

## Könyvismertetés

**Pálosi-Németh Balázs**

### **A feltörekvő országok tőkepiacai a pénzügyi globalizációban Akadémiai Kiadó, 2008**

A hét fejezetből álló könyv a pénzügyi közvetítő rendszer és a tőkepiac feltörekvő gazdaságokban ellátott funkcióival, fejlődésével, a gazdasági növekedésben betöltött szerepével foglalkozik. Ez a szerep *Pálosi-Németh Balázs* szerint a globalizáció fellendülő periódusában és különösen a felzárkózó, az alacsony jövedelműek köréből éppen kilépő országokban egyre markánsabb szerepet tölt be. Nemcsak együttes fellépésről van szó, hanem a pénzügyi közvetítés kiteljesedése, elmélyülése az ok, a növekedést hosszú távon befolyásoló tényező. Ezt a vélekedést számos jelentős kutató osztja, és néhányan a logikai érveken túl tényadatokkal is alátámasztják, de az állítás korántsem általánosan elfogadott.

Az írásmű a pénzügyi intézmények funkcióival foglalkozó elméleti fejtegetések szakirodalmi áttekintéséből indul ki. Ezt követően a tőkepiac történeti fejlődését mutatja be, nem feledkezve meg a két világháború közötti időszakban lejajlott – az általános fejlődési tendenciát megtörő – folyamatok okainak tárgyalásáról, majd az 1950-es évek után kibontakozó, újabb fellendülési szakasz igazi mozgatóinak (pénzügyi innovációs lavina) elemzéséről. A folyamatok történeti gyökereinek tárgyalása kapcsán terítékre kerülnek elméleti hipotézisek (pl. *Mundell* modellje és lehetetlenségi tétele, vagy másutt a diverzifikáció szerepe), valamint a pénzügyi integráció elmélyülésének (helyesebben, a mélyülés sebességének) tesztelésére hivatott, érdekes módszerek. Mindez kiegészül a könyvben tárgyalt jelenségek illusztrálására és a tőzsde természetrajzának bemutatására alkalmas példák (mikrogazdasági típusjelenségek) tömegének felvonultatásával.

Csak ezen előzmények tisztázása után, a 3. és 4. fejezetben tér át az írás valódi mondanivalójára, a pénzügyi közvetítés fejlődésének jellemző menetére, amelynek első szakaszában *elkerülhetetlenül* a bankrendszer játssza a meghatározó szerepet, míg a tőkepiac csak egy jóval későbbi szakaszban nyerhetett integráló funkciót. Az első időszak azonban a homogenizálódás jegyében, az egyre inkább külföldi tulajdonba került bankrendszerrel vezérelve zajlott; legalábbis ami a visegrádi és balti országokat illeti. Bár egyelőre ezekben az országokban sem mutatható ki a súlyponteltolódás a tőkepiactól dominált fejlődés felé, és ugyancsak szerények a jelei annak, hogy a pénzügyi közvetítés mélyülése érdemben hozzájárulna a hosszú távú gazdasági növekedés gyorsulásához, a könyv szerzője szerint ez az országcsoport valahol annál a küszöbértéknél tart, ahol ez a hatásmechanizmus utat tör magának. (Ezt fogalmazza meg a szerző 4. tézise és később a tőkepiaci típusú fejlődést ábrázoló hullámvonal.)

A FÁK-országokban pedig, ahol a barterügyletek jelentősége továbbra sem elhanyagolható, az árjelzésnek hatása gyenge, a költségvetési korlát puha és a pénzügyi fegyelemnek a *Kornai* által előszeretettel hangsúlyozott szabályai sem igen érvényesülnek, egyelőre nem látszanak a jelei a pénzügyi közvetítés mélyülésének, és semmiből sem lehet következtetni arra, hogy a tőkepiaci alapú integráció belátható időn belül dominánssá válik.

A gondolatmenetet a feltörekvő országok tőzsdéinek alapítását, majd fejlődését, a privatizációval való kapcsolatát konkrétan bemutató, tanulságos fejtegetés követi. Ezen az úton jut el a szerző ahhoz az érdekes következtetéséhez, hogy a tőzsdefejlődés evolutív útján az adott országcsoportban a jelenlegi – a hazai tőkepiac erősen limitált szerepével és az értékpapír-kibocsátással tőkéhez jutó vállalatok külföld felé fordulásával jellemezhető – szakaszt a tőkepiac és benne a lokális tőzsdék újabb fellendülése fogja követni. (Ebben a fordulatban mindenekelőtt az EU-hoz csatlakozás kockázatsökkentő hatása mutatkozik meg, legalábbis a szerző feltevése szerint.) Különösen akkor, ha a feltörekvő országok tőzsdéi (a könyvben meggyőzően bemutatott fejlődési útvonalon) sikerrel tagolódnak be az európai tőkepiacok egyre integráltabb rendszerébe, és a nemzeti gazdaságpolitikák nem lépnek fel a hazai pénzügyi piacot „védő” (valójában szeparáló) módon.

Az 5. fejezet *Olson* nyomdokain, vagyis az elosztási (és elsajátítási) koalíciók létezéséből kiindulva, ezek működésének logikájára építve mutatja be – saját kifejezésével: gondolja újra végig – az átalakuló országok példáján azokat a korlátokat, amelyek a vállalkozásokon belüli érdekcsoportok és az ugyancsak tagolt, bürokratikus állami apparátus sajátos érdekérvényesítő képességéből adódóan gátolják (de legalábbis nehezítik) a tőkepiacok fejlődését és funkcióinak kiteljesedését. Ezt a fejtegetést a könyv egyik legeredetibb gondolatának tartom.

A kötetnek ez a része meggyőzően bizonyítja, hogy ez a jelenség az átmeneti gazdaságokban a szórt tulajdonosi szerkezet – és így a tőkepiac – kiteljesedését kifejezetten gátolja. Az átláthatóság és a szerződések kikényszeríthetősége hiányában ugyanis a bennfentes tulajdonosok birodalomépítési és – egyáltalán nem melleleg – elsajátítási képessége csaknem korlátlanra emelkedhet. A problémához hozzájárul, teszi hozzá a szerző, az állami elvonások mértékének növekedése is, mivel tovább növeli a bennfentesek elsajátításának (az erőforrásoknak az állami elvonás alóli kivonásának) mértékét, és így a korrupciót is. Ebben a játszmában az egyik lehetséges véglet a káosz, a másik pedig a diktatúra. *Olson* elméletének ezt az adaptációját, beleértve az arra épített modellt is, kifejezetten szellemesnek tartom. Jól érzékelhetővé teszi az intézményi tényező hosszú távú fejlődésben játszott szerepét (ideértve az akár angolszász, akár kontinentális jogrendet is). Ugyancsak igaza van a szerzőnek abban, hogy a kettős elsajátítási probléma a most csatlakozó országokban, ellentétben az érett piacgazdaságokkal releváns, a fejlődés adott szakaszán a tőkepiac fejlődéséhez szükséges áttörést kifejezetten akadályozó probléma lehet.

A 6. fejezet a több dimenziós (teoretikus, leíró, viselkedés-gazdaságtani stb.) elemzést igen széles adatbázisra támaszkodó és nagyon alapos ökonometriai jártasságról tanúskodó modellkísérletekkel zárja. Ez utóbbiak a könyv által megfogalmazott, tesztelhetőnek tűnő állításokat próbálják visszaigazolni, nem kis munkát fektetve ebbe a vállalkozásba. Bár a modellkísérletek tulajdonképpen nem voltak sikeresek.

A záró 7. fejezet visszatérés a bevezetésben megfogalmazott, kiinduló hipotézisekhez, amelyeket a munka részben mint tény visszaigazol, részben azt bizonyítja, hogy olyan következtetésekről van szó, amelyek eddig csak nyomelemekben érvényesültek, de jövőbeni áttörésük nélkül a további felzárkózás elképzelhetetlen.

*Antal László*

PÁLOSI-NÉMETH BALÁZS

**AJÁNLÁSOK ÉS AZ EREDMÉNYEK ALKALMAZHATÓSÁGA<sup>1</sup>**

A kutatás eredményei hozzájárulnak a pénzügyi rendszerek fejlődésének jobb megértéséhez, megkönnyítik a pénzügyi közvetítés specialitásainak azonosítását a feltörekvő országokban. A problémakör feltárása segítséget adhat jobb befektetési döntésekhez, hatékonyabb esz-  
közallokációhoz, az egyes piacok kiválasztásához, valamint a részvényelemzési módszertan kiegészítéséhez. Ezenkívül gazdaságpolitikai döntések meghozatalakor is figyelembe veendő, különösen azon múltbeli intézkedések tükrében, amelyek zsákutcás vagy a gazdaság hatékony erőforrás-felhasználását torzító következménnyel jártak vagy járhattak volna.

Bízunk abban, hogy a könyv javaslatai segítenek hasonló gazdaságpolitikai döntési szituációkban, bármely átalakuló vagy feltörekvő országról legyen is szó. Sőt, a könyvből le-  
vonható következtetések talán a politikusok és a különböző érdekcsoportok között kialakuló konszenzushoz is hozzájárulhatnak, ami a lokális tőzsdék szerepét és lehetőségeit illeti.

Konkréten négy célcsoportnak ajánljuk a könyv tanulmányozását:

A) Talán a legfontosabb csoportot az új EU-tagállamok gazdaságpolitikai döntéshozói alkotják: kormányok, pénzügyminisztériumok, nemzeti bankok és a pénzügyi szervezetek felügyelői. Ezen intézmények hibás vagy közgazdaságilag kellően nem megalapozott döntései jelentős erőforrás-torzító és a pénzügyi rendszeren keresztül tovagyrúzó hatásúak lehetnek, sőt voltak is az elmúlt években.

Számukra négy gazdaságpolitikailag releváns területet emelnénk ki:

- Általánosan a helyes döntéshozatal következményeként létrejövő, szabad tőke-  
áramlás segíti a vállalatokat, hogy kiaknázzák a pénzügyi globalizációból származó előnyöket, így pl. az olcsóbb finanszírozási lehetőségeket. Mi több, a nemzetközi piacokhoz való hozzáférés meggyorsíthatja az intézmények átalakulását azáltal, hogy a keresztkibocsátással élő vállalatok a fejlettebb intézményi standardoknak megfelelően „meghonosítják” azokat a gyengébb intézményi környezetben is. Ez azonban nemcsak a pénzügyi rendszert, a piaci kapitalizációt, likviditást érintő jelenség, hanem általános fejlődés-gazdaságtani kérdés a vállalatok finanszírozási szerkezete és ezen keresztül növekedési lehetőségeik miatt is.
- Gazdaságpolitikailag releváns kérdés volt hosszú időn keresztül a tőzsdék mint intézmények lehetséges stratégiája, azok életképessége és jövője. Látni kell, hogy mivel a helyi tőzsde hatékonyságának előfeltétele az általános intézményi környezet fejlődése, ezzel viszont egyre több vállalat számára nyílik lehetőség a külföldi kibocsátásokra, a vizsgált országok tőzsdéinek komparatív versenyhátránya nem csupán ideiglenes, behozható jelenség. Éppen ezért állami támogatásuk, fejlesztésük közérdeknek való minősítése nem megalapozott. Ez a legfontosabb érv mellett, hogy a tőzsde is magánkézbe kerüljön, ahol piaci ala-

<sup>1</sup> Részlet a könyv záró fejezetéből (224–228. o.), amelyet az Akadémiai Kiadó szíves hozzájárulásával közlünk.

pokon működhet<sup>2</sup>. Magyarországon 2004-ig, Lengyelországban 2006-ig azonban ez nem, illetve csak korlátozott módon valósult meg, addig tőzsdéik sui generis szervezetként működtek, amellyel összemosódtak a tulajdonosaik és az ügyfeleik érdekei<sup>3</sup>.

- Harmadiknak azt a félreértést és az ebből adódó gazdaságpolitikai tévedést tisztáztuk, amely a vállalatok egy szűk körének érdekeit tartja szem előtt. Valóban vannak vállalatok, amelyek esetében nem lehet külföldi kibocsátásra számítani, függetlenül a politikai vagy intézményi korlátoktól. Jóllehet – lobbitevékenységük intenzitásával ellentétben – e cégek sokkal kevésbé fontosak, mint azt számos politikai döntéshozó gondolja. Számukra nemzeti tőzsdét működtetni nem racionális a következők miatt: *Rajan* és *Zingales* [2001] megmutatta, hogy a bankrendszer és a kockázati tőke játsza a döntő szerepet a kis- és középvállalkozások finanszírozásában; még az angol-szász országokban is nagyobb súlyt kapnak, mint a tőkepiac. Ami még fontosabb, egy részük esetében a hazai tőzsde hatékonysági korláttá válhat, ösztönzőjüket veszíthetik arra vonatkozóan, hogy intenzívebb versenyben, fejlettebb standardoknak feleljenek meg.
- Az a felismerés – amely a gazdasági átalakulás során tapasztalt tényekből adódik –, hogy a pénzügyi rendszer evolúciója szigorú korlátok között mehet csak végbe, megelőzheti azon erőforrás-pazarló kísérleteket, amelyek a piac által vezérelt rendszer idő előtti bevezetését célozzák.

Javasoljuk tehát a gazdaságpolitikai 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.

A) A könyv következtetései szempontjából az Európai Unió Bizottsága, az Európai Központi Bank, az Európai Bankfelügyelet (Committee of European Banking Supervisors – CEBC) is érintett több szempontból is.

- A bizottság ellenőrzi az uniós források hatékony felhasználását. Mivel a régiók konvergenciája az alapszerződés óta EU-prioritás, az Európai Központi Bankon kívül a bizottság tágabb perspektívájába kellene tartoznia a pénzügyi rendszer hatékonyságának. A nem hatékony pénzügyi rendszer ugyanis az uniós források felhasználásának torzulásához vezet, lassítva a konvergenciát.

2 HASAN et al. [2003] munkájában 49 tőzsde adatait elemezte. Mind időben, mind egymáshoz viszonyítva jelentős különbségeket talált bevétel- és költség szerkezetükben. Következtetése, hogy mind a költségracionalizálás, mind a bevétel oldalról lemaradnak azok a piacok, amelyeknél koordinálatlan a szabályozás és hiányzik a piacorientált szemlélet. A szerzők eredményei azt is megmutatták, hogy a szervezeti felépítés, a vezetés és a piaci verseny intenzitása jól korrelált a hatékonysággal. A cikk fő konklúziója az, hogy az értékközpontú vállalatvezetés épp úgy releváns egy tőzsde számára, mint a piacgazdaság többi szereplőjénél.

3 Egyrészt, amíg a tagok egyben kereskedők is, addig saját érdekük a tőzsde bevételeinek minimalizálása. Másrészt a nemzetközi integrációs törekvések – amelyek a hazai értékpapir-kereskedők számára a verseny növekedésével jár – szintén nemkívánatosak számukra. További szempontok az átláthatóság növelése, a bennfentes kereskedelem elleni szigorú fellépés és a kisbefektetők védelme, amely kérdésekben szintén érdekkonfliktusok merülhetnek fel az érintettek tisztázatlan viszonyai miatt.

- Ugyanakkor a nemzetközi pénzügyi szervezetek<sup>4</sup> ajánlásaival kapcsolatos óvatosságra és a kontextusfüggőség fontosságára is fel kell hívnunk a figyelmet. A gazdasági átalakulás során ugyanis nem volt ritka a nemzetközi tanácsadók sablonmegoldásaiból adódó gazdaságpolitikai kisiklás (*Kolodko* [2005]).

A) Harmadszor, elsősorban a 4. fejezet elemzése szolgálhat iránytűként a feltörekvő országok tőzsdéinek menedzsmenete számára. Nekik dönteniük kell, hogy a valós alternatívaként megmaradó három stratégia közül melyiket választják. Ahogy azt ott már kifejtettük, a bemutatott érvek alkotta keretben a legjobb választás egy első körben létrehozott regionális szövetség, amelyik lehetőséget ad, hogy második körben jobb alkupozíciókkal csatlakozzon a szövetség egy vezető piac/hálózat tagjaihoz. Ez persze a jelenlegi körülmények között nem reális, hiszen a bécsi börze regionális szövetség kiépítésére tett erőfeszítései eddig nem hoztak meggyőző eredményeket. Ezért javasoltuk második legjobb megoldásnak az egyedileg történő integrációt. Bár ekkor a korábbi menedzsmenete nagyrészt feladja pozícióit és tacit tudását, de összgazdasági szempontból fontosabb a fejlett piac kiképzésére a transzparens és a nemzetközi standardoknak megfelelő működésre a nagyobb jövőbeli növekedéssel rendelkező vállalatok számára.

Az összeolvadás hatékonysági előnyei miatt az M&A ügylet javasolható inkább, mint gyengébb kapcsolatépítés.

A horizontális integráció mellett a vertikális integráció is gyakori a tőzsdék és a kapcsolódó intézményei között, így pl. az elszámolóházak esetében<sup>5</sup>.

A fő (orientációs) stratégián túl a tőzsdék vezetésének költségoldalról is meg kell felelnie a technológiai fejlődés következményeként egyre erősödő versenynek. Számos munka érvel amellett, hogy éppen ezért előbb vagy utóbb a tőzsdéknek média-vállalatokká kell alakulniuk (*Lee* [2000]).

A) Végül, a kutatás eredményei nem közömbösek a privát szféra pénzügyi elemzői számára sem. Az eszközallokációval kapcsolatban a diverzifikációs lehetőségek azonosítása, a térségben működő piacok eltérő fejlettségének számszerűsítése számukra is fontos, a gyakorlatban is kézzelfogható támpontot biztosít.

Mindezek következtében a feltörekvő országok tőzsdéinek – amennyiben fennmaradnak – hosszú távon is különbözniük kell a fejlett országok tőzsdéitől. Felvetődik a kérdés, hogy vajon ez milyen szinten való különbözőséget jelent. A szervezeti, szerkezeti különbségeken túl jelent-e eltérést funkcionálisan is? Az első fejezet, illetve *Bodie* és *Merton* [1995, 2005] érvei szerint a múltban a pénzügyi intézmények struktúrája mindig a funkciók leg-hatékonyabb betöltéséhez formálódott. A feltörekvő országok tőzsdéinek evolúciója hosszú távon arra fog választ adni, hogy – ha léteznek majd önálló (helyi) tőzsdék – be fognak-e tölteni egyáltalán pénzügyi funkciókat, vagy e szolgáltatásokat a bankrendszer és a globális tőkepiac teljes egészében képes kielégíteni.

4 Nemesak az Európai Unió pénzügyi intézményeire kell itt gondolnunk, hanem a Nemzetközi Valutaalpra és a Világbankra is.

5 Bár e megoldás költségghatékony, a versenyt korlátozó következményekkel is járhat.

A gyakorlati alkalmazhatóságon túl természetesen e könyvet más kutatóknak is címezzük, mint további kutatások lehetséges kiindulópontját. Bár fókuszpontjában az átalakuló gazdaságú országok tőzsdéinek fejlődési vonásai állnak, a könyvben elemzett számos kérdés messze túlmutat e vizsgálat tárgykörén. A szövegben több ponton is jeleztük további kutatások lehetséges kiindulópontját. Ilyen volt például (a teljesség igénye nélkül):

- Hogyan lehetne kihasználni az időbeli diverzifikációból származó előnyöket, annak ellenére, hogy számos elméleti és gyakorlati probléma is akadályozza hatékony alkalmazását? (3. fejezet)
- Miért nem mélyül a banki pénzügyi közvetítés sem kellő mértékben, illetve van-e vagy mikorra van esély elérni az európai uniós fejlett országokbeli közvetítési mélységet? (3. fejezet)
- Vajon valóban kettévált-e a banki pénzügyi közvetítés fejlődése 2003 után a vizsgált országokban, hiszen Szlovénia, Magyarország, Lettország és Észtország gyorsuló hitelexpanziót mutat, míg Csehország, Lengyelország, Bulgária és Szlovákia fejlődése lassulni látszik, Litvánia pedig – bár elmaradva az élenjáróktól – gyors ütemben fejlődik? (3. fejezet)
- Milyen feltétel mellett érvényes a vállalat jelenértéke és az állami elvonás mértéke közötti fordított multiplikátorhatás? (5. fejezet)
- Egy olyan regressziós modellt kellene építeni, melyben szerepel a Lucas-paradoxonra Lucas által adott lehetséges válasz három tényezője, továbbá a kettős elsajátítási probléma torzítása is. Ekkor meg lehetne tudni, hogy vajon mennyire jelentős egymáshoz képest a négy hatás (5. fejezet).
- Milyen a minimálisan szükséges intézményi (elsősorban jogi) háttérrel túlmutató intézkedésekre, feltételekre van szükség a pénzügyi közvetítés hatékonyabb működéséhez, a pénzügyi globalizáció előnyeinek maximális kihasználásához? (5., 7. fejezet)
- Szükséges majd nagyobb adatbázison, több országra megismételni a szinkronitási-indexek számítását. (6. fejezet)

A könyv szerzője őszintén bízik abban, hogy ezek közül több kifejtéséhez akár kutatóként, akár témavezetőként hozzájárulhat majd a jövőben.