre kiállított váltóval fizessenek a hazai beszállítóknak, akik azt likvid fizetőeszközként tovább forgatják, vagy leszámítoltatják bankjuknál.

A váltófinanszírozás szerepéről makrogazdasági megközelítésben

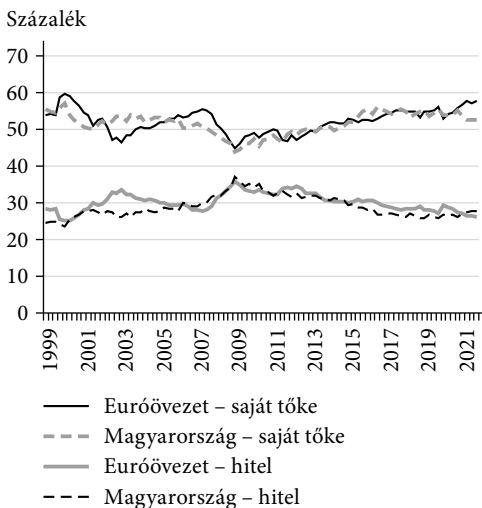
Az euróövezet nem pénzügyi vállalkozásainak finanszírozási szerkezetét a magyarországi vállalkozásokéval összehasonlítva a következő megállapítások tehetők (1. ábra).

² Pénzkövetelést megtestesítő értékpapír, amely mögött nem áll áruügylet.

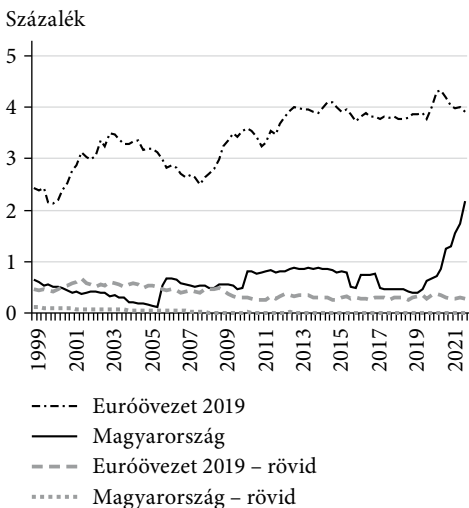
1. ábra

A nem pénzügyi euróövezeti és magyarországi vállalkozások finanszírozási szerkezetének összehasonlítása

a) A hitel és a saját tőke részesedése a teljes kötelezettségállományban



b) A hitelviszonyt megtestesítő, valamint azon belül a rövid lejáratú értékpapírok részesedése a teljes kötelezettségállományban



Forrás: saját szerkesztés Eurostat-adatok alapján.

1. A főbb forrástételek – a hitelek és a saját tőke – esetében nincs lényeges eltérés.
 2. Az 1999-től 2021 közepéig tartó időszak negyedéves idősorai szerint a hitelből történő forrásszerzés felfutása és visszaesése azonos időszakokban ment végbe Magyarországon, mint az euróövezet országaiban. Bár a hitel/teljes kötelezettségállomány és a saját tőke/teljes kötelezettségállomány mutatókban vannak 1-2 százalékpontos eltérések, ezek az időszakok egészében kiegyenlítődnek. Mindemellett a piaci hitel igénybevétele a hazai kis- és középvállalatok körében még mindig elmarad az EU-átlagtól, sőt a legalacsonyabb az Európai Unióban (ITM [2019], Pulay és szerzőtársai [2020]).

3. Jelentős eltérés figyelhető meg (lásd az 1.b ábrát) a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok finanszírozási súlyát illetően. Míg az euróövezetben 3-4 százalékos a kötvénykibocsátásból és egyéb hitelviszonyt megtestesítő értékpapírból történő forrásszerzés aránya a teljes kötelezettségállományon belül, addig Magyarországon az 1 százalékos mértéket is csak 2020 végén éri el ez a hányados. A 2021-ben tapasztalt kedvező dinamika feltehetően összefüggésben van az MNB Növekedési Kötvényprogramjával. Ez a kötvényprogram kifejezetten ezt a hiátust volt hivatott ellensúlyozni, így a jegybank is részt vesz a vállalati kibocsátású adósságpapírok elsődleges vagy másodlagos forgalmazásában.

Összefoglalásként elmondható: elmaradásunk mérséklődik, de még szembe-tűnő. A mérséklődés a nagyvállalatok értékpapírpiaci térnyerésének köszönhető,

a Növekedési Kötvényprogram³ is az ő forrasszerzésüket támogatta. A váltóforgalmazás komoly lökést adhatna a vállalati forrasszerkezet diverzifikálásában és a rövid lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapíroknak a vállalati finanszírozásban betöltött szerepe növekedéséhez a mikro-, a kis- és középvállalati szegmensben is.

A költségvetési tér (*fiscal space*) a pénzügyi közgazdaságtan viszonylag új fogalma, Roy és szerzőtársai [2012] az erőforrások makrogazdasági mobilizálhatóságához köti értelmezését, s a fogalomhoz tartozó módszertant a fejlődő országok fejlettek által támogatott projektjei számára dolgozták ki. Tanulmányunk szempontjából most csak annak elfogadtatása a fontos, hogy súlyos gazdasági visszaesések idején előáll a *beszűkült költségvetési tér* állapota, amely szélsőséges esetben költségvetési űrt, vagyis költségvetésítér-nélküliséget jelent.

Az utóbbi megszüntetésének történelmi példáját jelenti az úgynevezett Mefo-váltó (*Mefo-Wechsel*)⁴ működése. A Hjalmar Schacht (1877–1970) német gazdaságpolitikus és bankár által bevezetett kereskedelmi váltó a német jegybank gazdaságpolitikai célját szolgálta. Egyesek helikopterpénzhez hasonló keresletösztönző megoldásként, mások nem konvencionális gazdaságpolitikai eszközként utalnak rá, és máig követendő válságkezelő modelltként javasolják, mint ahogy *Bossone-Labini* [2016]. Az úgynevezett Schacht-modellt szeretnénk elemezni egy soron következő tanulmányban.

Az itt következő részben a kelet-közép-európai régió számára fogalmazunk meg olyan költségvetésítér-bővítési forgatókönyveket, amelyek váltóalapú likviditásteremtésre épülnek.

A költségvetési tér bővítési lehetősége, a kereskedelmi váltó működési algoritmus

A korábban jelzett történelmi példák mellett érdemes áttekintenünk azokat a lehetőségeket, amelyek napjainkban a költségvetési tér makrogazdasági szintű bővítésének lehetőségét kínálják. Ezek szintén a gazdasági szereplők életképességének növelését szolgálják oly módon, hogy megszűnjön a szereplők finanszírozási lehetőséghez való jutásának aszimmetriája.

Kifejezetten támogatandónak tartjuk a mikro-, a kis- és a középvállalkozásokat, egyrészt azoknak a lokális (alapvetően körforgásos folyamatokkal jellemezhető) gazdaságban betöltött szerepük miatt, másrészt az adott gazdasági térségben élők képességeinek és készségeinek megőrzése érdekében.

Gazdasági életünk jellemzésénél szinte közhelyszámba megy a kis- és középvállalati szektor súlyos tőkehiányának említése. Mégis és annál inkább fontos a bankoktól

³ Az MNB által 2019 júliusában elindított Növekedési Kötvényprogram lezárásáról 2021. december 14-én döntött a Monetáris Tanács. A program keretében az MNB elsődleges és másodlagos piacon vásárolt nem pénzügyi vállalatok [és különleges munkavállalói résztulajdonosi programban részt vevő (KMRP) szervezetek] által kibocsátott, legalább B+ vagy annak megfelelő hitelminősítéssel rendelkező kötvényeket.

⁴ Metallurgische Forschungsgesellschaft (kohászati kutatóvállalat).

történő hitelfelvételi kényszer gazdaság-, pénzügypolitikai kiváltása. A mikro-, a kis- és a középvállalkozások saját erőből alig tudnak banki hitelfelvétel mellett dönteni. Számukra a nagy dilemmát nem a beruházásaik megvalósításához szükséges nagy összegű hitelek jelentik, hanem hogy tevékenységükhöz forgótőkére van szükség a nyersanyagok, eszközök beszerzéséhez. Mindaddig, amíg előállított áruikat és szolgáltatásaikat nem értékesítik, és a felvevőpiacról az ellenérték be nem folyik, ez nem áll rendelkezésükre. Honnan szerezzenek forgótőkét? Az évtizedek hosszú során keresztül (már a 19. század közepétől) forgótőkéhez rövid lejáratú váltók kibocsátásával, elfogadásával vagy váltóknak a bankok általi (alacsony kamatösszegek levonásával egybekötött) megvásárlása révén jutottak.

A kereskedelmi váltó működési algoritmusát egy végsőig leegyszerűsített modell leírásával mutatjuk be (*A típus*).

– Kiindulópont: a kis- és középvállalkozó szeretne valamilyen árut vagy szolgáltatást előállítani, de a hozzá szükséges alapanyagokra nincs pénze.

– Keres magának olyan vállalkozót, aki a neki szükséges alapanyag előállításával/értékesítésével foglalkozik.

– Közli, hogy fizetni csak 30-60-90 nap után tud, de hogy kielégítő pénzügyi helyzetbe hozza az alapanyag eladóját, egy általa kiállított/kibocsátott váltót ad át.

– Az üzlet létrejön: a kis- és középvállalkozó megkapja az alapanyagot, az eladó pedig a váltót, amelyet a pénzügyintézeténél érvényesíteni tud. (Ez utóbbi művelet a *leszámítolás*.)

– Az alapanyagot a kis- és középvállalkozó áruvá/szolgáltatássá átalakítja, és vevőt keres a piacon. A versenyképességének fokozása érdekében nem kéri azonnal a vételárát, hanem csak 30-60-90 nap múlva. Váltót kér vevőjétől, amelyet ő is bevált a pénzügyintézeténél, vagyis ő is leszámítottatja.

– Az említett vállalkozók pénzügyintézetei jelentéktelen nagyságú jutalék levonásával (ezt hívják *diszkontösszegnek*) a benyújtott váltó összegét a vállalkozóknak kifizetik.

– A pénzügyintézetek a megvett (leszámított) váltókat eladják (vizontleszámítottatják) egy államilag kijelölt pénzügyintézetnél, amely lehet a jegybank vagy más pénzügyi szereplő, amely a tovább csökkentett váltóösszeget kifizeti a leszámító pénzügyintézeteknek (ez a művelet a *rediszkontálás*).

– A jegybanknál összegyűlnek a fenti visszleszámított váltók, amelyeket a lejáratkor fizetés céljából bemutatnak a váltókibocsátóknak (a jegybank vagy más rediszkontáló pénzügyi intézmények ezzel a feladattal más követeléskezelő pénzügyi vállalkozást is megbízhatnak).

A fenti algoritmusban tudatosan pénzügyintézetekként írtunk a kereskedelmi bankokról, mivel a váltók befogadása, diszkontálása nem kizárólag kereskedelmi banki jogosultság.

A B típus az előző változat kiegészítését jelenti a következőképpen.

– Kiindulópont: az alapanyag és a késztermék értékesítője egyaránt váltókhöz jut.

– Alapvetés: a váltókat nemcsak pénzügyintézeteknek lehet eladni leszámítolás céljából, hanem lejáratuk előtt fizetésre is felhasználhatók. Fizetőeszközként való használatuk előnyös, mert ilyenkor nem lép közbe egy harmadik fél, aki a váltók összegéből

diszkontkamatot vonna le. A váltó tulajdonosa a le nem járt váltó segítségével az ellátási lánc következő szereplőjének a névérték erejéig fizetni tud.

– A váltó új tulajdonosa vagy ismét csak fizetésre használja fel a váltókat (ha azok lejáratát ezt lehetővé teszi), vagy pedig a saját pénzügyi intézeténél leszámítoltatva készpénzhez jut.

A fenti modellek ma Magyarországon egyáltalán nem működnek. A kereskedelmi bankok a váltóhamisítás veszélyére hivatkozva nem fogadják be diszkontálásra váltókat. *Kereszty* [2000] kimutatta egy, a hitelezők érdekeinek érvényesülését vizsgáló munkájában, hogy miközben a csődbüntetettek aránya 35-37 százalék, addig a váltóhamisítás aránya, ha volt egyáltalán az adott évben, nem érte el a fél százalékot sem. Az MNB a kereskedelmi bankoktól már nem kap váltókat visszszámítolás céljából, ez összefüggésben van azzal, hogy egyedi hitelkockázatot nem vállal, de természetes folyamánya az előző, kereskedelmi banki gyakorlatnak. A bankok szerint nincs is váltónyomtatványuk. Holott tankönyvi tétel, hogy csak a váltókellékek teljeskörűsége a fontos, és nem a matéria, amelyen ezeket megjelenítik.

A váltóforgalmazással szembeni banki ellenállás okát abban látjuk, hogy az igen alacsony leszámítolási kamatlábak szerinti profitszint a bankok számára a műveletet gazdaságtalanná teszi. Az egyedileg kis összegű diszkontkamatok nem biztosítanak akkora bevételt, mint a jelzálogkölcsön-szerződések, és járulékos költségek sem számolhatók fel. A kis- és középvállalati szektor váltóinak diszkontálása helyett a kereskedelmi bankok ma az euróövezethez képest magas kamatozású államkötvények megvásárlását választják. Váltóleszámítolás esetében ennél feltehetően magasabb kamatbevételhez juthatnának, ráadásul áruval fedezett követelésbe fektethetnének. Amennyiben ezen váltók kibocsátását állami garanciával látnák el, az egyszerűen jelentene megfelelő befektetést a pénzügyi szektor számára és kedvezőbb likviditást a vállalkozásoknak. Jelenleg ugyanis a váltóleszámítolást teljesen mellőző pénzügyi szolgáltatók rendkívül kedvezőtlen – gyakran 20-30 százalékos diszkontkamat mellett meghirdetett – faktoringügyletek révén juttatják likviditáshoz a vállalkozásokat.

Alkalmazási javaslatok

A következő területeken javasoljuk bankjogi módosítók rendszerszintű kidolgozását, amelyek által a váltóleszámítolás, a visszszámítolás újból működőképessé válna. Három olyan helyzetet mutatunk be, ahol meggyőződésünk szerint igény lenne valamennyi váltóhoz kapcsolódó pénzügyi műveletre.

Magyarországi székhelyű bankok kelet-közép-európai szerepvállalása

Mivel a magyarországi székhelyű kereskedelmi bankok közül az OTP tekinthető a legtőkeerősebbnek Magyarországon, és portfóliója a legkiterjedtebb, ezért az OTP szerepvállalási lehetőségét tekintjük át.

Az OTP Csoport majd 20 éves nemzetközi terjeszkedésének eredményeként regionális főszereplője a kelet-közép-európai piacoknak. A magyarországi 20-nál több leányvállalatán kívül jelen van még a következő, ábécérendben felsorolt országokban leányvállalattal: Albánia, Bulgária, Horvátország, Moldávia, Montenegró, Oroszország, Románia, Szerbia, Szlovénia és Ukrajna. Az OTP Csoport részeként 2004-ben jött létre az OTP Bank Romania, amelynek további tagjai vannak Romániában. Ezek lízinggel, befektetési alap-kezeléssel vagy – ami tanulmányunk témájához a legközelebb áll – faktorálással foglalkoznak. A faktorálás és a váltódiszkontálás folyamata pénzügyi-informatikai szempontból igen közel áll egymáshoz, véleményünk szerint az OTP Factoring Romania portfóliójába ez utóbbi beilleszthető lenne. A váltóműveletek záró tranzakciójának, a rediszkontálásnak a végrehajtására a következő nagybankok tekinthetők alkalmasnak: a magyarországi OTP Bank, a Magyar Nemzeti Bank és a rediszkontálással foglalkozó külföldi bankok levelező banki szolgáltatások igénybevételével. Az inkasszóbankot vagy behajtóügynökséget a három felsorolt pénzintézet típusnak együttesen vagy valamelyiküknek kellene megalapítania.

A kiskereskedelmi áruházláncok saját váltói

A multinacionális vállalkozások termékkínálatuk nagy részét előnyös feltételekkel importálják Magyarországra, ugyanakkor mezőgazdasági, élelmiszeripari termékeiket a hazai kis- és középvállalkozásoktól szerzik be. Ez utóbbi beszállítókkal hatalmas, 30-60-90 napos fizetési haladékot fogadtatnak el. A fizetési haladékok ellensúlyozása és a szektor életképességének erősítése érdekében javasoljuk a 30-60-90 napos lejáratú saját váltók kiállítására való, jogszabályokkal alátámasztott felszólítást, de legalább ösztönzést.

Enélkül az erőfőlnyüket igen nehéz enyhíteni. Ha az áruházláncok által kiállított saját váltókat a kis tőkeerejű magyar cégek, egyéni vállalkozók leszámításra benyújtják bankjaiknak, akkor képesek lesznek tevékenységüket folytatni. A mikro-, a kis- és középvállalkozások tehát – elviselve a bevásárlóközponttal kötött szerződés szerinti kiszolgáltatottságukat – váltóleszámítolások révén ekkor időben készpénzhez jutnak, azaz nyersanyagjellegű beszerzéseikre, munkabérfizetésre már elégséges forgótőkékük lenne.

A bevásárlóközpontok számára is gondot jelent a zökkenőmentes értékesítés. A leszámított váltók után ők is hamarabb jutnának hozzá forgalmi bevételeikhez. A két világháború között az áruházak például zongoraeladásaikat kapcsolták össze hosszabb ideig tartó fizetési haladékok, részletfizetési kedvezmények nyújtásával, és kértek ennek fejében leszámítható váltókat.

A vevői, illetve a beszállítói menedzsment feladatkörének kiterjesztésével és összehangolásával harmonikus egyensúly hozható létre. Ehhez a váltókiállítás és váltóelfogadás vállalati szintű rendszerének kidolgozására van szükség. Összességében úgy emelkedne a kiskereskedelmi áruházláncok forgalma, hogy a mikro-, a kis- és a középvállalkozások is megerősödneek.

Állami projektek

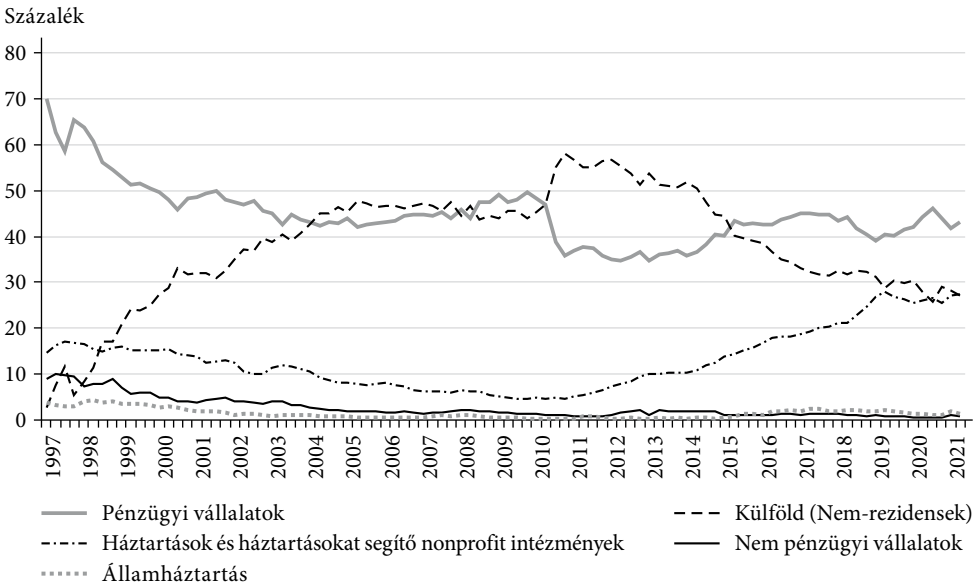
A 2020-as évek elején tervezett nagy állami beruházások finanszírozása váltókibocsátás révén előnyökkel járna mindhárom szereplő, azaz a vállalkozások, a pénzügyi intézményrendszer és az állam számára is. Ha csak általában az ország energetikai helyzetének megoldását célzó beruházásokra gondolunk, belátható, hogy a vállalati láncrészletek, valamint az államháztartás terhei is jelentősen csökkennének olyan váltók kibocsátásánál, amelyek viszontleszámítolását az állam szavatolná. Ez értékállóbb befektetési lehetőséget jelentene a pénzügyi szektor szereplőinek, a váltóforgatásba bekapcsolódó egyéb magángazdasági szereplők számára, mint a már eleve magas államadósságon felül kibocsátott újabb államkötvények. A küszöbön álló állami beruházások elkerülhetetlenek a költségvetési szigor ellenére is, hiszen az energetikai problémák megoldása mellett egyre sürgetőbb állami beavatkozást igényel a környezetvédelem is. A „zöldnövekedés irányába” mutató beruházások új pénzügyi megoldásokat, új hitelkonstrukciók és támogatások megjelenését teszik szükségessé az MNB állásfoglalása szerint, amelynek egyik megoldása az államilag garantált, digitális formában forgatható váltó lehetne (Juhász [2022]).

A kereskedelmi váltó állami projektek megvalósítása során történő alkalmazását az is indokoltá teheti, hogy az államadósság finanszírozásában a nem pénzügyi vállalatok elenyésző mértékben vesznek részt (2. ábra). Ha a rendelkezésre álló adatsor alapján vizsgáljuk az állampapírpiaci részesedésüket, azt is megfigyelhetjük, hogy ez a rendkívül csekély (5 százalék alá mérséklődő) tulajdonrész a 2000-es évektől jellemezte a magyar gazdaságot.

A 2. ábra azt mutatja meg, hogy míg a háztartásokat sikerrel vonta be az állam az adósság finanszírozásába, a nem pénzügyi vállalatok lényegében eltűntek az állampapírpiacról. A leértékelődő árfolyam és az euróövezetnél jellemzően magasabb infláció bizonyára nem teszi vonzóvá a hazai állampapír-befektetéseket a vállalatok számára. Egy olyan állami kibocsátású, hitelviszonyt megtestesítő értékpapír, amely értékálló azáltal, hogy tényleges termelési folyamat finanszírozását szolgálja, állami garanciával biztosítva jelentős vállalati megtakarításokat mozgósíthatna az állami megrendelések megvalósításában részt vevő vállalatok és hitelezők körében. Ezeket a váltókat kibocsáthatná saját váltóként egy állami alapítású árnyékbank vagy idegen váltóként az állami projektek beszállítói bázisa. Az első esetben az állam vállalna közvetlen fizetési kötelezettséget a megrendelések teljesítésére a váltó vagy ahhoz hasonló, hitelviszonyt megtestesítő eszköz formájában, a második esetben állami garancia biztosítaná, hogy a váltót kibocsátó, az állammal üzleti kapcsolatban álló vállalat gondoskodik a váltóban foglalt kötelezettség teljesítéséről a kedvezményezett részére (a címzett felszólításával). Az állami garanciát nem kellene feltétlenül a jegybanknak vállalnia, hanem valamilyen más, állami garantőrintézmény is kötelezettséget vállalhatna a váltók leszámítolására bizonyos feltételek mellett. Az MNB a váltók leszámítolásával ugyanis egyedi hitelkockázatot vállalna, szemben a célzott hitelezést szolgáló programokkal, mint amilyen a Növekedési Hitelprogram, amelynek révén a hitelintézeteknek nyújt kedvező feltételek mellett forrást, hogy azt megadott vállalati szegmens részére továbbhitelezzék limitált kamatszintek mellett.

2. ábra

Az egyes szektorok részesedése a központi költségvetés által kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokból, 1997–2021



Forrás: saját szerkesztés MNB-adatok alapján.

A váltóhasználat kockázatáról

Jelen, a váltóforgalmazás mellett érvelő cikkünkben sem mellőzhetjük a váltóhasználat kockázatának tárgyalását. Rögzítsük aényt: a váltó egy követelést megtestesítő értékpapír, így előnyét és hátrányát a lehetséges alternatíváihoz viszonyítva érdemes tárgyalni. A váltókellékek hiánytalan felsorolása mellett akár egy kockás lapon is kiállítható fizetési ígervény, amely forgatásra alkalmas, így egyidejűleg több funkciót is betölthet: hitel-, fizetési, befektetési eszköz és biztosíték, mindezek alapja a váltószigor. A polgári perrendtartást a váltótörvényben foglalt szigorú eltérésekkel kell alkalmazni, vagyis a követelések behajtását a váltójog szigora garantálja. A váltószigor a teljesség igénye nélkül az alábbiakat jelenti: lényegesen rövidebbek a bírósági határidők (a teljesítésnél példának okáért háromnapos, a határidő-mulasztáskor igazolásnak nincs helye, stb.), a váltó aláírói egyaránt felelősek, csődeljáráskor a váltótartozás előrébb sorolandó a többi hitellel szemben, s legfőképp a váltó jogosultja az alapügylettől függetlenül léphet fel a váltó kötelezettjével szemben.

Meggyőződésünk, hogy a reálszféra⁵ szerződéses kapcsolatainak biztonsága váltó kiállításával nagymértékben fokozható. Ugyanakkor tudjuk, hogy a felek különbözőképp értékelik a pénzügyi teljesítés kockázatát. *Labancz* [2010] kereskedelmi

⁵ Finánc- vagy pénzügyi váltóval jelen dolgozatunkban nem foglalkoztunk.

banki tapasztalatán nyugvó munkája alapján a 3. ábra segítségével értékeljük az egyes fizetési módokhoz fűződő, egymással ellentétes eladói és vevői (fizetési, illetve teljesítési) kockázatokat.

3. ábra

A fizetési/teljesítési kockázatok partnerek közötti viszonylagossága

A nyíl irányában az *eladó* előnye nő, erőfölénybe kerül, az előrefizetéskor nincs fizetési kockázat

teljesítés után x nappal	utalás teljesítéskor	inkasszó	csekk-kiállítás	váltó	bank-garancia	a bank saját aval váltója	okmányos beszedvény (akkreditív)	előre-fizetés
-------------------------------	----------------------	----------	-----------------	-------	---------------	---------------------------	----------------------------------	---------------

A nyíl irányában a *vevő* előnye nő, halasztott fizetésnél a legnagyobb, itt nincs teljesítési kockázat

Forrás: Labancz [2010] nyomán saját szerkesztés.

Érdemes megfigyelni, hogy a váltó középen helyezkedik el, tehát váltóhasználatkor a fizetési és a teljesítési kockázat mértéke kiegyenlített a szerződéses partnerek között.

A szerzők tudatában vannak annak, hogy a lüktető piacgazdaság és benne a kereskedelmi élet mozgatórugóját jelenti a váltó. Ugyanakkor, ahogy a pénz mögött, úgy a váltó mögött is meg kell lennie a bizalomnak a gazdasági szereplők részéről. A jogalkotó alkotson – és igenis alkotson – bizalomerősítő szabályokat, a váltóval kapcsolatos speciális joghatások csak akkor érik el céljukat, ha találkoznak a gazdasági szereplők elfogadási készségével.

Következtetések

A 2018-ban életbe lépett új váltójogi törvény megteremtette a váltóhasználat önálló jogszabályi hátterét Magyarországon. Egyben megerősített egy történelmileg bevált pénzügyi eszközt, amely napjainkban sikerrel szolgálhatná a vállalkozások, elsősorban a mikro-, kis- és középvállalkozások likviditásteremtését. A váltó a vállalkozói szektorban makrogazdasági szerepénél fogva is számos példán keresztül volt sikeres. Halasztott fizetést lehetővé tevő, pénzhelyettesítőként funkcionáló pénzügyi instrumentumot jelent. Forgathatósága miatt a befektetők széles köre megtakarításának felhasználását teszi lehetővé, általa a vállalati likviditásfelesleg más vállalatok, sőt az államadósság finanszírozására fordítható. A jelenlegi válságkezelés egyik hatásos eszközeként hozzájárulhatna a beszükkült költségvetési mozgástér bővítéséhez. A váltóalapú likviditásteremtés egyként szolgálná a kis- és középvállalati szektor egészét, a kis- és középvállalati szektor és a multinacionális vállalatok kapcsolatrendszerét, az állami infrastrukturális beruházások megvalósítását, miközben az inflációs hatásokat késleltetve megkönnyítené az árstabilitás fenntartását. A váltóforgalmazás makrogazdasági összefüggéseinek kimutatását követően meggyőződésünk

vált: a váltóalapú likviditásteremtés a buborékgazdaság kialakulása ellen hat, mert a kereskedelmi váltó használata mögött mindig valós árutömeg van. A váltó gazdaságélénkítő szerepe a válságkezelés sikeres eszközeként történelmileg igazolt, napjainkban ismét időszerűvé vált.

Hivatkozások

1840. ÉVI XV. TÖRVÉNYCIKK [2015]: 1840. évi XV. törvénycikk. A váltó-törvénykönyv behozatik. Megjelent: Ezer év törvényei. Wolters Kluwer, Budapest, <https://net.jogtar.hu/ezer-ev-torveny?docid=84000015.TV&searchUrl=/ezer-ev-torvenyei%3Fpagenum%3D27>.
- ÁBEL ISTVÁN [2019]: Pénz és kamat. A monetáris politika megújítása. Prosperitas Monográfiák, Budapesti Gazdasági Egyetem, Budapest, <http://publikaciotar.repositorium.uni-bge.hu/id/eprint/1106>.
- ANTAL-POMÁZI KRISZTINA [2011]: A finanszírozási források szerepe a kis- és középvállalkozások növekedésében. *Közgazdasági Szemle*, 58. évf. 3. sz. 275–295. o.
- BANAI ÁDÁM–LÁNG PÉTER–NAGY GÁBOR–STANCSICS MARTIN [2017]: A gazdaságfejlesztési célú EU-támogatások hatásvizsgálata a magyar kvv-szektorra. *Közgazdasági Szemle*, 64. évf. 9. sz. 997–1029. o. <https://doi.org/10.18414/ksz.2017.10.997>.
- BANAI ÁDÁM–NAGY BENJÁMIN (szerk.) [2021]: Egy új kor hajnalán – Pénz a XXI. században. A Magyar Nemzeti Bank tanulmánykötete a digitális jegybankpénzről. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/mnb-szakkonyvsorozat/egy-uj-kor-hajnalan-penz-a-21-szazadban>.
- BATS, J.–HOUBEN, A. [2020]: Bank-based versus market-based financing: implications for systemic risk. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 114. No. 105776. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105776>.
- BOSSONE, B.–LABINI, S. [2016]: Macroeconomics in Germany: The forgotten lesson of Hjalmar Schacht. *VOX*^{EU} CEPR, július 1. <https://voxeu.org/article/macroeconomics-germany-forgotten-lesson-hjalmar-schacht>.
- BOTOS KATALIN [2020]: Pénzelméleti kihívások a modern gazdaságban. Megjelent: *Kosztopolosz Andreász–Kuruczleki Éva* (szerk.): Társadalmi és gazdasági folyamatok elemzésének kérdései a XXI. században. SZTE Gazdaságtudományi Kar, Szeged, 11–22. o. <https://doi.org/10.14232/tgfeK21sz.1>.
- CHIKÁN ATTILA–CZAKÓ ERZSÉBET–LOSONCI DÁVID–KISS-DOBRONYI BENCE (szerk.) [2019]: A 4. ipari forradalom küszöbén. Gyorsjelentés a 2019. évi kérdőíves felmérés eredményeiről. Versenyképesség Kutató Központ, Budapest, http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/4328/1/Gyorsjelentés_2019_Versenykepesség.pdf.
- FÁBRI ERVIN (szerk.) [1989]: A váltó a Magyar Nemzeti Bank munkájában, I–II. kötet. MNB Személyzeti és Munkaügyi Főosztály Oktatási Osztály, Budapest.
- GÁRDOS ISTVÁN [2016]: Kié a pénzem? A pénz dologi jogi vizsgálata. Wolters Kluwer, Budapest.
- HAVRAN DÁNIEL [2010]: A vállalati likviditáskezelés. PhD-disszertáció. Budapesti Corvinus Egyetem, Közgazdaságtani Doktori Iskola, Budapest, http://phd.lib.uni-corvinus.hu/535/1/havran_daniel.pdf.
- HEZAM LEILA MELINDA–PATAKI LÁSZLÓ–TÓTH RÓBERT [2017]: A hazai kis- és középvállalkozások pénzügyi helyzetének controlling elemzése a növekedési stratégia tükrében. *Controller Info*, 5. évf. 2. sz. 48–54. o. <https://doi.org/10.24387/CI.2017.2.8>.

- ITM [2019]: A magyar mikro-, kis- és középvállalkozások megerősítésének stratégiája, 2019–2030. Innovációs és Technológiai Minisztérium, Budapest, <https://www.edutus.hu/wp-content/uploads/2020/10/KKV-Stratagia-2019-2030.pdf>.
- JUHÁSZ KATALIN [2022]: Zöld fordulat szükségessége az elméletben és a gyakorlatban – Erőforrásaink tegnap, ma és holnap. Megjelent: *Baksay Gergely–Matolcsy György–Virág Barnabás* (szerk.): Új fenntartható közgazdaságtan – globális vitairat. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, 113–122. o.
- KERESZTY BÉLA [2000]: Az új társasági törvény a hitelezők érdekeinek védelmében. *Acta Universitatis Szegediensis: Acta juridica et politica*, Vol. 58. No. 1–41. 331–345. o. http://acta.bibl.u-szeged.hu/7060/1/juridpol_058_331-345.pdf.
- KOMLÓSSY LAURA–KOVÁCS BLANKA–SÁNDOR SOMA [2021]: A kkv-k finanszírozási lehetőségeinek kiterjesztése a digitális jegybankpénz segítségével. Megjelent: *Banai–Nagy* (szerk.) [2021] 361–384. o.
- LABAN CZ MARGIT [2010]: Az MKB ajánlata a logisztikai ágazat szereplőinek. Fizetési módok – okmányos termékek. MKB Bank Zrt., <https://slideplayer.hu/slide/2041422/>.
- MNB [2019]: Versenyképességi program 330 pontban. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/versenykepességi-program-330-pontban>.
- NGUYEN, K. Q. T. [2021]: Determinants of small and medium-sized enterprises performance. The evidence from Vietnam. *Cogent Business and Management*, Vol. 8. No. 1. <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1984626>.
- PULAY GYULA ZOLTÁN–BEKE ANDREA–NAGY ADRIENN–SZABÓ BÉLA [2020]: A kivállalkozások hitelezésének hatása a gazdaság kihévíítésére. Állami Számvevőszék, június, https://www.asz.hu/storage/files/files/elemezsek/2020/kisvallalkozasok_hitelezese_20200619.pdf?ctid=1296.
- ROY, R.–HEUTY, A.–LETOUZÉ, E. [2012]: Fiscal space for what? Analytical issues from a human development perspective. Megjelent: *Roy, R.–Heuty, A.* (szerk.): *Fiscal Space*. Routledge, 53–88. o.
- SERRASQUEIRO, Z.–MAÇÃS NUNES, P.–LEITÃO, J.–ARMADA, M. [2010]: Are there Non-Linearities between SME Growth and its Determinants? A Quantile Approach. *Industrial and Corporate Change*, Vol. 19. No. 4. 1071–1108. o. <https://doi.org/10.1093/icc/dtp053>.
- SPUFFORD, P. [2007]: Hatalom és haszon. Kereskedők a középkori Európában. Scolar Kiadó, Budapest.
- SZALAY ZSUZSANNA–VÉRTESY LÁSZLÓ–NOVÁK ZSUZSANNA [2020]: A kis- és középvállalkozási szektor erősítése váltóra váltással. *Pénzügyi Szemle*, 65. évf. 3. sz. 413–429. o. https://doi.org/10.35551/PSZ_2020_3_6.
- TÓTH FERENC [2002]: A váltó szerepe a gazdaságban, régen és ma. Patent Kft., http://users.atw.hu/patentkft/valto_tortenete.htm.
- TRADEMAGAZIN [2019]: EOS: a számlák 78 százalékát fizetik a magyarok időben. *Trade-magazin*, szeptember 27. <https://trademagazin.hu/hu/eos-a-szamlak-78-szazalekat-fizetik-a-magyarok-idoben/>.
- TURNER, L. A. [2018]: Between debt and the devil: beyond the normalization delusion. *Business Economics*, Vol. 53. 10–16. o. <https://doi.org/10.1057/s11369-017-0064-y>.
- WERNER, R. A. [2005]: *New Paradigm in Macroeconomics. Solving the Riddle of Japanese Macroeconomic Performance*. Palgrave Macmillan, New York.