

A feltörekvő tőke- és pénzpiacok útvesztőiben

Pálosi-Németh Balázs: A feltörekvő országok tőkepiacai a pénzügyi globalizációban

Philosophiae doctores, Akadémiai Kiadó, Budapest, 2008, 248 oldal

Egy modern, minden tekintetben feltörekvő új kutatói generáció munkáját jelentette meg az Akadémiai Kiadó, a *Philosophiae Doctores* sorozatában, amely a legígéretesebb megvédett PhD-tanulmányokat adja közre nyomtatott formában. A szerző mind a célba vett kutatási irány, mind a tényleges tudományos feldolgozás tekintetében kifejezetten izgalmas feladatra vállalkozott, amikor a feltörekvő pénz- és tőkepiacokról általában, illetve konkrétan a magyar tőzsde jövőjéről, aktuális stratégiai kérdéseiről igényes és fontos mondanivalót kínált az olvasónak. A könyv, a Pálosi-Németh Balázs által a bevezetőben is bevallott elsődleges feladata, hogy a tudományos szakirodalomban a tőzsdék és a pénzpiacok szerepét általában túlzottan misztifikáló leírást kellően tudományos keretek közé szorítsa, és e keretek között próbálja tisztázni a pénzügyi intézményrendszer fejlődésméletét, valamint a fejlődő-feltörekvő pénzügyi piacok rendszerspecifikus elemeit.

A szerző kiinduló pontja, hogy a témában főáramlatnak tekinthető szakirodalomban a legtöbb modell szerint a gazdasági fejlődés és a tőkepiacok mélyülése párhuzamos. E párhuzamosság azonban közel sem jelenti azt, hogy jól meghatározott ok-okozati összefüggések szerint folyamatosan – és ráadásul viszonylag jól előre jelezhetően – le tudjuk írni azt a kapcsolatot, ami a pénzügyi piacok fejlődése, illetve a gazdasági fejlődés között van. A feltörekvő országok pénzügyi intézményei mégsem az egyébként önmagukban zárt és végeredményeiket tekintve aligha támadható modellek perdikciói szerint változnak. Továbbá azt bizonyítja, hogy az úgynevezett feltörekvő országok szabványosított tőkepiacainak (tőzsdéinek) és intézményeinek az esetében különösen nem egyértelmű a pozitív kapcsolat. Tehát az, hogy nem áll meg az az állítás, hogy a pénzügyi intézmények és a pénzügyi közvetítés mélyülése és a fejlődés között egyértelműen pozitív és egyirányú az oksági kapcsolat. A szerző további kutatási eredménye, hogy a feltörekvő országok pénzügyi intézményrendszerre speciális, fejlődésük nemcsak le van maradva, hanem eltér a fejlett országokétól.

Ahogy arra tudatosan Pálosi is utal, több mint fél évszázada már *Schumpeter* [1954] rögzítette az elméleti közgazdasági kutatás fix pontjait, amelyek lényegében három kötelezően érintendő területhez tartoznak, így az elmélet, a statisztika és a történelem. E három területnek a jól kevert elegye alkotja azt, amit gazdasági elemzésnek nevezünk. A disszertáció nyomtatott formája e három megjelölt pillérhez való kapcsolódást végig jól teljesíti, kezdve azzal, hogy a kontinentális és a tengerentúli angolszász hagyományoknak megfelelően, a munkát a téma irodalmának alapos összefoglalásával kezdi, azonosítva a saját kiindulópontjait, illetve azokat a kérdésfelvetéseket, amelyeket korábban nem alkalmaztak, vagy amelyekben nem jutottak kellően erős és védhető eredményre. A 2., 3. és 4. fejezet tartalmazza az elméleti fejtegetéseket, illetve új gondolati konstrukciókat, tételeket. Ezen utóbbiakban egyúttal helyet kaptak azok a – feltörekvő piacokon a globalizáció nyomán előállt, az elmúlt 15–18 év tapasztalatát szintetizáló, a pénzügyi rendszerre vonatkozó – megállapítások is, illetve a feltörekvő piacok jelenlegi stratégiai és lehetséges jövőbeli kérdései, amelyek ma – a globális mélyrepülések közepette – a szó legszorosabb

értelmében égetően aktuálisak. Az 5. fejezet egy alternatív szemszögből vizsgálja a feltörekvő országok tőkepiacainak a gazdaságfejlődésben betöltött szerepét. A 6. fejezet pedig a statisztikailag bizonyított állítások empirikus vizsgálatát kínálja. A kötetet a következtetésekkel, ajánlásokkal és a további kutatási irány bemutatásával zárul. A továbbiakban főként azokra a részekre koncentrálnak, amelyek tudományosan kiemelten értékesek vagy éppen vitára invitálnak.

Az 1. fejezetben a szerző meggyőzően érvel amellett, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer – ahogy azt a szakirodalomban is számos szerző megerősítette – jól magyarázható intézményi oldalról (*new institutional finance*), sőt a pénzügyi intézmények lényeges szerephez jutnak akkor is, ha a pénzügyi viselkedés (behavioural finance) oldaláról közelítünk. Pálosi egyértelműen foglal állást abban a kérdésben, hogy noha a közgazdászok a múltban iskoláktól és felfogásoktól függően ugyan változó képet festettek a pénzügyi rendszer jelentőségéről, mégis több bonyolult kérdés is felvetődik akkor, amikor az ok-okozati összefüggést keresve a pénzügyi közvetítőrendszer fejlődése az ok, a gazdaságteljesítmény növekedése pedig az okozat. Körültekintő érvelése után, a szerző – elismerve ugyan az oda-vissza hatást – a pénzügyi rendszer fejlődésének domináns hatásaira hivatkozik.

Azokra a tanulmányokra hívja fel a figyelmet, amelyek bemutatják a háztartások megtakarítási hajlandóságának pozitív összefüggését a gazdasági növekedéssel, illetve a pénzügyi közvetítés mélységével. Idézi *Jayaratne–Strahan* [1966] rendkívül inspiráló cikkét, amelyben a szerzőpáros megmutatta, hogy az Egyesült Államok azon államaiban, ahol a korábbi fiókalapítási korlátozásokat eltörölték, a gazdasági növekedés átlagosan (szignifikánsan) 0,51 százalékponttal magasabb lett, mint a többi államban. Ez tehát valóban azt bizonyítja, hogy a banki rendszerben a dereguláció éppen arra adott módot, hogy a pénzügyi rendszer versenye intenzifikálódjon, illetve, hogy a pénzügyi közvetítés általában mélyebbé váljon. A kérdésben mértékadónak tekinthető cikkek, így például *Levine* [1997], valamint *Levine–Zervos* [1998] átfogó empirikus munkája nyomán az oksági összefüggés iránya lényegében elfogadottnak tekinthető, ha a pénzügyi fejlődés egyértelműen pozitív korrelációt mutat a GDP növekedésével, sőt primer kapcsolat van a két jelenség között, azaz utóbbit a pénzügyi rendszer mélyebbé válása jól jelzi előre.

A 2. fejezetben, a könyv történeti részében, gazdag és a mai helyzetet tekintve is rendkívül tanulságos helyzetértékelést kapunk (igaz ugyan csak a visszatekintő bölcsességével) a tőkemobilitás struktúrájáról, a tőkepiacok fejlődési tendenciájáról, illetve a pénzügyi folyamatok sebességeit illetően. Különösen érdekes az a hivatkozás, amelyik az amerikai nagybefektető Warren Buffet meglátására emlékeztet, aki leírta, hogy a hatvanas évek elejétől a végéig, lényegében a nyolcvanas évek közepéig pénzügyi paralízisről lehetett beszélni: a Dow Jones, az ipari indexek egyik legjellemzőbb átlaga 1964. december 31-én éppúgy 875 ponton állt, mint 1981. december 31-én (*Buffet* [2001]).

A pénzügyi innovációk és az új típusú eszközök reneszánsza a hetvenes évek második felében vett igazán nagyobb lendületet. A liberalizáció és a kockázatok nagyobb allokációja mellett a tőkepiacok globalizálódásának igazi okai között a technológiai fejlődést, illetve az ezt kiaknázni képes intézményrendszert azonosíthatjuk.

Az intézményi kérdések taglalásakor nagyobb súlyt kap a külső elszámoltathatóság. A nemzetközi egyezmények és szerződések legfontosabb szerepe – ezen belül az EU-intézményeké –, hogy a hitelesség megteremtésére és megtartására kényszeríti a tagországok gazdaságpolitikáját, és külső horgonyként kiegyensúlyozza a belső politikai nyomás egy jelentős részét. E fejtegetések nyomán az igazán fontos kérdés valóban az, hogy mely reformok és mely intézmények fejlesztése gyorsíthatja meg a pénzügyi intézmények fejlődését általában, és a konkrét magyar helyzetet illetően specifikusan. Nos, ebben a tekintetben igazi eligazítást, legalábbis olyat, amely a konkrét kérdésre konkrét választ kínál,

nem minden tekintetben kaptunk, hiszen az *S* alakú összefüggést bemutató ábra az ország pénzügyi közvetítésének mélysége és a GDP növekedés üteme közötti kapcsolatot csak általában írja le. Valójában nem mutatja meg, hogy jelenleg vajon Magyarország az alacsony, közepes vagy magas fejlettségi skálán pontosan hol helyezkedik el, illetve hogy konkrétan, mely intézmények gyors ütemű fejlesztése lenne szükséges. E hiányt némileg enyhíti, hogy eligazítást kapunk a bankrendszer és a tőkepiac hatékonyságának különbségeiről az egyes iparágak finanszírozásában általánosságban, ahogy azt a 98. oldalon lévő összeállítás jól alátámasztja. Részben ez alapján is megalapozottnak tekinthető az érvelés, amely szerint a piac számos esetben hatékonyabb, mint a bankrendszer, hiszen legfőbb előnye az ármechanizmus koordinációja, valós árjelzéseken keresztül. Az olvasónak mégis olyan érzése támad, hogy nincs igazán köbe véshető kapcsolat a banki ellenőrzés vagy a tőkepiaci ellenőrzés mértéke és a vállalati összefonódás arányaiban, hiszen számos példát kínál a szerző a bankok és saját bennfentes csoportjainak túlzásaira.

A 4. fejezetben a tíz új EU-tagország tőkepiacának kimerítő áttekintése után amellettt érvel a szerző, hogy a szabványosított tőkepiacok teljesítménye az elmúlt bő másfél évtizedben jellegzetes hullámmozgást mutatott, az emelkedések és visszaesések reálszféra üzleti ciklusaitól lényegében függetlenül alakultak ki. Az a megállapítás, hogy térségünk országaiban a tőkepiacok által nyújtott pénzügyi szolgáltatások iránt a lakosság igénye is – hasonlóan a vállalatokéhoz – meglehetősen korlátozott (és ennek megváltozása időben nem mérhető a normál gazdasági folyamatok időigényéhez, azoknál jóval hosszabb évszázados nagyságrendű probléma), igaznak tetszik, de ez az állítás így túlzó. Egy generáció alatt, sőt megkockáztatom, fél generáció alatt is elsajátítható ismeretekről van szó, a pénzügyi, kulturális szokások kialakítása kellő erőforrás-koncentrációval lehetséges. Így a szerzőnek azon állásfoglalása is túlságosan sommásnak tűnik, hogy bár a kormányok a legtöbb országban igyekeztek a piac által vezérelt pénzügyi közvetítést kiépíteni, sem a vállalatok, sem a lakosság nem volt fogékony erre.

Megítélésem szerint a tőzsdétől, általában a tőkepiactól való távolmaradás, esetleg idegenkedés kevésbé a kultúra hiánya, mint inkább a korai csalódások, illetve a tőkepiaci folyamatok átláthatatlansága az indok; nem kevésbé az intézményi, a tőkepiacok szolgáltatásait kínáló szerkezet, elsősorban a nyugdíjalapok, amelyeknek a teljesítménye az elmúlt másfél évtizedben nem igazán volt bátorító még a kötvénypiacokon sem. Az államkötvénypiacot említve elsődlegesen, ahol az állami pénzügyek rendbetételének máig tartó agóniája elkedvetlenítette a konzervatív megtakarításokban bízó egyént és vállalatot is. A tőkepiaci hatékonyság ugyan fontos kérdés, de mégiscsak alapvetőbb dolog a mögöttük lévő vállalatok és a kínált papírok minősége, annak mélysége és folyamatos bővülése.

A *Stulz* [2005] modelljét felhasználó 5. fejezet plasztikusan mutatja be az úgynevezett kettős elsajátítási probléma jelentőségét az átmeneti országokban, utóbbiakban ugyanis az átmenet során a gyenge kormányzat és az éppen csak formálódó piacgazdaság intézményei párosultak a keleti típusú privatizáció során kialakuló erős tulajdonosi koncentrációval. Ez a jelenség akkor kifejezetten erős, amikor mind az állam, mind bizonyos vállalati érdekcsoportok, amelyeket bennfenteseknek nevez a szerző negatívan befolyásolják a vállalatok pénzáramlását, magyarul torzítják a ténylegesen tulajdonosoknak kiosztható jövedelmet, ezáltal torzítva a vállalatok finanszírozási döntéseit is, közvetve pedig a vállalati hatékonyságot és végső soron a gazdasági növekedést is redukálva. Több évtizedes tapasztalat (a Pálosi által is idézett *Olson* [1987] alapján): ha az állam piacsabályozási és az átláthatóságot biztosító tevékenysége gyenge lábakon áll, akkor a hatalmon lévő elosztási koalíciók önérdékkövetése előtérbe kerül, és a tulajdonjogok és a szerződések kikényszeríthetőségének jelentősége, ereje csökken. Jól érzékelteti ezt a szerző által idézett mérőszám, amely szerint egy dollár szabad pénzáramlás átlagosan 91 centet ért a kisbefektetők számára az Egyesült Államokban, és mindössze 33 centet azokban az országokban, ahol a korrupció

index magas volt. A szórt tulajdonosi szerkezet csak átlátható működés mellett alakulhat ki hatékonyan, ez azonban kiszolgáltatottá teszi a vállalat kisorosztványeseit mind az állami, mind a bennfentes elsajátítás esetén. Ez a jelenség egyértelmű oka annak, hogy a legtöbb országban a koncentrált tulajdonosi-ellenőrzési forma dominál. A Stulz-modell erőteljesen mutat rá arra a problémára, amely a tulajdonosi érdekcsoportok elsajátítása és az állami tulajdon közötti átváltás jelent minden más paraméter változtatlansága esetén.

A továbbiakban a szerző meggyőzően mutatja be, hogy az úgynevezett szinkronitás index felhasználásával, amely az egyes részvények hozamainak szóródása közötti összefüggéseket jellemzi, az egyedi részvények szóródásai alapján összeállítható egy úgynevezett országra jellemző szinkronitásindex, amely egyetlen értéket ad a tőzsdei árak együttmozgásának a kifejezésére. A bemutatott statisztikákból a feltörekvő piacok esetében jól látható, hogy a piac információs funkciója az esetek nagyobb részében öt esetből négyszer átütőnek minősült, és a szinkronitás jelentős értéket mutatott. Ennek alapján is elfogadható, hogy az együttmozgás mértéke jó indikátora a pénzügyi közvetítés hatékonyságának. Az elvégzett mérések és a mérések gyengeségeit, illetve a modellben nem megragadható információkat hűen feltáró kvantitatív elemzés szerint a tőkepiaci közvetítés nem hozható sem lineárisan, sem kvadratikus formában összefüggésbe a gazdasági növekedéssel, jóllehet a banki közvetítés és a gazdasági növekedés között meg lehet találni a statisztikailag is szignifikáns kapcsolatot.

Bár a módszertani körtekintés alapján az eredmények lényegében összecsengenek, mégis óvatos fenntartással kell őket kezelni, ahogyan arra a szerző őszintén rendre rá is mutat (191–192. o), és érdemesnek látja még több adattal és kontrollváltozóval ellenőrizni ezeket az eredményeket.

Fontos eredménye a dolgozatnak, hogy a vizsgált legutolsó kilenc évben az átalakuló országok tőzsdén jegyzett vállalatok hozamainak kockázata/szórása jelentősen csökkent, és a világon egyébként általános tendenciaként a vizsgált országok piacainak szerepe a diverzifikációs előnyök megragadásában számottevően csökkent, ez a tény drámaian nagy hanggal cseng az elmúlt hónapok tőzsdei összeomlásaiban! Sajnos régről tudjuk: ha az egyes piacok közötti korreláció és az összefonódás/együttműködés nő, a keresztmetszeti volatilitás pedig értelemszerűen csökken, akkor a nemzetközi diverzifikáció ereje halványul. Nagyon fontos és a gyakorlat szempontjából kijózanító megállapítása a szerzőnek, eredetileg *Solnik* [1974] úttörő munkája alapján, az a figyelmeztetés, hogy egyes időszakokban ugyan átment egy megnövő volatilitás azonban éppen ilyenkor a legmagasabb a piacok együttmozgása, értelemszerűen ekkor a diverzifikáció nem működik, pedig ekkor lenne rá igazán szükség. Ezt a három évtizedes bölcséletet a legutóbbi nemzetközi pénzügyi válság minden tekintetben megerősítette.

A kötetet az ajánlások és a kutatási eredmények alkalmazhatóságát taglaló rész zárja, amelyben négy gazdaságpolitikailag fontos területet emel ki a szerző, így mindenképp azt, hogy a szabad tőkeáramlás segíti a vállalatokat abban, hogy kiaknázzák a pénzügyi globalizációból származó előnyöket és végső soron az olcsóbb finanszírozási lehetőségeket, kínáljanak. Javasolja a szerző a döntéshozóknak, hogy ne kényszerítsék a hazai vállalatokat tőzsdei bevezetésre, viszont „tegyék simává” az utat azok számára, akik szeretnének akár külföldi, akár hazai piacon nyilvánosan megjelenni. Kellő körtekintéssel, a szerző felhívja a figyelmet arra is, hogy a nemzetközi pénzügyi szervezetek ajánlásaival kapcsolatosan sem árt az óvatosság, mert a gazdasági átalakulás során bizony nem ritkán ártottak a tanácsadók sablonjavaslatai.

A közép-kelet-európai tőzsdék összeolvadása, illetve integrációja vagy esetleg egy helyi tőzsde létrehozása tekintetében a szerző szintén kellő óvatossággal jár el, amennyiben felhívja a figyelmet az alkuerő méretbeli különbségeiből fakadó jelentős eltérésekre, illetve az erősen aszimmetrikus érdekviszonyokra.

Összegezve elmondható, hogy a könyv nagyon alapos, elméletileg igényes, a modern kutatásokra szinte kötelezően jellemző kvantitatív és modellszerű gondolkodást és statisztikai vizsgálatokat felvonultató munkája igen értékes hozzájárulást jelent a feltörekvő piaci tőzsdék további intézményi és hatékony pénzügyi közvetítői arculatának a kialakításában.

Hivatkozások

- BUFFET, W. [2001]: A Time for Discovery. Fortune, december 10.
- JAYARATNE, J.–STRAHAN, Ph. E. [1996]: The Finance–Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation. Quarterly Journal of Economics, Vol. 111. No. 3.
- LEVINE, R. [1997]: Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. Journal of Economic Literature, Vol. 35. No. 2. 688–726. o.
- LEVINE, R.–ZERVOS, S. [1998]: Stock Markets, Banks and Economic Growth. American Economic Review, Vol. 88. No. 3. 537–558. o.
- OLSON, M. [1987]: A nemzetek Felemelkedése és hanyatlása, Közgazdasági Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- SCHUMPETER, J. A. [1954]: History of Economic Analysis. Allen-Unwin, London.
- SOLNIK, H. B. [1974]: Why not Diversify Internationally rather than Domestically. Financial Analysis Journal, Vol. 30. No. 4. 48–54. o.
- STULZ, R. M. [2005]: The Limits of Financial Globalization, Journal of Finance, Vol. 18. No. 4. 1595–1638. o.

Magas István