

Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Kar

Közgazdaságtudományi Doktori Iskola

„Versenyképesség, Globalizáció, Regionalitás” doktori program



A FELTÖREKVŐ ORSZÁGOK TŐKEPIACAI

A PÉNZÜGYI GLOBALIZÁCIÓBAN

DOKTORI DISSZERTÁCIÓ

Debrecen, 2007

Pálosi-Németh Balázs

TÉMAVEZETŐK:

DR. CSABA LÁSZLÓ

DR. KORMOS JÁNOS

SZIGORLATI BIZOTTSÁG:

BÍRÁLÓK:

BÍRÁLÓ BIZOTTSÁG:

KÖSZÖNETNYILVÁNÍTÁS

Mindenek előtt mély hálával és köszönettel tartozom édesanyámnak és Prof. Csaba Lászlónak hároméves folyamatos biztatásukért és segítségükért. Szintén hálás vagyok a munkahelyi vitám során, illetve már azt megelőzően kapott észrevételeiért (az egyszerűség kedvéért ABC sorrendben) Antal Lászlónak, Bögel Györgynek, Fülöp Gyulának, Győrfy Dórának, Julius Horváthnak, Király Júliának, Kormos Jánosnak, Mikolasek Andrásnak, Mohai Györgynek, Móricz Dánielnek, Muraközy Lászlónak, Pete Péternek, Rózsa Andreának és Somay Róbertnek. Továbbá Ádám Zoltánnak, Czeglédi Pálnak, Hajnal Bélának, Kállai Zoltánnak és Kárpáti Tibornak, akik PhD hallgatótársaimként a doktori iskolán belül igyekeztek tanácsokkal ellátni és segíteni. Hollandiai kutatásaim során nyújtott támogatásaiért Ali A. Ahmednek, Taco Medemanak és Péli Gábornak mondok köszönetet.

TARTALOM

KÖSZÖNETNYILVÁNÍTÁS	3
TARTALOM.....	4
ÁBRA ÉS TÁBLÁZATJEGYZÉK	7
BEVEZETÉS, ÁTTEKINTÉS – NYITÓ GONDOLATOK	10
A KUTATÁSI TÉMA ELMÉLETI KERETE ÉS RELEVANCIÁJA	11
A DOLGOZAT FELÉPÍTÉSE	13
1. FEJEZET – A PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEK STRUKTURÁLIS ÉS FUNKCIONÁLIS MEGKÖZELÍTÉSE – REFLEXIÓK A FELTÖREKVŐ ORSZÁGOK PERSPEKTÍVÁJÁBÓL	17
A PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS ÉS ALAPVETŐ FUNKCIÓINAK KIALAKULÁSA A GAZDASÁGTÖRTÉNET FOLYAMÁN	18
A PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS ÉS GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS KAPCSOLATA A SZAKIRODALOMBAN	20
A PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS FUNKCIONÁLIS MEGKÖZELÍTÉSE	23
A PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS STRUKTURÁLIS MEGKÖZELÍTÉSE	38
2. FEJEZET – TŐKEPIACOK ÉS GLOBALIZÁCIÓ A MÚLT TÜKRÉBEN	44
A TŐKEPIACOK FEJLŐDÉSE 1914 ELŐTT	45
A TŐKEMOBILITÁS STRUKTÚRÁJA A XX. SZÁZADBAN	48
NÉHÁNY ELMÉLETI HIPOTÉZIS ÉS EMPIRIKUS MAGYARÁZATUK AZ IRODALOMBAN	52
ÖSSZEGZÉS	62
3. FEJEZET – SAJÁTOS MARADHAT-E AZ ÚJ EU TAGÁLLAMOK PÉNZÜGYI RENDSZERE?	64
A PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS FEJLŐDÉSE A RENDSZERVÁLTOZÁS ELSŐ SZAKASZÁBAN	66
A PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEK KONVERGENCIÁJA	74

A FOLYAMAT ÁLTALÁNOSÍTÁSA	86
ÖSSZEGZÉS	103
4. FEJEZET: TŐKEPIACOK TÍZ ÚJ EU-TAGORSZÁGBAN – LÁTSZAT- VAGY VALÓS FEJLETTSÉG?.....	105
A FELTÖREKVŐ ORSZÁGOK GAZDASÁGI SEKTORAINAK ÉS TŐZSDÉINEK KAPCSOLATA	105
INTEGRÁLÓDÁS, KAPCSOLATKERESÉS	121
ÖSSZEGZÉS	129
5. FEJEZET - A TŐKEPIAC SZEREPÉNEK ÚJRAGONDOLÁSA ÉS JELENTŐSÉGE AZ ÁTALAKULÓ ORSZÁGOKBAN	133
A KETTŐS ELSAJÁTÍTÁSI PROBLÉMA	134
A KETTŐS ELSAJÁTÍTÁSI PROBLÉMA RELEVANCIAJÁNAZ ÁTALAKULÓ GAZDASÁGÚ ORSZÁGOKBAN.....	157
ÖSSZEGZÉS	162
6. FEJEZET – A FELÁLLÍTOTT TÉZISEK EMPIRIKUS ALÁTÁMASZTÁSA	163
I. RÉSZ: AZ ÁTALAKULÓ ORSZÁGOK TŐZSDÉINEK HATÉKONYSÁGA.....	164
II. RÉSZ: FUNKCIONÁLIS HATÉKONYSÁG ÉS GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS.....	179
III. RÉSZ: AZ ÁTALAKULÓ ORSZÁGOK TŐZSDÉINEK VIZSGÁLATA A DIVERZIFIKÁCIÓS ELŐNYÖK SZEMPONTJÁBÓL	191
1. MELLÉKLET – A BREUSCH-GODFREY TESZTEK EREDMÉNYEIT TARTALMAZÓ EViews TÁBLÁK	193
2. MELLÉKLET – AZ EXCEL MAKRO SZINTAKTIKÁJA	195
3. MELLÉKLET – EGY FŐRE JUTÓ GDP ÉS SZINKRONITÁSIINDEXEK.....	199
4. MELLÉKLET – A MÉRÉSHEZ HASZNÁLT VÁLLALATOK LISTÁJA	201
5. MELLÉKLET – IDŐSOROK STACIONARITÁS VIZSGÁLATA.....	206
6. MELLÉKLET – KÉTVALTOZÓS REGRESSZIÓK EREDMÉNYEI.....	209
7. FEJEZET – KÖVETKEZTETÉSEK, ZÁRÓ GONDOLATOK	212
AJÁNLÁSOK ÉS AZ EREDMÉNYEK ALKALMAZHATÓSÁGA	218
FELHASZNÁLT FORRÁSOK (A HIVATKOZOTT IRODALOM ÉS WEB HELYEK) ..	224
BEVEZETÉS	224

1. FEJEZET	225
2. FEJEZET	229
3. FEJEZET	233
4. FEJEZET	238
5. FEJEZET	240
6. FEJEZET	244
7. FEJEZET	246

ÁBRA ÉS TÁBLÁZATJEGYZÉK

1. ÁBRA: A DISSZERTÁCIÓ LOGIKAI STRUKTÚRÁJA _____	16
2. ÁBRA: A PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS MŰKÖDÉSI CSATORNÁI _____	24
3. ÁBRA: A KOCKÁZATOK DIVERZIFIKÁCIÓJÁNAK FELBONTÁSA _____	26
4. ÁBRA: A KOCKÁZAT ELUTASÍTÁS MÉRTÉKE ÉS MAGATARTÁSI ATTITÜD _____	37
5. ÁBRA: A PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS MÉLYSÉGE ÉS A PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS GAZDASÁGI NÖVEKEDÉSRE GYAKOROLT HATÁSÁNAK KAPCSOLATA _____	43
6. ÁBRA: A TŐKEMOBILITÁS ALAKULÁSA A TŐKEPIACOK MODERN TÖRTÉNETÉBEN _____	55
7. ÁBRA: TŐKEPIACOK KORRELÁCIÓJÁNAK IDŐBELI ALAKULÁSA (G7 ÉS 22 FEJLETT ÉS FELTÖREKVŐ ORSZÁG TŐKEPIACÁN) _____	57
8. ÁBRA: A RÉSZVÉNYÁRFOLYAMOK SZÓRÁSÁNAK ÉS KORRELÁCIÓJÁNAK IDŐBELI ALAKULÁSA (1970-) _____	57
9. ÁBRA: A RÉSZVÉNYÁRFOLYAMOK SZÓRÁSÁNAK IDŐBELI ALAKULÁSA (G7 ÉS 22 FEJLETT ÉS FELTÖREKVŐ ORSZÁG TŐKEPIACÁN) _____	58
10. ÁBRA: A DIVERZIFIKÁCIÓ FELBONTÁSA _____	60
11. ÁBRA: A NEMZETKÖZI DIVERZIFIKÁCIÓ HATÉKONYSÁGA A KÜLÖNBÖZŐ IDŐSZAKOKBAN _____	61
12. ÁBRA: A MAGÁNSZFÉRÁBA ÁRAMLÓ KIHELYEZÉSEK NAGYSÁGA A GDP SZÁZALÉKÁBAN _____	71
13. ÁBRA: A BANKI KÖZVETÍTÉS FEJLŐDÉSE (ÉS KONVERGENCIÁJA) (1995-2005) _____	80
14. ÁBRA: A NEM BANKI PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS FEJLŐDÉSE (1995-2005) _____	80
15. ÁBRA: BANKI ÉS TŐKEPIACI KÖZVETÍTÉS MÉLYSÉGE (2005) _____	83
16. ÁBRA: KAPCSOLAT A PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS MÉLYSÉGE ÉS A PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS GAZDASÁGI NÖVEKEDÉSRE GYAKOROLT HATÁSA KÖZÖTT _____	85
17. ÁBRA: A BANK-VÁLLALAT KAPCSOLAT OPTIMUMA _____	96
18. ÁBRA: A TŐZSDÉK ALAPÍTÁSÁNAK IDŐRENDJE _____	106
19. ÁBRA: A NOKIA FORGALMÁNAK MEGOSZLÁSA VILÁGSZERTE (2003) _____	112
20. ÁBRA: A KÜLFÖLDI TŐKEPIACON BEVONT TŐKE A HAZAI PIACON BEVONT TŐKÉHEZ KÉPEST _____	114
21. ÁBRA: A KÜLFÖLDÖN JEGYZETT VÁLLALATOK PIACI KAPITALIZÁCIÓJA _____	114
22. ÁBRA: A KÜLFÖLDI FORGALOM NAGYSÁGA A HAZAI SZÁZALÉKÁBAN _____	115

23. ÁBRA: A TŐZSDEFEJLŐDÉS VÁZOLT EVOLUTÍV ÚTJA: A TŐKEPIACOK TELJESÍTMÉNYÉNEK (PL. FORGALOM, LIKVIDITÁS, KAPITALIZÁCIÓ, STB) JELLEGZETES „HULLÁMMOZGÁSA”	116
24. ÁBRA: A MAGYAR LAKOSSÁG MEGTAKARÍTÁSI SZERKEZETÉNEK VÁLTOZÁSA (1990- 2005)	117
25. ÁBRA: LAKOSSÁGI MEGTAKARÍTÁSI SZERKEZETEK AZ EU-BAN (2005)	117
26. ÁBRA: A TÁRSADALMI ELEMZÉS SZINTJEI	120
27. ÁBRA: A GLOBÁLIS RÉSZVÉNYPIAC STRUKTÚRÁJA (2004)	121
28. ÁBRA: AZ EURÓPAI TŐZSDÉK KAPCSOLATRENDSZERE	128
29. ÁBRA: TŐZSDEI KAPITALIZÁCIÓ/GDP	131
30. ÁBRA: AZ EGYES JOGRENDSZEREK A KÁOSZ ÉS DIKTATÚRA DICHOTÓMIA FÜGGVÉNYÉBEN	137
31. ÁBRA: AZ ELSAJÁTÍTÁSBÓL ADÓDÓ HOLTTEHERVESZTESÉG ($V_A - CF_B - V_C > 0$)	141
32. ÁBRA: A HAZAI BEFEKTETÉSEK IRÁNTI ELFOGULTSÁG (HOME-BIAS) 1994 ÉS 2004 KÖZÖTT	149
33. ÁBRA: A RÉSZVÉNYKAPITALIZÁCIÓ FORGÁSI SEBESSÉGE NÉHÁNY ORSZÁG TŐZSDÉJÉN (2004)	167
34. ÁBRA: HOZAMOK EGYÜTTMOZGÁSÉNAK NAGYSÁGA AZ EGY FŐRE JUTÓ GDP FÜGGVÉNYÉBEN	168
35. ÁBRA: A HOZAMOK EGYÜTTMOZGÁSA AZ AMERIKAI PIACON (1926-2000)	169
36. ÁBRA: A SZINKRONITÁSIINDEXEK ÁTLAGA A VIZSGÁLT ORSZÁGOKBAN	176
37. ÁBRA: A KERESZTMETSZETI VOLATILITÁS 100 NAPOS MOZGÓÁTLAGA (172 ÁTALAKULÓ ORSZÁGBELI VÁLLALAT NAPI HOZAMAIBÓL SZÁMOLVA)	191
1. TÁBLÁZAT: TŐZSDEI KAPITALIZÁCIÓ A GDP SZÁZALÉKÁBAN	65
2. TÁBLÁZAT: ÁLLAMI ÉS KÜLFÖLDI TULAJDONÚ BANKOK MEGOSZLÁSA	77
3. TÁBLÁZAT: A KÜLFÖLDI HITELINTÉZETEK DOMINÁNCIÁJA (2003)	79
4. TÁBLÁZAT: A PÉNZÜGYI SEKTOR REFORMJA	79
5. TÁBLÁZAT: BANK ÉS TŐKEPIAC A KÜLÖNBÖZŐ HATÁSTÉNYEZŐK FÜGGVÉNYÉBEN	88
6. TÁBLÁZAT: A BANKRENDSZER ÉS A TŐKEPIAC HATÉKONYSÁGA AZ EGYES IPARÁGAK FINANSZÍROZÁSÁBAN	95
7. TÁBLÁZAT: HOFSTEDE DIMENZIÓI AZ ÚJ EU TAGÁLLAMOK ESETÉBEN	119
8. TÁBLÁZAT: TÉRSÉGÜNK ORSZÁGAINAK KORMÁNYZATI INDIKÁTORAI 1996-2004	158

9. TÁBLÁZAT: A FEJLETT ÉS FELTÖREKVŐ ORSZÁGOK KORMÁNYZATI INDIKÁTORAI 1996-2004	160
10. TÁBLÁZAT: NYOLC ÁTALAKULÓ GAZDASÁGÚ ORSZÁG TŐZSDÉINEK SZINKRONITÁS INDEXEI.....	174

BEVEZETÉS, ÁTTEKINTÉS – NYITÓ GONDOLATOK

A magyar tőzsde léte, jövője, épp aktuális stratégiája a rendszerváltozás óta a közgazdászok figyelmének középpontjában áll, sőt a tőzsde szerepének túlmisztifikálása miatt a médián keresztül a közvéleményt is jelentősen foglalkoztatja. Még a tudományos szakirodalom is gyakran – eltúlzottan – úgy állítja be a tőzsdét, mint a gazdasági folyamatok központi elemét, felelősét.

Dolgozatom elsődleges feladatául azt jelöltem meg, hogy e problémát tudományos keretek között tisztázzam a lehető legtöbb szempontot figyelembe véve. Már szakdolgozatomban is a magyar tőkepiacot elemeztem, a konkrét problémák bemutatása és az összefüggések feltárása által. Doktori disszertációmban ennél általánosabb perspektívából közelítek: a pénzügyi intézményrendszer fejlődésméletét valamint a fejlődő-feltörekvő pénzügyi piacok rendszer-specifikus elemeit vizsgálom.

A mainstream szakirodalomban bemutatott modellek szerint a gazdasági fejlődés és a tőkepiacok mélyülése párhuzamos. Cass és Stiglitz [1972] cikke szerint a gazdasági fejlődéssel párhuzamosan a vagyon gyarapodása az egyénekben endogén módon létrehozza a tőkepiaci kockázatmentesítést, a diverzifikáció igényét. Boyle és Smith [1998] munkája arra mutat rá, hogy a fejlődéssel párhuzamosan a tőke relatív árának csökkenése egyre drágábbá teszi – azok növekvő száma miatt – a kihelyezések ellenőrzését. Amint ez felülmúlja a saját tőkével való finanszírozás információs költségeit, a tőkepiac egyre dominánsabb szerephez jut. Végül Bose [2005] cikkét említem még, melyben a szerző a pénzügyi nehézségek költsége és az információs költségek közötti trade-off optimumának változását mutatja be a gazdasági fejlődés és a tőkepiacok felemelkedésének függvényében.

Természetesen e modellek a saját zárt feltételrendszerükben tökéletesek. Dolgozatomban azonban egy más aspektusból közelítve azt mutatom meg, hogy mi

okozza, hogy a feltörekvő országok pénzügyi intézményei mégsem a modellek predikciói szerint változnak.

Bár a pénzügyi intézményrendszer (bankrendszer és tőkepiacok) fejlődése és a gazdasági növekedés között van ok-okozati összefüggés, de kölcsönhatásuk a gazdasági fejlődés különböző szakaszaiban eltérő erősségű. A feltörekvő országok szabványosított tőkepiacainak (tőzsdéinek) esetében pedig különösen nem egyértelmű a pozitív kapcsolat. Legfőbb állításom, hogy a feltörekvő országok pénzügyi intézményrendszere speciális, fejlődődésük nem csak le van maradva, hanem eltér a fejlett országokétól.

A KUTATÁSI TÉMA ELMÉLETI KERETE ÉS RELEVÁNCIÁJA

Ahogy azt Paul A. Samuelson – kedvenc tanítványa könyvének előszavában – említi: „mi más is lehetne a közgazdaságtan legékesebb gyöngyszeme, mint a pénzügyek területe” (Merton [1993] xi. o.). 1990 óta öt Nobel-díjas közgazdászt tarthatunk számon a „theory of finance” kutatói között¹. Jó három évtizede már, hogy a pénzügyek tudománya robbanásszerű fejlődésnek indult, elsősorban neoklasszikus alapokra támaszkodva, adaptálva annak teljes feltételrendszerét: a súrlódásmentes piacokat, a racionális befektetőt. Az elmélet gyakorlattal való összefonódása is egyértelmű és tipikusnak mondható e diszciplínán belül. Az elmélet által alkalmazott modellek szigorú zártsága azonban két oldalról is támadhatóvá tette e területet: intézményi oldalról és magatartási oldalról.

Merton és Bodie [2005] megtették az első lépéseket a három terület (főáram, új intézményi pénzügytan és a pénzügyi viselkedéstan²) szintetizálása felé, a pénzügyek funkcionális elméletének neoklasszikus, intézményi és magatartási perspektívába helyezésével. Ezt a szemléletmódot Funkcionális és Strukturális Pénzügytannak (Functional and Structural Finance – FSF) nevezték el. Rámutatnak, hogy a

¹ Kim, Morse és Zingales 2006 szeptemberében megjelent NBER working paperében azt találták, hogy 1970 óta a közgazdaságtan fejlődésében a legnagyobb hatást a pénzügyi közgazdaságtan váltotta ki. Az utolsó évtizedben pedig a növekedésmélt és a fejlődésgazdaságtan „bummjának” lehattünk tanúi. Méréseiket a világ 41 vezető közgazdasági folyóiratának hivatkozásai alapján készítették el (Kim és szerzőtársai [2006]). Úgy tűnik e tendenciák hatása dolgozatomban is nyomon követhető, hisz épp e három terület metszéspontjában végzett kutatásaimat tükrözi.

² Egyet kell értenem Komáromi Györggyel, aki szerint a „behavioral finance” helyes, a lényegét megragadó magyar fordítása: pénzügyi viselkedéstan (Komáromi [2000]).

neoklasszikus főáram az eszközárzás és az erőforrás allokáció területén képes vezető szerepet játszani, de kevés magyarázó erővel bír, ha az optimális struktúra a fő kérdés. Dolgozatomban viszont éppen ez a fő kérdés. Az élenjáró rendszerváltó országok pénzügyi közvetítőrendszere olyan lehetőséget kínált, amit meg kellett ragadnom. Itt néhány év-évtized alatt gyorsított ütemben ment/megy végbe (általánosan az intézményi, de különösen) a pénzügyi intézményi átalakulás. Ez egyedi a gazdaságtörténetben.

Éppen ezért a rendszerváltozás vizsgálata egy vissza nem térő lehetőség a kutatók számára. Nincs mód arra, hogy a felmerülő kérdéseket hasonló folyamatokkal összevessük, akár időben, akár „laboratóriumi kísérletek” segítségével. Számos kérdés és elméleti válasz vizsgálata nem történhetne meg, ha a rendszerváltó országok története erre nem adna módot.

Továbbá, kutatásaim során azt igyekszem bebizonyítani, hogy a tőkepiacok létrejötte, fejlődése és átalakulása bár kapcsolódik a rendszerváltozáshoz is, annál még általánosabb sajátosságokkal bíró hosszú folyamat. Az átalakuló gazdaságú országok történéseinek sebessége éppen arra ad módot, hogy ezt az átalakulást viszonylag rövid, alig tízenöt éves távlatból is megfelelő mélységgel és prediktív erővel lehessen vizsgálni.

A kilencvenes évek pénzügyi válságai után a széles közvélemény mellett a tudományos szféra is növekvő figyelemmel fordult a feltörekvő tőkepiacok felé. E piacok kiválóan alkalmasak ugyanis a pénzügyi szakirodalom elméleti állításainak vizsgálatára, hiszen az itt tapasztalható anomáliák egyedi jelenségek feltárására adnak módot. A régiek bizonyítása mellett új paradigmák megfogalmazására is lehetőséget nyújt, mely a feltörekvő tőkepiacok elméletét a közgazdaságtan speciális területévé teszi. Ezért teljeskörű kutatási terület a feltörekvő tőkepiacok vizsgálata, mely messze túlmutat az országokon belüli és azok közötti pénzügyi tranzakciók elemzésén, így a fejlődés-gazdaságtani (*development economics*) elméletek területéhez is kötődik.

A DOLGOZAT FELÉPÍTÉSE

Kutatásom *fix pontjait* Schumpeter [1954] biztosította, melyeket az alábbi idézetben mutatok be:

„A tudományos közgazdászt a többi gazdasági problémákról gondolkodó, beszélő vagy író embertől bizonyos eljárások birtoklása különbözteti meg. Ezek három területhez tartoznak: elmélet, statisztika, történelem. Ez a három alkotja azt, amit gazdasági elemzésnek nevezünk.”

Dolgozatomat tehát már a kezdetektől e hármasság jegyében gondolkodva készítettem el:

- Az első fejezet – illeszkedve a kontinentális PhD-k szerkezeti követelményeihez – az irodalom összefoglalás;
- A második, harmadik és negyedik fejezet az elmélet. Itt a feltörekvő országok tőkepiacainak fejlődését mutatom be három idődimenzióban. Elsőként a piacok szerepét vizsgálom a globalizáció történetének tükrében. Ezt követően az elmúlt 15 év tapasztalatait és tanulságait szintetizálom az átalakuló országok pénzügyi rendszerére vonatkozóan. A negyedik fejezet a feltörekvő tőkepiacok jelen stratégiáival és a lehetséges jövő kérdésével foglalkozik.
- Az ötödik fejezetben tárgyalt elméleti modell, alternatív szemszögből vizsgálja a feltörekvő országok tőkepiacainak szerepét.
- A hatodik fejezet a statisztikailag bizonyítható állítások empirikus tesztelése.
- Ezt követik a következtetések, ajánlások és a további kutatási irányok bemutatása.

Már itt a bevezetőben explicit módon megfogalmazom főbb téziseimet, hogy azok vizsgálata, a gondolatmenet illeszkedése folyamatos lehessen a szöveg olvasása közben.

Az irodalomáttekintés egyik fő célja a téma relevanciájának bizonyítása. Ha elfogadjuk a gazdasági növekedést mint célfüggvényt, és az ennek nagyságára ható tényezőket elemezzük, akkor az optimális pénzügyi intézményrendszer vizsgálata kétségtelenül fontos és lényeges. Bár még a legújabb irodalom sem fogalmazza meg

konkrétan – így ez saját következtetés –, de kétségtelenül az irodalomban fellelhető állításokra alapszik első tézisem:

1. tézis: *A pénzügyi közvetítés fejlettségének (mértékét jelöljük Θ -val) és a pénzügyi közvetítés gazdasági növekedésre gyakorolt hatásának kapcsolata egy pozitív meredekségű, nem lineáris görbével írható le³ (5. ábra, 43. oldal).*

Az empirikus fejezetben, ezt explicite is vizsgálom.

A három gazdaságtörténeti időszak vizsgálatából az alábbi téziseket állítottam fel:

2. tézis: *A jelenlegi és száz évvel ezelőtti pénzügyi globalizáció a fejlett tőkepiacok szempontjából sok hasonlóságot mutat, jelentős különbség van azonban a fejlődő/feltörekvő tőkepiacok szerepében, különös tekintettel a diverzifikációs előnyökhöz való hozzájárulásuk tekintetében.*

A diverzifikációs hatások komponensekre bontásával ezt az irodalomban fellelhető források alapján a 2. fejezetben, saját mérésekkel a 6. fejezetben igazolom.

Az átalakuló országok pénzügyi intézményrendszere elmúlt másfél évtizedének vizsgálata, illetve a folyamatok általánosítása két lényeges, mind közgazdaságilag, mind gazdaságpolitikailag releváns kérdésre is rámutat:

3. tézis: *A pénzügyi közvetítés fejlődésének korai szakaszában annak szerkezeti homogenizálódása (azaz a bankok által vezérelt rendszer dominanciája) szükségszerű. Ennek fő hatásai nem a volt tervgazdaságok átalakulásának sajátosságaiból adódnak (bár erősítik a folyamatot), azok más feltörekvő országban is bekövetkeznek, az eltérés csak a jelenség sebességében van.*

³ Azaz a parciális hatás függvénye a Θ -nak.

4. tézis: *Ami korábban nem volt megvalósítható, mert a vizsgált országoknak el kellett érniük az intézményi fejlettség egy meghatározott szintjét, az most releváns, gazdaságpolitikailag is támogatandó feladattá válik: térségünk országai a fejlődésnek éppen abban a szakaszában járnak, amikor a pénzügyi közvetítés mélységének növelésével annak hatása a gazdasági növekedésre felgyorsítható. Ebben pedig a vegyes típusú pénzügyi közvetítés nélkülözhetetlen, ezért a tőkepiacok fejlesztése különösen fontos. Azok retorziója hosszú távú növekedési áldozatokkal jár.*

A negyedik fejezetben a feltörekvő országok tőkepiacainak a vállalatok finanszírozásában, a háztartások megtakarításának elosztásában és az állam privatizációs tevékenységében betöltött sajátosan változó szerepe kerül górcső alá. Állításom:

5. tézis: *A feltörekvő országok tőkepiacainak vannak (fontos) funkciói, azok azonban nem a pénzügyi közvetítés alapfunkciói közé tartoznak. Egy ország tőkepiacát addig semmiképpen sem tekinthetjük érettnek, ameddig nem a pénzügyi intézményektől elvárt funkcionális hatékonysággal működik, függetlenül attól, hogy likvidításban és kapitalizációban mennyire közelíti meg a fejlett országok hasonló mutatóit. Ilyen értelemben az új EU tagországok szabványosított tőkepiacai kifejezetten fejletlennek tekinthetők.*

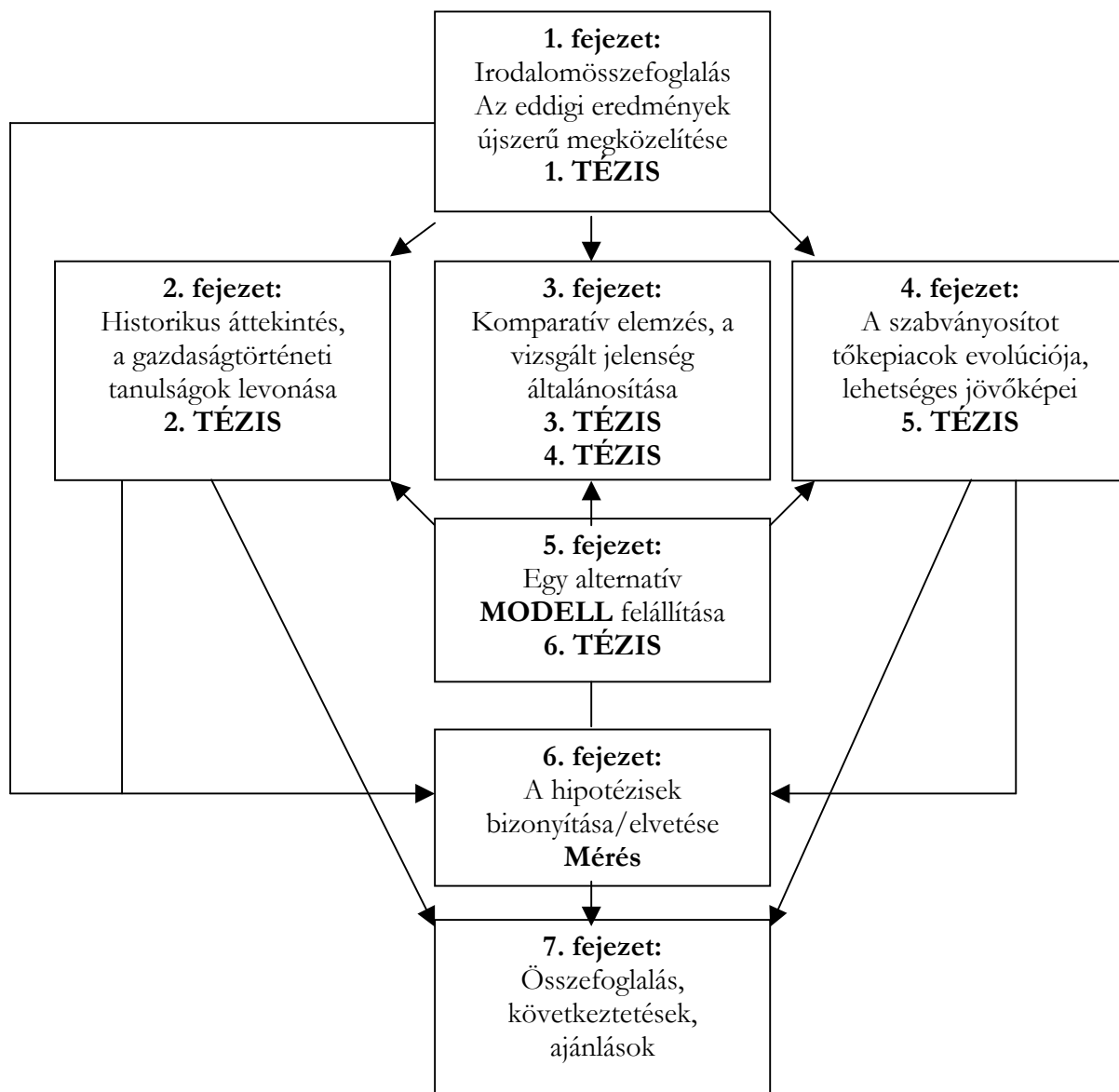
Az irodalomtól némiképp eltávolodva, újszerű módon egy olyan feladatát írom le a tőkepiacoknak, mely kizárólagos, azt nem tudja a bankrendszer helyettesíteni.

6. tézis: *Egy makro és mikroszinten egyaránt releváns, vállalati pénzáramlást torzító jelenség, az ún. kettős elsajátítási probléma csökkentése és ezáltal a feltörekvő országok vállalatainak versenyképesség-növelése csak a pénzügyi globalizáció pozitív hatásainak kihasználásával lehetséges. Ehhez nélkülözhetetlen egyrészt a transzparencia, a nyilvánosság erősítése, melynek egyik hatékony eszköze a tőkepiac,*

másrészt a megfelelően stabil intézményrendszer. Utóbbi nélkül a pénzügyi globalizáció negatív hatásai erősebbek.

A fentiek alapján dolgozatom logikai felépítését szemlélteti a következő ábra:

1. ábra: A disszertáció logikai struktúrája



1. FEJEZET – A PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEK STRUKTURÁLIS ÉS FUNKCIONÁLIS MEGKÖZELÍTÉSE – REFLEXIÓK A FELTÖREKVŐ ORSZÁGOK PERSPEKTÍVÁJÁBÓL⁴

Ismert, hogy egy Arrow-Debreu világban, az állapotárak függvényében, információs és tranzakciós költségek nélkül nincs szükség pénzügyi rendszerre⁵. Az funkcióját vesztené, mivel nem tudná a gazdaság hatékonyságát növelni. Így a pénzügyi közvetítés szerepének vizsgálatához tökéletlenséget kell vinni a modellbe: a valós világban az információk megszerzése, a tranzakciók lebonyolítása olyan súrlódásokkal jár, melyek magyarázatot adnak az intézmények létezésére, szükségességére. A pénzügyi közvetítőrendszer létezése tehát jól magyarázható kifejezetten intézményi oldalról is (*new institutional finance*, Merton és Bodie [2005]). Sőt a pénzügyi intézmények lényeges szerepet kapnak akkor is, ha – a szakirodalomban újszerű módon – a pénzügyi viselkedéstan (*behavioural finance*) oldaláról közelítünk (erre hamarosan visszatérek).

A pénzügyi eszközök, piacok, intézmények szerepe tehát a valós világban a piaci tökéletlenségek, azaz a holtteherveszteség csökkentése. Működési mechanizmusa azonban az irodalomban legtöbbször elnagyolt, felületes és pontatlan, melyből a helyes következtetések levonása sem egyértelmű. Legtöbbször, különösen a gazdaságpolitikai irányultságú irodalomban, csak allokatív (a forráselosztással összefüggő) funkcióit emelik ki. Éppen ezért ebben a fejezetben mélyebben elemzem a pénzügyi közvetítés gazdasági hatékonyságra gyakorolt hatását.

⁴ A fejezet egy korábbi változatát előadtam a Debrecen Egyetem Közgazdaságtudományi Karán rendezett *Paradigm Shift – Information, Knowledge and Innovation in the New Economy* című konferencián.

⁵ Az Arrow-Debreu-McKenzie modellről lásd Zalai [2000]: 49-53. o.

A PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS ÉS ALAPVETŐ FUNKCIÓINAK KIALAKULÁSA A GAZDASÁGTÖRTÉNET FOLYAMÁN

Bár az csak a következő fejezet témája lesz, hogy a globális gazdaságok fejlődésében hogyan kaptak lényeges szerepet a pénzügyek, azt már itt áttekinthetem, hogy a múltban a pénz mely funkciói alakultak ki és mi indukálta ezt a fejlődést.

A XIX. századot megelőzően a nemzetközi pénzügyi tranzakciók meglehetősen szűk régiókat fogtak át. A pénz, mint csereegyenérték egyértelműen a termékek és szolgáltatások cseréjét leegyszerűsítő eszközként funkcionált. Ezt természetesen már Adam Smith is felismerte, de még jó 150 évvel később Keynes is e funkcióját domborította ki (Keynes [1930] 3. fejezet). Keynes elszámolási, forgalmi és fizetési funkcióit írja le, ezek mindegyike azonban a csere lebonyolítását segíti, ezért ezeket nem érdemes külön funkciónak tekintenünk. Keynes szerint a pénz negyedik funkciója, hogy vagyontartási eszköz⁶. Ez a szerepe azonban már a történelmileg később kialakult – a kezdeti tőkefelhalmozás időszakában meghatározóvá váló – funkciójához, a megtakarítások mobilizálásához kapcsolódik⁷. Itt az itáliai bankok szerepét kell kiemelnem, melyek a reneszánsz idején már a levantei kereskedelem útvonalára, sőt a teljes mediterrán térségre kiterjesztették tranzakcióikat. Carosso [1970] ad érdekes áttekintést a bankok kialakulásának történetéről. Bemutatja, hogy a befektetési bankok elterjedése előtt hogyan vándoroltak az ügynökök Európa és az Egyesült Államok, illetve az egyes tagállamok között, hogy összegyűjtsék a megtakarításokat. Újsághirdetésekkal, segéd ügynökök segítségével, területi specializációval és más módszerekkel gyűjtötték a tőkét. Láthatóan e folyamat tranzakciós költségei ekkor még hatalmasak voltak.

A megtakarítások mobilizálása lehetővé tette a hosszú távú szemlélet kialakulását is a beruházások területén. Ehhez azonban elengedhetetlen volt a pénz további funkcióinak fokozatos kialakulása: az erőforrások és a kockázat megfelelő allokálása, valamint a társaságok ellenőrzése (*monitoring*). A nagy szervezetek hatékony ellenőrzése azonban belső ösztönzőket kíván meg, ezért a vállalatok hatékonyabb

⁶ Ezzel Keynes külön is foglalkozik az Általános elméletben (Keynes [1965] 220.o).

⁷ Bár Keynes a pénzkeresletet egyértelműen felbontja tranzakciós, óvatossági és spekulációs komponensekre, utóbbi kettő a hatékonyság szempontjából nem releváns, így ezzel külön nem is foglalkozunk.

ellenőrzéséhez a részvénytársaság intézményének kialakulására volt szükség. Valóban, az 1609-ben alapított Holland Kelet-Indiai Társaság, illetve az 1650-ben Cromwell által állandó tőkével ellátott Brit Kelet-Indiai Társaság az első részvénytársaságokként a későbbi likvid és transzparens tőkepiacok kialakulását szolgálták. Ezek pedig biztosították a gazdaság adaptív hatékonyságát a hosszú távú szemlélet kialakításával a likviditás és a hosszú távú beruházások egyensúlyának megteremtésén keresztül.

Bár a pénzügyi közvetítés funkcióinak nagy része már a XIX. század előtt felfedezhető, az áttörést mégis az első világháborút megelőző öt-hat évtized felgyorsult globalizációs időszaka hozta meg, melyben a pénz funkciói megsokszorozódtak. Fishlow [1985] valamint Rousseau és Sylla [2003] cikkei mutatnak rá arra, hogy a piacok globalizációja azért jöhetett létre már ekkor, mert a pénzügyi piacok katalizátor hatása érvényesülhetett a kereskedelem és az infrastruktúra (a Földet behálózó vasúthálózat és gőzhajózás) finanszírozásában. Hicks [1969] is hasonlóan vélekedik. Állítása szerint a pénzügyi rendszer struktúrája kritikus szerepet játszott Angliában az ipari forradalom elindításában, megkönnyítve a tőkemobilitást, mely e folyamat nélkülözhetetlen előfeltétele volt. Az ipari tömegtermelés megindulásához szükséges volt az az egyidejű tőkekoncentráció és kockázat-megosztási módszer, melyet csak a részvénytársasági forma elterjedése valósíthatott meg. A gazdaságtörténet e szakaszában a változásokat indukáló drámaian új elem a tőke likviddé válása volt, melyről később részletesen is szólok. A technológiai találmányok vagy megvoltak már korábban is, vagy – ahogy azt Olson [1987 24. o.] kiemeli – éppen a hosszú távú beruházások következtében jöttek létre. Hicks egyenesen úgy érvel, hogy az ipari forradalmat szükségszerűen meg kellett előznie egy pénzügyi forradalomnak.

Levine [2005] olyan XIX. századi munkákat is idéz, mint pl. Bagehot felismerése a XIX. századi angolszász pénzügyi rendszer komparatív előnyéről a finanszírozott projektek kiválasztásában, mely az egyik legfontosabb oka volt a brit birodalom dominanciájának (Bagehot [1873] I.11). Bagehot is kiemeli azt, hogy ez a pénzügyi rendszer az erőforrások mobilizálásán keresztül a technológiai innovációk alkalmazását is elősegítette.

A PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS ÉS GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS KAPCSOLATA A SZAKIRODALOMBAN

Szoros összefüggésben a történeti elemzéssel itt röviden azt mutatom be, hogy hogyan látták a múlt közgazdászai a pénzügyi közvetítés funkcióinak hatását és összefüggését a gazdasági növekedéssel, és hogyan jutottak el egy – az alapvető kapcsolatot érintő – kvázi konszenzusra az elmúlt években.

Bár a történeti áttekintés nyomán úgy tűnhet, hogy a pénzügyi közvetítés fejlődése megelőzi a gazdaság többi részének fejlődését, sőt előfeltétele is annak, ez mégis túlzott leegyszerűsítés volna. A múltban közgazdászok sora nyilvánított véleményt a pénzügyi rendszer szerepéről, jelentőségéről. Iskolától függetlenül nézeteik meglehetősen vegyes képet festenek. Már 1912-ben Schumpeter kiemelte a pénz és tőkepiacok és különösen a bankok szerepét abban, hogy megszűrik és finanszírozzák az életképes vállalatokat, és e funkciójuk elősegíti a gazdaság hatékonyságának növekedését, illetve a gazdasági növekedést. A schumpeteri értelmezésben „[a] hitel lényegi funkciója..., hogy [segítségével a vállalkozó] keresletet támasztva a számára szükséges termelési javak iránt kivonja őket a korábbi alkalmazási területükről, ezáltal új pályára kényszerítve a gazdasági rendszert.” „... a bankár ettől kezdve nem közönséges ember... ő az, aki feljogosítja a vállalkozót ... [az innovációra].” (Schumpeter [1980] 157.o.). Itt tehát a pénzügyi rendszer szelekciós mechanizmusán keresztül teszi hatékonyabbá a gazdasági fejlődést.

Merton Miller egészen odáig megy, hogy a pénzügyi közvetítés és a gazdasági növekedés kapcsolatát közhelyként kezeli, számára ez teljesen evidens: “[the idea] that financial markets contribute to economic growth is a proposition too obvious for serious discussion.” (Miller [1998] 14.o.)

Ugyanakkor számos ellenvéleményt is találhatunk. Egy másik Nobel-díjas, Lucas szerint a pénzügyi szféra szerepe mind a publicisztikai, mind a tudományos írásokban túlhangsúlyozott, túldimenzionált. Ő szkeptikusan értékeli, hogy ez a kérdés megér e ennyi vizsgálódást, sőt szerinte a pénzügyi intézmények hatása a fejlődésre csak korlátozott lehet: „In general, I believe that the importance of financial matters is very badly over-stressed in popular and even much professional discussion ... the development of financial institutions is a limiting factor in

development” (Lucas [1988] 6.o.). A kilencvenes évek pénzügyi válságai pedig valóságos ösztűz alá helyezték a globális pénzügyi rendszert. Számos cikk egyenesen károsnak és leépítendőnek tartja azt, mások reformját sürgetik. Sőt a pénzügyi rendszernek bizonyos feltételek esetén fennálló, a növekedésre gyakorolt káros hatását is elemzik a fejlődés-gazdaságtan kutatói⁸.

Egy igen furcsa korai véleményt is találni Joan Robinsontól, aki szerint a reálszféra által generált, a különböző típusú pénzügyi szolgáltatások iránti igény hatására fejlődnek a pénzügyi eszközök és intézmények⁹ (Robinson [1952]). Itt tehát a pénzügyek fejlődése nem megelőzi, hanem követi a reálszféra fejlődését, és így az ok-okozati összefüggés fordított.

Az empirikus munkák sorát a témában – korát messze megelőzve – Goldsmith [1969] nyitotta. Az 1990-es években, az ökonometriai módszerek fejlődésével, az adatok és a szükséges informatikai apparátus rendelkezésre állásával a téma empirikus kutatása nagy lendületet vett. A téma újraélesztésének leginkább King és Levine [1993] cikke adott nagy lökést. Ebben 1960 és 1989 között mintegy 80 országra vizsgálták meg hipotézisüket, mely szerint adott időpont pénzügyi fejlettsége (stock) jól előrejelzi a későbbi gazdasági növekedés mértékét (flow). Eredményeik ugyan robusztusak voltak, ám számos kérdést nyitva hagytak. A multikollinearitás és az endogenitás problematikája például többféleképpen is értelmezhető cikkükben. Lehet-e például egy vagy több olyan változó, mely mind a független (pénzügyi közvetítés mélysége), mind a függő változót (gazdasági növekedés) magyarázza? Nyilván igen: ilyen pl. a háztartások megtakarítási hajlandósága, mely mind a gazdasági növekedéssel, mind a pénzügyi közvetítés mélységével pozitívan korrelál. King és Levine modelljében a gazdasági növekedés más faktora is okozhatna hamis okságot.

Jayaratne és Strahan [1996] rendkívül ötletes cikke megoldja az endogenitás e problémáját. Ők 1972 és 1991 között vizsgálták az USA tagállamaiban működő kereskedelmi bankokat. Megmutatták, hogy azokban az államokban, ahol a korábbi

⁸ De Gregorio és Guidotti [1995] 12 latin amerikai országban kifejezetten negatív kapcsolatot mutatott ki a pénzügyi rendszer fejlődése és a gazdasági növekedés között, nem is rövid (1950-1985) időszakra. Ez persze nem meglepő akkor, ha tudjuk, hogy éppen a piactól és különösen a pénzügyi folyamatoktól elforduló gazdasági rendszereket vizsgálták.

⁹ Ez a gondolkodásmód a fordított Say törvénnyel konzisztens, vagyis a kereslet teremti meg a maga kínálatát.

fiókalapítási korlátozásokat eltörölték, a gazdasági növekedés átlagosan (és szignifikánsan) 0,51 százalékponttal magasabb lett a többi államhoz képest. A dereguláció éppen arra adott módot, hogy a pénzügyi szektor versenye növekedjen, a szolgáltatások köre bővüljön, azaz a pénzügyi közvetítés mélyebbé váljon. Jayaratne és Strahan azt is tapasztalta, hogy a dereguláció után nem ugrott meg a kihelyezett hitelek volumene. Ez pedig azt bizonyítja, hogy a korlátozások eltörlését nem a reálgazdaság növekedési igénye kényszerítette ki, azaz az okság a pénzügyi közvetítés mélyüléséről mutat a gazdasági növekedés felé, és nem fordítva.

Az endogenitás még közvetlenebb módon is megjelenhet. Nevezetesen előfordulhat, hogy a pénzügyi intézményrendszer fejlettsége mindössze egy indikátora a gazdasági növekedésnek, vagyis éppen azért nagy a piaci kapitalizáció adott időpontban, mert az tartalmazza a növekedési lehetőségek jelenértékét (PVGO), valamint azért hiteleznek intenzíven a bankok, mert nagy növekedés előtt álló projekteket tudnak finanszírozni. Az okság valós irányát a standard módszerrel, Granger-okság segítségével tesztelte Rousseau és Wachtel [1998]. Rajan és Zingales [1998] azonban szellemes kérdésfeltevésével e nélkül is bebizonyítja, hogy a pénzügyi fejlettség ténylegesen elősegíti a gazdasági növekedést, nemcsak korrelál vele. Konkrétan Rajan és Zingales [1998] munkája az egyes iparágak finanszírozási igényét (a beruházási szükséglet és a működési pénzáramlás különbségét) vizsgálta meg. Megmutatták, hogy a mélyebb pénzügyi közvetítéssel bíró országokban ceteris paribus a külső finanszírozás-igényes iparágak (pl. gyógyszergyártás) gyorsabban növekednek, mint azok, ahol kisebb a külső forrásigény (pl. dohánytermesztés). Módszerük nagy előnye, hogy a makrováltozóktól független a regresszió eredménye, hiszen az országoként közös minden iparágban. Azaz egyértelművé tették az okság irányát, melyet Jayaratne és Strahan csak intuitíve tudott magyarázni. Ami azonban itt sokkal lényegesebb, hogy ez a fajta kérdésfeltétel lehetővé teszi annak vizsgálatát is, hogy mely típusú pénzügyi közvetítés hatékonyabb egy adott iparágban.

Azóta a témában született jelentős publikációk más időszakokra, adatokra, más módszerekkel és különböző kontextusban vizsgálták a kérdést. Így ma már tudjuk azt, ami fő szabályként elmondható az okság irányáról – ahogy azt Levine és Zervos [1998] átfogó empirikus munkája is bizonyítja –, hogy egy ország pénzügyi rendszerének fejlettsége jól előrejelzi a későbbi gazdasági növekedést. Levine és

Zervos szerint a tőkepiacok likviditásának mértéke, valamint a bankrendszer általános fejlettsége pozitívan korrelál a jövőbeli gazdasági növekedés, a tőkeakkumuláció és a termelékenység mértékével.

A pénzügyek és növekedés nexusának szemlecikke is igyekszik áttekinteni az érveket, ellenérveket és következtetéseket megfogalmazni (Levine [1997]). Konklúziója szerint a pénzügyi fejlődés egyértelműen pozitív korrelációt mutat a GDP növekedéssel, sőt elsőrendű kapcsolat van a két jelenség között, így a pénzügyi intézményrendszer mélyülése jól jelzi előre a növekedést és más a növekedésben szerepet játszó tényezők (tőkeakkumuláció, technológiai fejlődés, stb.) alakulását.

Az eddigieket úgy összegezném, hogy a pénzügyi közvetítés – mint intézmények rendszere – katalizátora volt a második gazdasági forradalom kialakulásának a XIX. század második felében, majd *szimultán* módon fejlődött a reálszférával, hiszen egyik sem független a gazdasági környezettől. Egyik oldalról a reálszféra keresletet támaszt a különböző pénzügyi megoldásokra, a felmerülő igények szívó hatása ösztönzi a pénzügyi szektort az újításokra¹⁰, azok pedig az információs és tranzakciós költségek csökkentésével teszik hatékonyabbá a gazdaságot, így segítve a későbbi gazdasági növekedést.

A PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS FUNKCIONÁLIS MEGKÖZELÍTÉSE

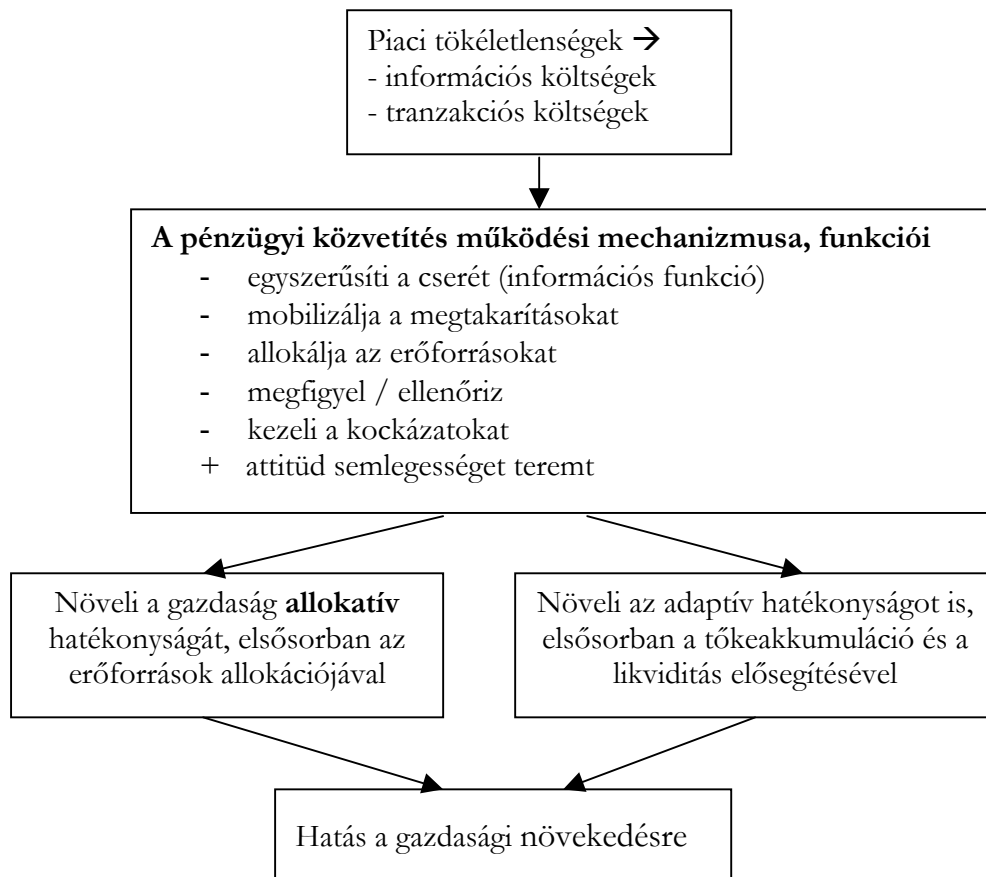
A pénzügyi közvetítés funkciói térben és időben stabilabbak, mint az intézmények¹¹. Ezt támasztotta alá egyrészt a történeti áttekintés, másrészt a pénzügyi rendszerek országok közötti heterogenitása (Merton-Bodie [1995]). Ebből azonban az is következik, hogy az intézményrendszer fejlődését éppen az határozza meg, hogy hogyan képes a funkciókat betölteni. Amint azt a fejezet elején már tisztáztam a

¹⁰ Közismert, hogy a pénzügyi terméktervezés számos esetben valamilyen tökéletlenség megoldására talál megoldást, pl.: az elemi kötvények (zérók) létrejöttét az aszimmetrikus adókulcsok okozták. Merton és Bodie [2005] 10 ilyen esetet elemez részletesen.

¹¹ Ez azt jelenti, hogy az előző alfejezetben fent bemutatott empirikus eredmények nem kezelnek egy lényeges körülményt, nevezetesen, hogy a közvetítés - növekedés viszonyába óhatatlanul „belemérik” a közvetítőrendszert a maga instabilitásával.

pénzügyi szerződések, piacok és intézmények létének, működésének és fejlődésének oka, az információs és a tranzakciós költségek léte. Itt az információ különböző típusait és kombinációit valamint a tranzakciós költségek miatti holtteherveszteség csökkentésének működési mechanizmusát tekintem át.

2. ábra: a pénzügyi közvetítés működési csatornái



Forrás: Levine [1997] ábrájának továbbfejlesztése

A pénzügyi rendszer 5(+1) alapvető funkciója, ahogyan azt a történeti áttekintés során már érintettem:

1. egyszerűsíti a kereskedést, a fedezést, a diverzifikációt és a kockázatok koncentrációját, szétosztását
2. alokálja az erőforrásokat
3. a finanszírozott projektek megfigyelésén keresztül ellenőrzi a menedzsereket és társasági kontrollt gyakorol
4. mobilizálja a megtakarításokat

5. a javak és szolgáltatások cseréjének katalizátora és motorja
+ attitűd semlegességet biztosít, mely nélkülözhetetlen a megtakarítások és beruházások párosításánál, ha a piaci szereplők várakozásai nem homogének.
E funkciók két csatornán keresztül hatnak a gazdasági fejlődésre (2. ábra). Egyrészt az allokatív, másrészt az adaptív hatékonyságot növelik¹². A továbbiakban e funkciók működési mechanizmusát tekintem át, összegyűjtve a szakirodalomban ide kapcsolódó jelentősebb írásokat, majd részletezem a hatodik (+) funkciót, mely újszerű a szakirodalomban.

A KOCKÁZATOK KEZELÉSÉNEK MEGKÖNNYÍTÉSE

Elsőként a bizonytalanságból eredő információs költségek enyhítésének mechanizmusát vizsgálom meg¹³. Itt háromfajta kockázati elem elemzésére fókuszálok: a likviditási kockázatra, az iparágak közötti diverzifikációra és az időben történő kockázatmegosztásra.

Hagyományosan kockázatmegosztás alatt az iparágak közötti diverzifikációt értjük. A pénzügyi közvetítőrendszer lehetőséget ad a kockázatok további allokálására azáltal, hogy a befektetők különböző területeken (országok régiók között) különböző iparágakba, és különböző méretű, stabilitású és várható növekedésű vállalatokba fektethetnek¹⁴ (3. ábra).

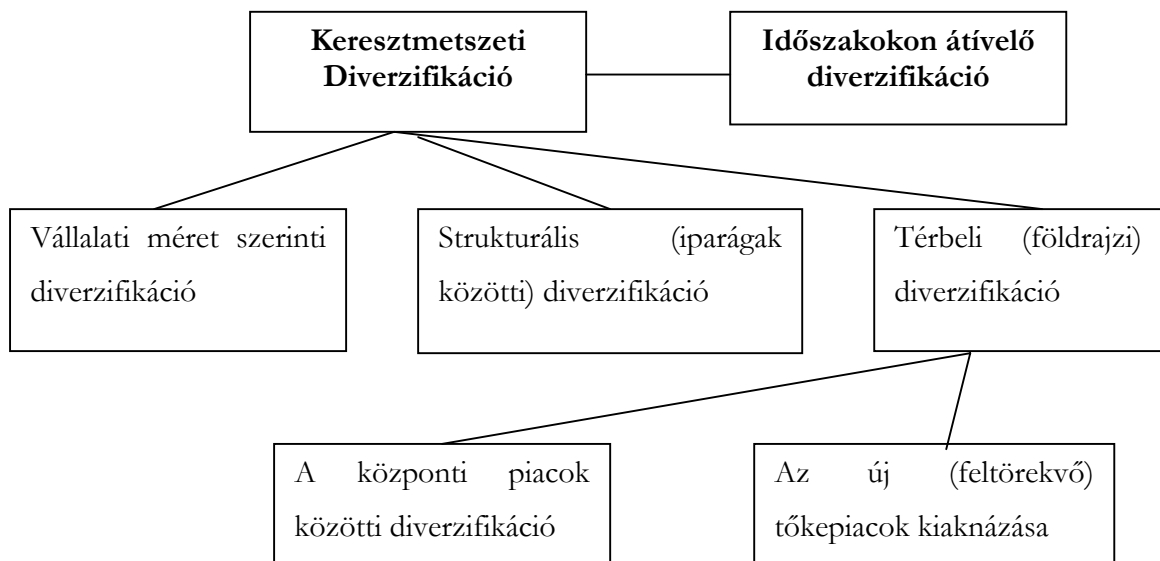
A pénz- és tőkepiacok, a bankok, a befektetési alapok, stb. mind-mind olyan eszközöket kínálnak, melyekkel összegyűjthetők, illetve szétoszthatóak a kockázatok. Működési mechanizmusuk révén megváltoztatják az erőforrások allokációját és a megtakarítási rátákat. Ezért talán ez a funkció kiemelkedik az öt közül.

¹² Az adaptív és allokatív hatékonyságok definiálására még olyan szerzők sem fordítottak figyelmet, akik mélyrehatóan foglalkoznak vele (így pl. Douglas North sem, Ő Pavel Pelikan munkájára hivatkozik, aki azonban szintén nem definiál). Moran-Goshal [1999] munkája sem tartalmaz explicit definíciót, de alaposan körüljárják a témát. Az adaptív hatékonyság biztosítása nélkül a gazdaság mindig egy lokális optimum felé konvergálna, és nem kerülhetne egy másik pályára, mely a globális optimumhoz vezet.

¹³ Most nem teszünk különbséget a Neumann-Morgenstern-féle kockázat (risk) és a Knight-féle bizonytalanság (uncertainty) között.

¹⁴ A vállalati méret szerinti diverzifikáció és bankok oligopol járadékai közti összefüggésről részletesen is szólok a 3. fejezetben.

3. ábra: A kockázatok diverzifikációjának felbontása



Forrás: saját összeállítás

A pénzügyi intézmények szerepe az egyedi projektek kockázatának kezelésében növelheti a forráselosztás hatékonyságát. Feltételezve a befektetők kockázatkerülését, a magas egyedi kockázatú projektek finanszírozása problematikus volna, hiszen kockázatoságukból adódóan kevésbé vonzóak. A kockázatok terítésén /diverzifikálásán/ keresztül azonban csak az adott beruházás piaci kockázathoz való hozzájárulása számít. A pénzügyi intézmények kockázatsökkentő funkciója ezért a tőke allokációját a magasabb várható hozamú befektetések felé tolja el. A pénzügyi rendszer a kulcsa, hogy az egyén képes legyen diverzifikált portfóliót tartani, mely meghatározza a megtakarítások elosztását.

Egyes piaci körülmények között, így válságok idején a keresztmetszeti diverzifikáció nem jelent megoldást. A történelem során számos alkalommal láthattuk, hogy a piacok együttmozgása éppen krízisek esetén a legnagyobb. A diverzifikáció e formái tehát éppen akkor működésképtelenek, amikor leginkább szükség volna rájuk. Allen és Gale [1997 526.o] rámutatnak, hogy ilyen esetekben a kockázatok időbeli elosztása jelenthet megoldást. A hosszú távú intézmények biztosíthatják a nemzedékeken átívelő kockázatmegosztást azáltal, hogy fellendülések idején alacsonyabb, visszaeséskor magasabb hozamokat garantálnak. Egyszerű (egymást átfedő) kétgenerációs modelljünkben, két (egy kockázatos és egy kockázatmentes)

eszközt feltételezve megmutatják, hogy a egyensúlyban piaci allokáció ex-ante nem Pareto-optimális, de létrehozható olyan generációkon átnyúló elosztás, mely mindkét generáció számára ex-ante magasabb hasznosságot biztosít, mely így hosszú távon átlagosan magasabb várható hasznosságot eredményez. Az elméleti megalapozást követően Allen és Gale az amerikai és a német pénzügyi rendszer vizsgálatán keresztül szemlélteti elképzelését. Szerintük azzal, hogy a német bankrendszer mindig magasabb tartalékokkal működik, lényegesen felülmúlja az amerikai rendszer hatékonyságát az időszakokon átnyúló kockázat menedzselésében (i.m. 542.o.).

Néhány gondolat az időbeli diverzifikációról

A fentiek értelmében egyértelműen kívánatos az időbeli diverzifikáció a gazdaság hatékonyságának javításában, azonban ennek szintje sem mellékes: megvalósításának hatékony szintje a pénzügyi intézményrendszer mikro-mezo szintje, semmiképpen nem a makroszint! Ennek bizonyítéka többek között a jóléti állam stabilizáló funkciójának kudarca, illetve a keynesi anticiklikus elmélet aszimmetrikus gyakorlati alkalmazása (a kormányok többet költenek recesszió idején, de – a demokratikus rendszer logikájából adódóan – nem halmoznak fel többet gyors növekedés esetén). A fentieknek nem mond ellent, hogy a gyakorlatban az időbeli kockázatmegosztást, annak optimális szintjén is kifejezetten gátló folyamatokat azonosíthatunk. Davis szerint a nagy befektetési alapok kezelői körében megfigyelhető „csordaszellem” jelenségére az alapvető magyarázat, a megbízó-ügynök probléma miatti túl gyakori monitoring és az ebből fakadó rövidtávú befektetési szemlélet kényszere (Davis [1995] 154.o.). Az USA-ban ugyanis a vagyonkezelők teljesítményét igen sűrűn (általában havonta) mérik, ami csak szűk mozgásteret enged a befektetések kezelésekor. Nem szabad nagyon eltérni az átlagtól vagy a teljesítmény mérésére használt benchmarktól, mert a rosszabb hozam hamar a vagyonkezelői mandátum elvesztéséhez vezethet. Davis felmérése szerint a vagyonkezelők úgy érezték, hogy akár 1-1,5 éves gyengébb teljesítmény már a megbízás elvesztésével járhat. Azaz konjunktúra idején az alacsonyabb hozamot biztosító pénzügyi közvetítők elbuknak, mielőtt hosszú távon bizonyíthatták volna életképességüket. Így csak a közel egyformán teljesítő alapok maradnak fent, melynek természetes rendszerkockázati következményei vannak. Az időbeli diverzifikációra ezért a tőkepiac kevésbé képes, mint a bankrendszer, ahol nem ilyen élesek a „rövidlátás” korlátai. Az időbeli diverzifikációval szintén érdemes lesz később (nem feltétlenül kapcsolódva a disszertációhoz) mélyebben foglalkoznom, hiszen ennek fokozatosan táguló irodalma bizonyítja, hogy nemzetközi szinten is egyre inkább a figyelem középpontjába kerül.

A kockázatok harmadik típusa a likviditási kockázat. A likviditás annak a mértéke, hogy egy adott eszköz milyen gyorsan és egyszerűen váltható egy közvetítőn keresztül pénzzé, elfogadható – a hasonló termékek piaci árának egy meghatározott környezetében lévő – áron. A likviditás ezért függ az adott eszköztől (ingatlan vagy diszkontkincstárjegy), függ helytől, közvetítőtől és időtől (fejlett vagy fejlődő tőkepiacok). A likviditási kockázat a csereegyenértékre válthatóság kockázata. Az információs aszimmetria és a tranzakciós költségek gátolják a likviditást, növelik a likviditási kockázatot, mely csökkenti az eszközallokáció hatékonyságát. A pénzügyi piacok olyan közvetítők (intézmények), ahol a tranzakciók gyakorisága miatt csökkennek az információs költségek, a termékek standardizálásával pedig a tranzakciós költségek, így az eszköz pénzzé konvertálásának nincs időzíteni és elszámolási (szerződéskötési) költsége.

Számos nagy projekt igényel hosszú távú tőkelekötést¹⁵, ugyanakkor a megtakarítások ellenőrzéséről a tőke tulajdonosai nem mondanak le hosszú távra, csak megfelelő ellentételezésért (díjazásért) cserébe. Ha a pénzügyi közvetítés nem növeli a hosszú távú beruházások likviditását, akkor az egyensúlyi (marginális) kockázat-hozam érték jóval magasabb lesz, így kevesebb – alacsonyabb likviditási prémium esetén pozitív nettó jelenértékű – projekt valósulna meg. Már Hicks észrevette, hogy a piac szereplői idegenkednek attól, hogy a megtakarításaik fölötti kontrollról hosszú távra lemondjanak. (Hicks [1962] és [1969] 143-145.o.) A tőkepiac az egyik oldalon biztosítja a likviditást a megtakarítóknak, míg a meglévő likvid eszközöket hosszú távú beruházásokká alakítja a nem forgalmazható (illikvid) termelési folyamat számára. A likviditás tehát a gazdaság allokatív és adaptív hatékonyságát is biztosítja.

Diamond és Dybvig [1983] modellje mutatja be, hogy már egy külső sokk esélye is miképpen vezet a „likviditásba való meneküléshez”, és ezt hogyan képes csökkenteni a pénzügyi intézményrendszer. Annak az információs költségnek az elfogadása, hogy azonosítsuk, mely befektető érzékeny a gazdasági sokkokra, és ezért egy hosszú távú projekt befejezése előtt hozzá akar e jutni pénzéhez, már nem fér bele az állapotárak által leírt modellbe. Ez a tény pedig bizonyítja a pénzügyi intézmények

¹⁵ A leginkább bizonytalan beruházások tipikusan a kutatás-fejlesztésbe áramlanak, melyek azonban nélkülözhetetlenek a technológiai innovációkhoz.

megjelenésének szükségességét, ahol az egyén képes kereskedni az értékpapírokkal, likviditási kockázatának csökkentése érdekében egy olyan környezetben, mely az egyént jellemző (egyedi) kockázatoktól független, tehát talál partnert, aki átveszi a pozícióját az illikvid projekt finanszírozásában. A projektet megvalósító vállalatok működése tehát független lesz az egyén likviditási attitűdjétől¹⁶, illetve az őt ért egyedi sokkoktól is, melyek ezt befolyásolják.

A fentiekből azonban az is következik, hogy a tőkepiacok tranzakciós költségeinek csökkenésével párhuzamosan egyre több hosszú távú projekt értékpapírosítására és piaci bevezetésére kerülhet sor, mely egyre inkább csökkenti a likviditási prémiumot, növelve az összgazdasági hatékonyságot. Ezzel nemcsak a másodlagos piac szükségességének magyarázata vezethető le az információs és tranzakciós költségek elméletéből, hanem annak előfeltétele, az elsődleges piac létrejötte is.

Nem csak a tőkepiac, hanem a pénzügyi közvetítő vállalatok is biztosíthatják a likviditást a likviditási kockázat teljes átvállalásával. A bankok betéteseik számára vállalják a likviditás biztosítását, ugyanakkor kihelyezéseikkel a hosszú távú projektek finanszírozását is ellátják. Ezzel gyakorlatilag megteremtik egyrészt a likviditási kockázattól való megszabadulás lehetőségét a megtakarítók számára, másrészt biztosítják az illikvid projektek tőkeigényét is¹⁷, növelve a gazdaság adaptív hatékonyságát.

A likviditás egy további szerepe, hogy segítségével egy hosszú távú projekt megvalósítása közben bekövetkező sokk mellett elérhetővé válik a befejezéshez szükséges pótlólagos tőke, amennyiben a projekt ebből a pontból nézve pozitív nettó jelenértékű¹⁸. Ez úgy is értelmezhető, hogy a hitelező a projekt indulásakor biztosított tőkével párhuzamosan kiír egy opciót is. Ez az opció feljogosítja a vállalatot, hogy ha finanszírozási problémái lépnek fel a beruházás befejezése előtt, akkor rávehesse a tőkét biztosítót a további finanszírozásra, hiszen a csődopció lehívásával a hitelező rosszabbul járhat. Ez az opció önmagában jelentősen csökkenti a tranzakciós költségeket, mert egyértelműen azonosítja a pótlólagos

¹⁶ Éppen úgy, ahogy fogyasztói preferenciáitól is függetleníthető, ahogy ezt Irving Fisher [1930] már a múlt század első felében megmutatta.

¹⁷ Ekkor persze a bank eszköz és forrás oldala nincs semlegesítve (pl. a kamatláb kockázattól), ennek szerepére azonban még a monitoring funkció kapcsán visszatérünk.

¹⁸ Az eddigi költségeket nyilván elsúlyedtt költségekként (sunk cost) kell kezelni.

tőkebevonás forrását. Ezzel ellentétben azonban – az adaptív hatékonyság biztosításában nagy szerepet játszó – K+F finanszírozásában a vállalat legtöbbször nem tudja bizonyítani a kutatások nyereségességét a hitelezők számára. Ezért a tőkepiac fejlettségének függvénye, hogy a K+F-et végző vállalatok milyen hatékonyan jutnak pótlólagos forrásokhoz. Ezt támasztja alá Carlin és Mayer [2003] kutatása is, akik megmutatták, hogy a fejlett pénzügyi közvetítéssel rendelkező országokban azok a vállalatok, amelyek forrásszerkezetében a bankhitelek uralkodtak, lassabban növekedtek és kevesebbet fordítottak kutatás-fejlesztésre. Ennek szerepére a harmadik fejezetben külön is visszatérek még.

Még egy fontos szerepét emelném ki a pénzügyi közvetítés adaptív hatékonyságra gyakorolt hatásai közül: a piaci szereplők közti verseny – e piacok tulajdonságaiból adódóan – minden piac közül itt a legélesebb, itt a legnagyobb a nyomás is az innovációra, hiszen így lehet a normálprofitot fölötti (extra) nyereséget realizálni¹⁹. Tehát e piacok technológiai innovációs nyomása endogén módon elősegíti a technológiai fejlődést. Emellett azt is látni kell, hogy az innováció kockázatos. A nem életképes változat kiválogatódik, elbukik a piaci versenyben. A kockázatok diverzifikációja azonban lehetővé teszi, hogy adott piaci szereplő egyszerre több újítást is vállalhasson, így biztosítva, hogy a „kísérlet és tévedés” (trial and error) elv értelmében rátaláljon a sikeres és hatékony változatra.

AZ INFORMÁCIÓK ÖSSZEGYŰJTÉSE ÉS AZ ERŐFORRÁSOK

ALLOKÁLÁSA

A projektek, vállalkozások, menedzserek, gazdasági feltételek ellenőrzése – a magas információs és tranzakciós költségekből adódóan – nem működhet egyénileg. Ha van bizonytalanság, akkor az egyén nyilvánvalóan nem fektet be olyan projektbe, melyről nincs megfelelő információja, azok beszerzésére azonban sem ideje, sem lehetősége nincs. Vagyis közvetítés nélkül a legnagyobb, legkomplexebb beruházások nem valósulnának meg. Ez egy újabb súrlódás, mely szükségessé teszi a

¹⁹ Ez még akkor is igaz, ha az intézményi befektetőkre a fent leírtak alapján a „csordaszellem”, a benchmarking jellemző, ám mindig találni olyan piaci szereplőt, aki a magasabb profit reményében „kiáll a sorból”.

pénzügyi közvetítést a gazdaságban. Ha az információ egyéni megszerzésének fix költsége van, akkor azt egyszer kell csak kifizetni, ha van közvetítő, míg minden egyénnek, ha nincs. A közvetítővel tehát az információ megszerzése, feldolgozása és szétosztása gazdaságossá tehető. A hatékonyság megvalósítása érdekében ki kell válogatódnia az életképtelen vállalatoknak, beruházásoknak. A pénzügyi közvetítés információs hatékonyságából adódó szerepe éppen ennek a szelekciós folyamatnak az irányítása. A pénzügyi közvetítés ki tudja választani a legjobb cégeket, illetve rangsorolni képes ezeket, és ennek megfelelően allokálja a tőkét. A legjobb technológiák azonosításával hozzájárul a sikeres innovációk finanszírozásához, ezáltal az adaptív hatékonyság növeléséhez²⁰.

A tőkepiacok növekedésével és fokozódó likviditásukkal párhuzamosan ösztönzik a befektetőket arra, hogy információkat szerezzenek a vállalatról, hiszen a magán információt titokban tartva, abból profitálhatnak. Azaz a vállalatok ellenőrzése és folyamatos vizsgálata éppen a nagy és likvid tőkepiacok virágzásával párhuzamosan jött létre. Ugyanakkor a folyamat nem fenntartható, hiszen ha valaki a piacon felhasznál egy információt, az megjelenik az árakban (racionális várakozások). Így hatékony tőkepiacon a befektetőknek csak a részvényárakat kell figyelniük, hiszen a piac elvégzi az – egyébként magas információs költségekkel járó – értékelést, vonatkozzon az akár a vállalatra, a piacra, a menedzserekre, stb. Tehát az információ itt közjószággá válik.

A pénzügyi rendszer információs funkcióinak elméleti kidolgozása elsősorban az osztrák iskola (*Austrian economics*) tagjainak nevéhez fűződik. Elsőként Carl Menger az, aki a *Principles of Economics*-ban leírja a pénz spontán kilakulásának folyamatát, és kiemeli a pénz áru jellegét, információs-árjelző funkcióját (Mises Institute [2004] 8. fejezet 257-285.o). A piaci ármechanizmus szerepe az információközvetítés, információkoncentráció és ezen keresztül, a tranzakciós költségek csökkentése, hiszen a piaci árak a termelésben mindenkor lekötött tőkék áralakulását tükrözik. A piaci ármechanizmus az áraknak a flow világban betöltött jelző és orientáló szerepe mellett meghatározza a létező vagyonok értékét, legalábbis

²⁰ Ahogy ezt már korábban láttuk, a pénzügyi közvetítés e szerepét emelte ki Schumpeter is: „... a bankár ettől kezdve nem közönséges ember... ő az, aki feljogosítja a vállalkozót ... [az innovációra].” (Schumpeter [1980] 157.o.)

a vagyon azon elemeiből álló részének értéknagyságát, amelyeknek organizált piacuk van.

Ludwig von Mises is utalt a pénz szerepére: „1920 tavaszán megjelent cikkében kimutatta, hogy jelenlegi gazdasági rendszerünkben a racionális gazdasági kalkuláció azáltal lehetséges, hogy az árak pénz formában vannak kifejezve.” (Hayek [1995] 174. o.)²¹.

A MENEDZSEREK ELLENŐRZÉSE ÉS TÁRSASÁGI-KONTROLL

GYAKORLÁSA

Míg a megfelelő projektek kiválasztásában előzetesen (ex ante) játszik információs hatékonyságnövelő szerepet a pénzügyi közvetítés, addig a szerződéskötést követően (a finanszírozás után) ex post ellenőriz és kontrollál. A tulajdonost megvédi a menedzserek különérdek-érvényesítésétől (opportunizmusától), ha olyan pénzügyi feltételrendszert teremtenek meg, mely kikényszeríti a vállalatvezetés megfelelő magatartását. A cég külső érintettjei közül azok, akik részesednek a vállalat által termelt pénzáramlásból (hitelezők, bankok, kisbefektetők, stb.), de nem tudják közvetlenül ellenőrizni a társaságok irányítását (a magas információs költségek miatt), a pénzügyi intézmények segítségével megtehetik ezt. Másik oldalról közelítve, a kontrollt biztosító intézmények hiányában a megtakarítások mobilizációja sem fog létrejönni, azaz a tőke nem áramlik a hatékony beruházásokba (Shleifer-Vishny [1997]).

A belső érintettek opportunizmusa arra ösztönzi őket, hogy kihasználva az aszimmetrikus információból adódó lehetőséget, torzított módon tegyék közzé a vállalatra vonatkozó információkat²². A külső érintettek számára társadalmilag nem hatékony a vállalattal kapcsolatos minden körülmény pontos ellenőrzése. Ez gyakorlatilag egy potyautas („free-rider”) jelenség, hiszen minden kisebbségi részvénytulajdonos arra számít, hogy a másik teszi meg a menedzsment költséges

²¹ Az osztrák iskola képviselője Rothbard is, aki nagy ívű gazdaságtörténeti munkájában ír a pénzrendszer fejlődéséről (Rothbard [1990]). Hozzá köthető a free-banking álláspont kialakulása.

²² Ennek határait, illetve a piac „felismerő képességét” vizsgálta az Enron és a WordCom esetében Bélyácz [2004], bizonyítva, hogy a piac információ-feldolgozó képessége, ezekben az esetekben is működött. Éppen ezt fogom kihasználni az ötödik fejezetben a kettős elsajátítási probléma bemutatásakor, amikor rámutatok, hogy e problémaegyütttest hatékonyan csak a tőkepiaci közvetítés képes kezelni.

ellenőrzését. Ha pedig van többségi tulajdonos, az egy másik típusú ügynöki költséget hoz létre: nevezetesen konfliktust a kisebbségi és többségi tulajdonosok között (Jensen-Meckling [1976]). Ezek a jelenségek ismét csak megalapozottá teszik a pénzügyi közvetítés létezését.

Levine [1997] azt is bemutatja, hogy létezik egy egyensúlyi kamatláb (r), amely mellett az optimális szerződés a belső és külső tőkét biztosítók között a hitelszerződés. Ilyen r mellett a külső érintettek hozama elég magas, és cserébe felhagynak a társaság ellenőrzésével. Ha azonban az elvárt hozam nem elégséges, azaz a kölcsönfelvevő vállalat csődöt jelenthet, a hitelezők fizetik a projekt ellenőrzési költségeit. Ezért a magas tőkeáttétel, mely a hitelfelvétel növekedése miatt következik be, növeli a csőd valószínűségét, ezáltal az ellenőrzési költségeket, mely rákényszeríti a külső érintetteket a saját tőkével való finanszírozásra.

A fentiek mellett a pénzügyi közvetítőrendszer más csatornán keresztül is csökkenti az ellenőrzés költségeit. Hasonlóan az információ összegyűjtés és allokálás funkciójához, sok befektető külön-külön sokkal magasabb költséggel ellenőrizné a befektetéseit, mint egy közvetítőn keresztül. A megtakarítások összegyűjtésével és kihelyezésével a bank tehát nemcsak a megtakarításokat mobilizálja és – ahogy azt már korábban láttuk – biztosítja a likviditást, hanem vállalja a kihelyezések kontrollját is. Így a finanszírozott vállalat ellenőrzését nem az összes tőketulajdonos, hanem a pénzügyi közvetítés egy személyben valósíthatja meg. Diamond [1984] cikke az első „delegált-megfigyelés” (*delegated monitoring*) oldaláról közelítő bankelmélet. A pénzügyi intézmények e funkciója, mely elejét veszi az ellenőrzési költségek megsokszorozódásának, biztosítja a tulajdonosi és menedzsment funkciók szétválásának lehetőségét is, növelve ezzel a gazdaság specializációját, a társadalmi munkamegosztás hatékonyságnövekedését²³. Persze felvetődik annak a kérdése is, hogy ki ellenőrizze az „ellenőrt”? Ha a bankot is ellenőrizni kell, akkor nem csökkent a kontroll költsége összgazdasági szinten. Diamond és Rajan [2001] azonban megmutatta, hogy amennyiben a pénzügyi közvetítő jól diverzifikált portfóliót tart, és fenntartja a törékeny tőkeszerkezetet (mely alapvető működési logikájából adódik²⁴), akkor az egyénnek nem kell ellenőriznie a közvetítőt. Ennek

²³ Melyre, a versenyképesség miatt már Adam Smith [1776/1992 15.o] is felhívta a figyelmet.

²⁴ Mint láttuk a bank eszköz oldalán hosszú távú kihelyezések, a forrásoldalon likvid betétek állnak.

oka egyrészt az, hogy a jól diverzifikált eszközállomány csökkenti a nemfizetés kockázatát, másrészt a törekeny tőkeszerkezet biztosítékot jelent a prudens működésre, mert egy esetleges bankroham fenyegetése kikényszeríti azt.

A bankok és a vállalatok hosszú távú együttműködése tovább csökkenti az információs aszimmetriából adódó költségeket, így olcsóbbá, hatékonyabbá téve a cég külső finanszírozását. Emellett a letét és más pénzügyi szerződések intézménye is csökkenti a folyamatos monitoring költségét, megkönnyítve a hatékony befektetéseket.

Ahogy azt Jensen és Meckling [1976] bemutatták, a tőkepiac is segíti a menedzsment kontrollálását. Egyrészt a nyilvánosan kereskedett részvényekből juttatva a menedzsmentnek, azok érdekeltsége a tulajdonosokéhoz köthető. Másrészt a felvásárlások fenyegetése egy hatékony tőkepiacon szintén motiválhatja a menedzsmentet, hiszen a gyengén menedzselt vállalatok alacsony részvényárfolyamai ösztönzőleg hatnak a vállalat felvásárlására és a vállalatvezetés lecserélése segítségével annak hatékonyabb menedzselésére. Így azonban csak a részvényárfolyamok megfelelő szinten tartása kényszeríthető ki a menedzsmentből, nem pedig a részvényesi érték maximalizálása. A tőkepiac menedzsment kontrolljára vonatkozó hatásának korlátait terjedelmes irodalom elemzi (Shleifer-Vishny [1997]). Stiglitz egyik – Nobel-díjat érdemlő – cikkében bemutatja, hogy a felvásárlások fenyegetése miért nem érvényesülhet a megbízó-ügynök viszonyból adódó aszimmetrikus információk miatt (Stiglitz [1985]). A belső érintettek információs többletének kiegyenlítését egy külső, potenciális felvásárló csak rendkívül magas tranzakciós költségekkel egyenlíthetné ki²⁵. Ám ha ezt még hajlandó volna is egy piaci szereplő kifizetni, óhatatlanul potyautas problémában találná magát. Az eredmény ugyanis a piaci árakon keresztül közjószággá válna, megsemmisítve az információs előnyt. Ráadásul a fenyegetett menedzserek a védekezés számos módszerét fejlesztették ki (arany ejtőernyő, mérge kapszulák, mérge pirulák, zöld levél, cápariasztó, a felvásárlás túlfizetése)²⁶, melynek jó összefoglalását adja Brealey-Myers [1999 368.o.].

²⁵ E nélkül a belső érintettek könnyedén túllicitálnák a felvásárlót, kivéve, ha az túl sokat ígér a vállalatért.

²⁶ A „mérge pirula” jogot és lehetőséget teremtett a menedzsmentnek arra, hogy egy cégük ellen indított külső felvásárlási kísérlet esetén maguknak olcsón résztulajdont juttatva nehezítsék (és tegyék kevésbé vonzóvá) a felvásárlást. Az „arany ejtőernyő” elbocsátás esetén hatalmas összegű végkielégítésekre

A MEGTAKARÍTÁSOK MOBILIZÁLÁSA

A pénzügyi közvetítés, ahogy arra már utaltunk összegyűjti a tőkét a szétszórt megtakarítóktól és allokálja a beruházások között. Számos projekt méretgazdaságossági korlátokkal rendelkezik, melyek megvalósításához megfelelő nagyságú tőke szükséges, ugyanakkor a pénzügyi intézmények a befektetők csekély hozzájárulását is lehetővé teszik például az értékpapírosítással vagy a befektetési alapokon keresztül. Sőt a kis névértékű befektetéseken keresztül lehetővé válik a háztartások számára is a kockázatok allokációja, a megtakarítások diverzifikálása és a likviditás is. E funkció nélkül az egyénnek, ha befektetne, egész vállalatokat kellene vásárolnia.

A különböző méretű és szétszórt megtakarítások gyűjtése (pooling), allokációja, és azok felhasználásának ellenőrzése mind-mind tranzakciós költségekkel járnak. Fel kell kutatni az egyéni befektetőt, meg kell győzni a beruházások potenciális sikeréről, és el kell vele fogadtatni, hogy lemondjon a tőkéje feletti kontrollról²⁷. A bankok reputációja és az állami garanciák a bizalom növekedésén keresztül csökkentik ezeket a tranzakciós költségeket. A valós megoldást azonban a multilaterális szerződések intézménye jelenti. A részvénytársaság, mint önálló jogi entitás a hivatalos intézménye azoknak a megállapodásoknak, melyek a projektet megvalósító koalíció és az erőforrást biztosítók között jön létre.

A tőkepiac, illetve a kockázati tőke hiánya súlyos adaptív hatékonysági áldozatokkal jár. A kisvállalatok innovációs képessége magasabb, mint a nagyvállalati struktúráé (kontinentális stabilitás), ezek finanszírozása azonban nem lehet csak banki feladat (nem is lehet az), szükséges a kockázati tőke bevonása. Ezen érvrendszer egy másik aspektusa a bank, mint belső érintett kérdésköre. A japán vagy német példa bizonyítja, hogy ha a nagyvállalat-bank összefonódás túl erős, akkor a morális kockázat miatt a gazdasági hatékonyság csökken²⁸ (Werner [2002]).

jogosítja a vállalatvezetőket. A „zöld levél” esetében a célvállalat menedzsmentje jóval magasabb áron vásárolja vissza a potenciális felvásárló részesedését, a „békénahagyásért” cserébe. A „cápariasztó” a társasági szerződésben elhelyezett felvásárlás elleni védelem.

²⁷ Érdemes felfedezni a párhuzamot a mai fedezeti alapok által szervezett „road show”-kkal, mely a tőkebevonási folyamat legfontosabb része. Dunbar [2000: 185-197.o.] részletesen mutatja be ezt a folyamatot az LTCM esetében.

²⁸ Rajan [1992] megmutatta, hogy a bank-vállalat hosszú távú kapcsolat a vállalat számára túlságosan költséges, ezért jobban jár, ha bankkapcsolatait diverzifikálja! Hasonló megállapításra jutott Houston és James [1996] is, szerintük a magas piaci érték/könyv szerinti érték hányadossal rendelkező vállalatok

A pénzügyi közvetítés szerepe tehát itt is kettős: egyrészt csökkenti az információs és tranzakciós költségeket az egyének közötti többoldalú szerződések összegyűjtésével, másrészt az erőforrások allokálásán keresztül az új technológia elfogadását segíti.

A CSERE LEEGYSZERŰSÍTÉSE

A pénz e funkciója a legősibb, legalapvetőbb. Már Adam Smith a *Nemzetek gazdagságában*, a „Pénz eredete és természete” című fejezetben bemutatta a kapcsolatot a csere egyszerűbbé tétele, a specializáció, az innováció és a hatékonyság között. A specializáció ugyanis növeli a tranzakciószámot, ezáltal csökkentve az egységnyi tranzakciós költségeket és a termelési költségeket is. Ugyanakkor bár az egységnyi tranzakciós költség csökken, a specializáció növeli az összes tranzakciós költséget is. Elemzésem szempontjából ez azért nagyon lényeges, mert a pénzügyi rendszer éppen a specializáció növelésén keresztül növeli a gazdaság hatékonyságát. A pénz, mint csereegyenérték egy olyan egyszerűen azonosítható és értékelhető eszköz, mely megkönnyíti a cserét csökkentve a partnerkeresés költségét („double coincidence of wants problem”).

ATTITÜD SEMLEGESSÉG

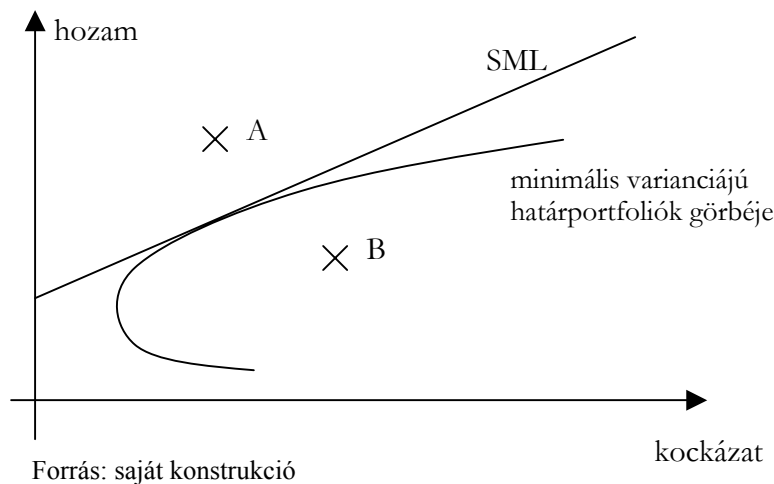
A szakirodalomban újszerű módon viselkedéstani szempontból is lényeges funkcióját tudom kiemelni a pénzügyi közvetítésnek. A pénzügyi viselkedés (behavioural finance) eddig az egyéni pszichológiai tényezők hatását vizsgálta a pénzügyi árfolyamokra és a vállalati pénzügyi döntésekre. Itt amellet érvelek, hogy a pénzügyi közvetítés az egyének eltérő viselkedési attitűdjeinek összekapcsolása által is lényeges funkciót lát el.

Feloldva a neoklasszikus modellek feltételét a homogén várakozásokra vonatkozóan, a piaci szereplők viselkedése alapján megkülönböztethetünk ún. optimistákat (a projektekkal szemben túlzott várakozással bírnak, sikerességük valószínűségét túlbecslik), semleges és pesszimista (akinek előzetes várakozása negatív, sikerességük

igyekeztek elkerülni az egy banktól való függés kialakulását, nehogy az visszaéljen a kialakult függőségi viszonytal és az eszközök illikviditására hivatkozva túlárazza hiteleit. E kérdéskört a harmadik fejezetben még érintem.

valószínűségét alulbecslik) döntéshozókat. Fontos látni a különbséget a kockázathoz való viszonyulás (kockázati avazerzió) és a magatartási attitűd között. Ezt segíti a következő ábra, ahol Markowitz [1952] közismert gondolati keretének megfelelően a kockázat hozam térben ábrázolom a minimális varianciájú határportfoliók görbét és az értékpapírpiazi egyenest (SML):

4. ábra: A kockázat elutasítás mértéke és magatartási attitűd



A kockázatelutasító befektető számára a kockázat piaci ára állandó, portfóliójának összetételét hasznossági függvénye határozza meg. Ez alapján választ a kockázatmentes és a kockázatos értékpapírok közül, de az optimális portfólio minden esetben az SML egyenesen marad. Az optimista piaci szereplő számára az sem nyilvánvaló, hogy egy SML egyenesen lévő pontot választ. A heterogén várakozások miatt neki az egyenes alatt lévő pont („B”) is kielégítő lehet, még akkor is, ha egy semleges aktor számára adott kockázathoz alacsonyabb várható hozam tartozna. Az optimista vállalkozó számára a kockázat piaci ára nem adott. Hasonlóan előfordulhat, hogy a pesszimista az SML fölött lévő pontot („A”) sem tartja kielégítőnek.

A fentiek miatt a semleges piaci szereplők endogén módon éppen azért hoznak létre egy közvetítőt, hogy biztosítsák a forrásokat az általánosan optimista, de tőkekorlátokkal rendelkező vállalkozóknak. Ezt azáltal tehetik meg, hogy forrásokat gyűjtenek a pesszimistáktól, akiket képesek meggyőzni, hiszen racionális aktorként ők tudják egyedül tárgyilagosan megítélni a projekteket. Így hiteles magatartásuk

miatt a pesszimista befektetők pénzüket biztosítottnak látják. E funkció nélkül a gazdaság adaptív hatékonysága sérülne, hiszen csak az optimisták rendelkezésére álló tőke hasznosulna optimálisan.

A pesszimista befektetők túlsúlyát indokolhatja egy általános bizalmatlanság, mely magyarázza a tőkepiac, mint befektetési forma kerülését²⁹. Ez a bizalmatlanság főként abból adódhat, hogy a kisebbségi befektető nem láthatja biztosítottnak a vállalat tényleges hozamát, a különböző mikro és makro érdekcsoportok hatásától. Ennek mérséklése egyrészt a hatékony tőkepiac segítségével történhet, ahol az árrendszer felfedező szerepe nem korlátozott. Másrészt, ahogy erre Guiso és szerzőtársai [2005] munkája rá is mutat: a bizalmatlanság mértéke az iskolázottság mértékékével fordított kapcsolatban áll³⁰.

A PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS STRUKTURÁLIS MEGKÖZELÍTÉSE

Az előzőek tükrében az az ősi coase-i kérdés, hogy miért vannak vállalatok (Coase [1937]), azaz a pénzügyi közvetítőrendszerben miért van szükség bankokra, alapvetően megmagyarázható funkcionális perspektívából. Nyilván azért, mert egyes funkciók megvalósítását a bankok hatékonyabban látják el, mint a tőkepiac. Itt tehát vizsgálódásom kapcsolódik ahhoz az évszázados vitához, mely a pénzügyi struktúra problematikáját feszegeti. Egy adott ország számára melyik a jobb: a bankok által vezérelt vagy a tőkepiacok által vezérelt finanszírozás?

A szakirodalomban a pénzügyi intézményrendszer diverzitásának kérdése legtöbbször a pályafüggőségre van visszavezetve, azaz a történelmi fejlődés³¹, a mélyen beágyazott intézményi és kulturális tradíciók azok, amelyek meghatározták, hogy egy adott ország pénzügyi intézményeinek struktúrája a két végpont az angolszász tőkepiaci vagy a kontinentális bankrendszer között hol helyezkedik el. Az

²⁹ Ez nem csak a feltörekvő országok sajátja. Még az USA-ban is érezhető volt a tőkepiactól való elfordulás és bizalmatlanság az ezredfordulót követő – Enron, WorldCom – nyilvánosságra hozatali botrányok után.

³⁰ Ez pedig nyilvánvaló gazdaságpolitikai következtetéseket hordoz magában. Azt, hogy – amennyiben a tőkepiac fejlesztése és erősítése valóban releváns politikai célkitűzés – akkor az oktatás és különösen a pénzügyi oktatás segítségével ez jó irányba mozdítható.

³¹ Gerschenkroni értelemben historikus elmaradottság az anolszász országokhoz képest.

érvelés logikája röviden így foglalható össze: Az angolszász országokban a szabad tőke „elszórt volt”³², és a tőzsde intézménye segítette a megtakarítások összegyűjtését és allokálását. A kontinentális országokban viszont a tőke koncentrált. A feudális maradványok miatt sem az állam, sem az arisztokrácia nem törekedett a tőkefelhalmozásra, potenciális megtakarításait hadikiadásokra és luxuscélokra költötte. A háborúkat követő gyakori inflációs időszakok pedig az egyéni megtakarításokat is megsemmisítették³³. Így a bankok fokozatosan a tőkekoncentráció legfontosabb szereplőivé váltak, hiszen a külföldi tőke rajtuk keresztül vándorolhatott az országokba. Az intézményrendszer e struktúrája azonban jelentősen leszűkítette a finanszírozási lehetőségeket. Ezzel szemben az angolszász országokban a piac nem gátolta a bankok megjelenését és elterjedését.

Az ilyen induktív jellegű történelmi következtetést – ahogy arra Olson is rámutat³⁴ – igazságtartalmuk ellenére „illik” kiegészíteni más bizonyítékokkal. Erre volt alkalmas, hogy bemutattam a pénzügyi intézmények struktúrájának kialakulása a pénzügyi funkciók által determinált volt³⁵.

Nézzük tehát a funkciók és az intézmények kapcsolatát³⁶! Véleményem szerint a fent elemzett funkciók közül nincs olyan, melyet csak a „vállalat” (bankok) vagy csak a tőkepiac képes megvalósítani. Azonban – ahogy arra már korábban utaltam –, bizonyos funkciók ellátását az egyik struktúra nagyobb hatékonysággal képes biztosítani. A bankrendszer tűnik hatékonyabbnak a vállalatok feletti kontroll gyakorlásában, valamint az attitűdsemlegesség hiteles közvetítésében. A tőkepiac primátusát fedezhetjük fel ugyanakkor a specializáció elősegítésén keresztül az innovációk serkentésében. A már idézett Allen és Gale [1997] cikk azt is kiemeli, hogy a diverzifikáció hagyományos formájában (keresztmetszeti diverzifikáció)

³² Ezt támasztják alá Lamoreaux és szerzőtársai [2004] is. Gazdaságtörténeti méréseik szerint a második ipari forradalom alatt Cleveland virágzását sokkal inkább egyedi források tették lehetővé, mint a pénzügyi intézményrendszer segítsége.

³³ Erre hoz számos történelmi példát Olson is. A gazdasági fejlődés szempontjából ezért is volt nagy jelentősége Európában a vestfáliai békét (1648) követő konszolidált időszaknak (Olson [1987] 27.o.)

³⁴ Olson hangsúlyozza, hogy a tetszetős univerzális elméletek „konstruálásának” hibája, hogy sokszor ad hoc jellegűek, azaz nincsenek meg a megfelelő adatok bizonyításukhoz, de ha mégis, akkor biztosan találni kivételt, mely kétségbe vonja annak általánosságát (Olson [1987] 21, 33.o.).

³⁵ Ez összecseng azzal is (melyre majd a harmadik fejezetben részletesen kitérek), hogy annak ellenére, hogy több térségbeli országban, a történelmi hagyományokkal ellentétben, már a kezdetektől erőfeszítések történtek a piacorientált pénzügyi rendszer kiépítésére, mégis bankok által dominált rendszer alakult ki.

³⁶ Ahogy pillanatnyilag erre következtetni lehet. Nyilván az intézményi változásokkal párhuzamosan a funkció-struktúra kapcsolat is változik.

sokkal inkább a piac jelent megoldást, míg az időbeli diverzifikációt a formális pénzügyi intézmények képesek biztosítani. Végül az információ összegyűjtésében és az erőforrások allokálásának, valamint a megtakarítások mozgósításának funkciójában mindkét típusú közvetítő szerepét egyformán fontosnak látom.

Fentiekből persze egyrészt az is következik, hogy a vegyes pénzügyi architektúra szükségképpen hatékonyabb, másrészt azonban e megállapításokat árnyalnunk kell, hiszen a gazdasági fejlettség bizonyos szakaszaiban ezen intézmények hatékonysága eltérő lehet. Csak példaként említem, hogy a megfelelő bizalom hiánya miatt a feltörekvő országokban a pénzügyi intézmények nem voltak képesek létrehozni a megtakarítások határidős transzformációját. A bankok által fenntartott nagy kamatrés miatt a rövid távú megtakarítások nem alakulhatnak át hosszú távú beruházásokká. Amíg a verseny nem kényszeríti ki a kamatrések csökkenését, állami támogatások nélkül e funkció hatása a hatékonyság javítására elégtelen.

Az eddig elhangzottak alapján levonható következtetés, hogy nem mindegy, hogy milyen pénzügyi közvetítői struktúra dominál egy adott országban. Számos esetben a piac és a „vállalat” kiegészítői egymásnak, azonban sokszor helyettesítői is. Azaz a pénzügyi közvetítés együtt értelmes, nem külön bank és külön tőkepiac³⁷. Ebből az is következik, hogy nincs optimális pénzügyi struktúra, az folyamatosan változik. Változik egyrészt időben, másrészt a gazdasági fejlettség függvényében.

Éppen ez utóbbi az, amely nagy jelentőségű a feltörekvő piacok vonatkozásában. Már Levine [2002] is, de különösen Rioja és Valev [2004a, 2004b] munkái világítottak rá arra, hogy a pénzügyi intézmények struktúrája nagyon lényeges a gazdasági növekedés szempontjából a fejletlen pénzügyi rendszerrel rendelkező országokban.

Rioja és Valev [2004a] szerint a fejlett országokban a pénzügyi közvetítés hatása a termelékenység növekedésén keresztül érvényesül, míg a szegényebb országokban a növekedést elősegítő csatorna sokkal inkább a tőkeakkumuláció biztosítása.

³⁷ Ezt a fentiekén túl a gyakorlat is bizonyítja. Az USA-ban 1934-től hatályba lépő Glass-Steagall törvények kettévágták a pénzügyi közvetítést, falat emelve a tőkepiac és a kereskedelmi banki tevékenység közé. A liberalizáció, globalizáció, dereguláció és a technológiai innováció azonban új játékszabályokat teremtettek, ahol az univerzális pénzügyi közvetítők mind a tőkepiac, mind a bankrendszer hatékonysági előnyeit képesek kihasználni (1999-ben hatályok kívül helyezték a Glass-Steagall törvényt az USA-ban).

Carlin és Mayer [2003] illetve Rioja és Valev [2004b] empirikus munkái feltárják, hogy a gazdasági fejlettség korai szakaszában a bankrendszer által végzett funkciók szerepe dominálja a tőkepiacét, de együttes hatásuk is meglehetősen gyenge³⁸. Később mindkettő hatása erősödik, és segíti a gazdasági növekedést. A fejlett pénzügyi közvetítő rendszerrel bíró országokban pedig a tőkepiac kap prioritást, eközben azonban a pénzügyi közvetítés együttes hatása a gazdasági növekedésre fokozatosan csökken (Aghion és szerzőtársai [2005], Rajan és Zingales [2001], Levine és Zervos [1998]).

Általánosan vizsgálva a kérdést az, hogy amíg a fejlődő országok el nem érnek egy bizonyos fejlettségi szintet³⁹ a banki közvetítés szerepe fontosabb, szélesebb perspektívában is magyarázható. A gazdasági átmenet irodalmának egyik legtöbbször hangsúlyozott eleme, hogy a formális intézmények stabilizáló hatásuk miatt az átalakuló országokban mindig meghatározó szerepet játszanak. Ennek oka, hogy a williamsoni társadalmi elemzési struktúra alsó szintjén lévő intézmények időben sokkal rugalmasabbak, mint a felsőbb szinten lévők, azaz az átmenet időszakában ezeket az intézményeket lehet először kialakítani, a stabilitás és koordináció érdekében (Williamson [2000] 597.o.).

Az is közhelynek számít a közgazdaságtanban, hogy a piaci koordináció hatékonysága is csak megfelelő intézményi környezetben dominálhat illetve, hogy az erős intézményi háttér megteremtése nem egy izolált folyamat, az csak valós körülmények között, a piaci verseny hatására jöhet létre. Így ebben a kontextusban is találkozhatunk az *egyidejűség dilemmájával*.

³⁸ Erre egy magyarázatot ad Rousseau és Wachtel [2002] tanulmánya, akik megmutatták, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer hatása a gazdasági növekedésre jelentősen visszaesik magas, 13 és 25% közé eső küszöbérték fölötti inflációs időszakokban, de igazából csak 6-8% alatti inflációs környezetben szignifikánsan pozitív. A magas infláció pedig leginkább a fejlődő/feltörekvő országok jellemzője. Ezen túl e kérdéssel részletesen foglalkozom a harmadik fejezetben.

³⁹ Gazdaságpolitikai szempontból nagyon lényeges lenne tudni, hogy hogyan juttatható a pénzügyi rendszer fejlettsége e küszöbérték fölé! E küszöbérték létezése ugyanis egyik magyarázó oka lehet az ún. „szegénységi csapának”.

Itt röviden arról is szólnék, hogy a gazdasági fejlődéssel párhuzamosan a gazdasági tranzakciók és pénzügyi teljesítésük időben egyre inkább elszakadnak egymástól, már csak ezért – de más okokból (pl. technológiai fejlődés) – is nyilvánvaló, hogy folyamatosan nő a pénzügyi szolgáltatások szerepe, és súlya. Ez a folyamat – melyet sokak növekvő ellenérzéssel figyelnek – nem feltartóztatható, nem megfordítható, de éppen a fejezetben tárgyalt funkciók bizonyítják, hogy ez nemhogy nem baj, hanem kifejezetten szükséges a gazdasági hatékonyság és növekedés szempontjából.

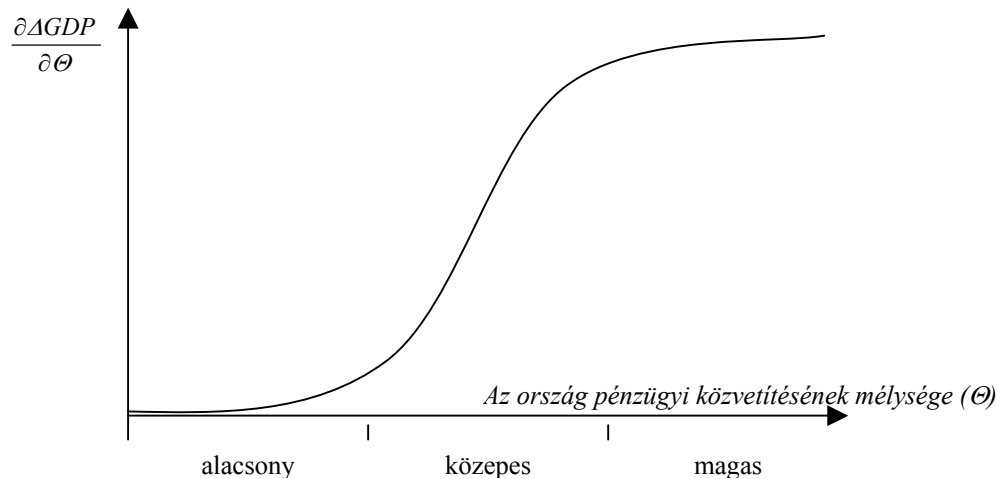
A véleménykülönbségek a „globális pénzvilág uralmáról” valószínűleg korábbról eredeztethetőek, sokkal mélyebbre és más tudományterületekre is kiterjeszthetőek, de hazánkban, az 1996-ban megjelent Korten [1996] könyv indított el a témában egy diskurzust, melybe több neves közgazdász is bekapcsolódott (Auguszinovics [1996], Lányi [1996], Csontos-Király-László [1997], Pete [1999], illetve Antal [2000]). Érdekes, hogy míg első hozzászólásában Lányi Kamilla erős érzelmi töltéssel kifejezetten a negatív és káros oldalát világítja meg a „bolygónk társadalma felett elhelyezkedő pénzügyi szuperstruktúrának” (Lányi [1996]), addig 2001-es munkája már jelentős véleményváltozást tükröz (Lányi [2001]). Itt már a pénzvilág és elsősorban a tőkepiac hatalmi szerepe nem negatív, hanem kifejezetten pozitív. Megjelenik a tőkepiac egy fölöttes funkciója: a „pénzügyi szuperstruktúra” (fölöttes) hatalmi viszonya éppen azt éri el, hogy a globalizálódó világban kikényszerítse a hagyományos, a fejezetben bemutatott funkciók érvényesülését és a hatékonyság követelményének adjon elsőbbséget a piaci döntéshozatalban. Ez pedig az egyik legfontosabb hajtóerő, mely meghatározza a menedzserek viselkedését, gondolkodását, cselekedetét és (pl. az egyre népszerűbb menedzseri részvényopciós programokon keresztül) közvetlen motivációját is!

Összefoglalóan úgy interpretálhatóak az ebben a fejezetben megfogalmazottak, hogy egy gazdaság teljesítményét alapvetően meghatározza a pénzügyi közvetítés fejlettsége, annak struktúrája azonban csak másodlagos kérdés, bár ez fontosabb a fejlődő/feltörekvő országokban, mint a fejlettekben.

Az irodalom áttekintés és szintetizálása alapján 1. tézisemet a következőképpen fogalmazom meg:

1. tézis: *A pénzügyi közvetítés fejlettségének és a pénzügyi közvetítés gazdasági növekedésre gyakorolt hatásának kapcsolata egy pozitív meredekségű, nem lineáris görbével írható le⁴⁰ (5. ábra).*

5. ábra: A pénzügyi közvetítés mélysége és a pénzügyi közvetítés gazdasági növekedésre gyakorolt hatásának kapcsolata



Forrás: saját konstrukció

Jelölések: a pénzügyi közvetítés fejlettségének mértékét Θ -val, a gazdasági növekedést ΔGDP -vel jelöltem.

Vagyis alacsony pénzügyi kultúra és fejletlen intézmények esetén kezdetben a pénzügyek mélyülésének hatása a gazdasági növekedésre nagyon gyenge. Később a hatás erősen pozitív lesz, míg a fejlett országokban a pénzügyi közvetítés további mélyülésének hatása a gazdasági növekedésre ismét jelentősen lecsökken.

A görbület mértékét és az inflexiós pont helyét itt még csak intuitív módon határoztam meg, de a következő fejezetekben ezt a tézisémet a feltörekvő országok tapasztalatainak tükében alaposan körüljáróm, majd a hatodik fejezetben empirikus elemzésnek is alávetem.

⁴⁰ Azaz a parciális hatás függvénye a Θ -nak.

2. FEJEZET – TŐKEPIACOK ÉS GLOBALIZÁCIÓ A MÚLT TÜKRÉBEN⁴¹

A következő három fejezetben a feltörekvő országok tőkepiacainak specialitásait vizsgálom gazdaságtörténeti perspektívából. Elsőként egy nagy ívű összehasonlító elemzést végzek, ahol az elmúlt közel 150 év globalizációs folyamatát vizsgálom⁴². Ezt követően a rendszerváltás és a pénzügyi intézményrendszer összefüggéseit, majd a feltörekvő országok tőkepiacainak jelenlegi és a lehetséges jövőbeli kilátásait veszem nagyító alá.

Széles körben ismert tény, hogy a pénzügyek napjainkban egyre fokozott ütemben globalizálódó fejlődése nem egyedi jelenség a történelemben. Az első világháborút megelőző fél évszázad világgazdasági expanziója sok tekintetben felülmúlta a jelenlegit. Ebben a fejezetben – egy a legfontosabb tényeket tömörítő történelmi áttekintés után – arra keresem a választ, hogy a pénzügyi globalizáció tekintetében miért lehetett egész más szerepe a feltörekvő tőkepiacoknak száz éve, mint ma. A kifejtés során igyekszem mindenhol kiemelni, hogy a pénzügyi intézmények kialakulását és működését hogyan befolyásolták az „olsoni” külön érdeket képviselő csoportok, mely később a dolgozatban külön hangsúlyt kap majd.

⁴¹ A fejezet egy korábbi változatát előadtam 2004. november 9-én, a Szegedi Tudományegyetem Pénzügytani Tanszék 10 éves fennállásának tiszteletére rendezett konferencián.

⁴² Hangsúlyozom, hogy – ellentétben a témában publikált munkák egy részével (pl. Bordo és szerzőtársai [1999a]) – nem két külön globalizációs időszakról kell beszélünk. A globalizáció a piac sajátosságából szükségszerűen bekövetkező folyamat. Így a mai és az első világháborút megelőző időszakok a teljes folyamatnak egyes szakaszai csupán, melyek tanulmányozása érdekes tanulságokkal szolgál.

A TŐKEPIACOK FEJLŐDÉSE 1914 ELŐTT

A XIX. századot megelőzően a nemzetközi pénzügyi tranzakciók meglehetősen szűk régiókat fogtak át. Korábban a pénz szerepének hosszabb-rövidebb ideig tartó megnövekedése mindig valamilyen gazdasági-politikai expanzióhoz kötődött⁴³.

Az itáliai bankok a reneszánsz idején már a levantei kereskedelem útvonalára, sőt a teljes mediterrán térségre kiterjesztették tranzakcióikat. A pénzügyi innovációk megjelenése a Németalföldön és a Hanza útvonalakon szintén jelentős lépés volt a pénzügyi piacok fejlődésében. Neil [2000] mutat rá, hogy már a vestfáliai békét (1648) követő, az ipari forradalom kiteljesedését megelőző időszak politikai stabilitása Európában megteremtette az alapot a gazdasági és pénzügyi kapcsolatok jelentős kiterjedéséhez, mely katalizátorként hatott a gazdasági folyamatok átalakulására⁴⁴.

Neil szemléletesen és alaposan mutatja be azt is, ahogyan a pénzügyi központok a történelemben a piac terjedelmének és az intézményrendszer fejlettségének, valamint az állami be nem avatkozásnak függvényében helyszínt váltott: a XVII.-XVIII. századtól Amsterdam, majd London vált a pénzpiacok központjává. Davis és Gallman [2000] munkájából pedig megtudható, hogy a tengerentúli pénzügyi centrumok kialakulásában Philadelphia, Boston és Baltimore között hogyan emelkedett ki New York.

North [1992] szerint „gazdasági forradalomról” akkor beszélhetünk, ha a gazdasági rendszerben három – egymással összefüggő – változás mindegyike végbemegy: (i) elemi változás a társadalom termelékenységében, mely abból adódik, hogy (ii) az alapvető tudás mennyisége és feldolgozó képessége megváltozik, és mely együtt jár

⁴³ A XIX. századot megelőzően a történelemben létrejött expanziós időszakokban, így már az ókorban is (pl. a köztársaság, majd a császárság idején a Római Birodalomban) a fennmaradás és a további növekedés akadályát a földrajzi korlátokkal összefüggésben a koordinációs problémák jelentették. Azért is csak a XIX. századtól beszélhetünk globalizációról, mert ekkor válhatott bizonyos területeken fokozatosan és ideiglenesen dominánssá a piaci koordináció, mely a globális, komplex folyamatok koordinálását is hatékonyá teszi (Hayek [1995]).

⁴⁴ Meg kell azonban jegyezni, hogy olsoni értelemben nem maga a vestfáliai békét követő politikailag nyugodt időszak kedvezett a gazdasági növekedés felgyorsulásának, hanem az instabilitást követő hosszabb regenerálódási időszak, melyet újabb háborúk követtek. A politikailag hullámzó környezet ugyanis – Olson [1982] szerint – jelentősen visszafogta a különérdekeket védelmező csoportok megszilárdulását. Mivel ezek dominánssá válása csak hosszabb idő alatt mehet végbe, ezért a XVII. század második felében felgyorsuló gazdasági növekedést nem lassíthatták.

az (iii) intézmények átalakulásával, melyek képesek koordinálni a termelési potenciál megváltozását⁴⁵.

Ez alapján is látszik, hogy a technológia fejlődése önmagában nem magyarázza egy adott kor expanziós folyamatait⁴⁶. Köztudott, hogy számos találmány Európán kívül előbb volt ismert, azok hasznosulására a termelésben azonban nem került sor. A kompetitív szellem, valamint a magántulajdon védelmének uralkodóvá válására volt szükség ahhoz, hogy ez bekövetkezzen: Max Weber is rámutat, hogy a nyugati kereszténység bizonyos vonásai, és különösen a puritanizmus páratlan módon kedvezett a versenyszellem kialakulásának. Ezért az ipari forradalom óta a globalizáció története, a piacgazdasági intézmények mélyülésének története.

Ahogy azt O'Rourke és Williamson bemutatja, 1870 és 1914 között egy globális gazdaság formálódott, melynek magja az Atlanti-óceán térségének gazdaságai voltak, a fejlődés Nyugat-Európából indulva az Egyesült Államokban robbanásszerű konjunktúrához vezetett (Harley [2000]). Ugyanakkor a gyarmati rendszer és Kelet-Európa bekapcsolódása a központ fejlődésébe is egyértelmű volt, elsősorban a nyersanyagok erősödő kínálati nyomásával. Téves tehát az a nézet, hogy 1914 előtt a tudáskoncentráció földrajzilag szűk területen (elsősorban Londonban) összpontosult volna⁴⁷. Cafts [2004] valamint Meier és Stiglitz [2000] is igazolja, hogy ebben az időszakban SEM volt valódi centrum-periféria.

Fishlow [1985] valamint Rousseau és Sylla [2003] cikkei arra is rámutatnak, hogy a globalizáció a történelemben először éppen azért jöhetett létre már a XIX. század második felében, mert a pénzügyi piacok katalizátor hatása érvényesülhetett a kereskedelem és az infrastruktúra (a Földet behálózó vasúthálózat és gőzhajózás) finanszírozásában. Ahogy az utóbbi cikk fogalmaz: az országok gazdasági összefonódása és az ezáltal szükségszerűen bekövetkező globalizáció egyértelműen

⁴⁵ Ebben az értelemben az első gazdasági forradalom a mezőgazdasági forradalom volt, mely mai ismereteink szerint már a Kr. e. 8. évezredben elkezdődött. Így interpretálva a második gazdasági forradalom – az ipari forradalom –, tehát a modern tudományok és a technológiai fejlődés szimultán kölcsönhatásából, és a megfelelő intézmények kialakulásából adódó termelékenység növekedés eredménye.

⁴⁶ Simon Kuznets szavai is ezt támasztják alá: „A technikai haladás a gazdasági növekedést lehetővé tevő forrás, bár önmagában nem elégséges, csak lehetőséget biztosít, szükséges feltételt jelent.” „Egy korszak növekedése nemcsak aggregált változás, hanem strukturális változás kérdése is. Még ha a növekedés lendületét egy lényeges technológiai innováció biztosítja is, a társadalomnak, amely alkalmazza azt, módosítania kell eddig fennálló intézményi szerkezetét” (Kuznets [1966] 165.o.).

⁴⁷ A koncentráció strukturálisan (iparágak között) sokkal inkább igaz volt (erről majd később szólnok).

pénzügyek által vezérelt volt. Hicks [1969] is hasonlóan vélekedik, állítása szerint a pénzügyi rendszer struktúrája kritikus szerepet játszott Angliában az ipari forradalom elindításában, megkönnyítve a tőkemobilitást, mely e folyamat nélkülözhetetlen előfeltétele volt. Az Atlanti térség megtakarításainak szerkezete ekkorra lehetővé tette, hogy megfelelő tőke áramoljon a „periféria” területeire is. Így 1870 után a liberalizmus és a laissez faire időszakában az aranystandard árfolyamkockázat nélküli monetáris rendszere és a technológiai robbanások a szállításban és a kommunikációban megteremtették az első globális piacot, mely tovább segítette a tőkeáramlást, pozitív kört hozva ezzel létre.

A pénzügyek területén ebben az időszakban bekövetkező fejlődést még felsorolni is hosszú. Itt olyan alapvető változások eszközeit lehet kiemelni, mint a modern kommunikáció felhasználása az egyensúlyi árazáshoz; a privát tőke (hitel és saját tőke) instrumentumok széleskörű választékának megjelenése és elterjedése; a kockázatok elleni védekezésnek mind szélesebb körben használt biztosítási módszerek alkalmazása; az államadósságok nemzetközi piacának kialakulása (nem is beszélve ennek kényszerítő erejéről, és hatásáról); és természetesen a határidős és opciós (privilegium) piacok térhódítása. A huszadik század elejére ezek az instrumentumok öt kontinensen (még Afrikában is) kereskedettek, a kulcsvaluták – köszönhetően az aranystandard rendszerének – mindenhol ismertek és elfogadottak voltak. A pénzügyi eszközök elterjedése, közös elfogadottsága és használata biztosította ugyanis a gazdasági kapcsolatot, valamint a tőkeáramlás lehetőségét a központok és a periféria között. Spahn [2001] nagyszerű könyve bemutatja, hogy az aranystandard rendszere önmagában is hogyan erősítette a gazdasági globalizációt. Spahn kiemeli, hogy a XIX. század folyamán a pénz egyre növekvő szerepe a gazdaságban átalakította a piacgazdaságokat, ahol a termelést és a munkaerő áramlását egyre inkább a pénzügyi eszközök piacának logikája határozta meg. A monetáris politikák számára a hitelességvesztés és a pénzügyi válságok megelőzésének eszköze éppen az önállóság (jelentős) feladása, az aranystandard rendszere volt.

A folyamat eredményeként a lokális és globális gazdaság egyre nagyobb része monetizálódott és vált érzékenyvé a tőkepiacok rezdüléseire, érintve a magán és állami szférát, a munka- és tőkepiacokat, valamint a hazai és külföldi szereplőket

egyaránt. Meg kell azonban jegyezni, hogy még ekkor, a laissez faire időszakban is az állami beavatkozások hatása jelentősen korlátozta a tőkeáramlás szabadságát. Még Angliában is⁴⁸, de különösen Németországban és Franciaországban, a külföldre irányuló tőke jelentős központi ellenőrzés alatt maradt. Utóbbiak esetében ennek elsődleges oka politikai természetű volt, hiszen egyértelműen a későbbi szövetséges országokat preferálták. Fislow [1985] és Hale [1994] is alátámasztja, hogy a francia kormány mindig is ellenőrizte a francia befektetések irányát, hiszen külföldi jövedelmeik szolgáltatták a fő forrást a Németországnak fizetendő „jóvátételre” az 1871-es Versailles-ban megkötött francia-porosz békét követően. A francia tőkekontroll nagy nyertese természetesen az Orosz Birodalom volt. Németországban azonban Bismarck az 1880-as évektől megtiltotta az orosz kötvények vásárlását, „bóvli kötvényeknek” minősítve azokat⁴⁹.

A TŐKEMOBILITÁS STRUKTÚRÁJA A XX. SZÁZADBAN

A történelemben vitathatatlanul meglévő hosszú távú növekedés és (feltételes) konvergencia⁵⁰ ellenére a tőkepiacok lineáris expanziójának elmélete egyértelműen elvetendő, ahogy ezt a huszadik század nagyobbik felében a piactól és különösen a pénzügyi folyamatoktól elforduló gazdasági rendszerek bizonyították⁵¹.

⁴⁸ Fislow [1985] szerint az állami beavatkozás felgyorsította azt a folyamatot, mely elsődleges oka volt annak, hogy a brit gyarmati vagyon 1870 utáni folyamatos visszaszorulása nem csak relatív, hanem abszolút értelemben is bekövetkezett. A nagyfokú tőkeáramlás egy része a szabályozás következtében improduktív ágazatokba kényszerült. A fennmaradó kihasználatlan tengerentúli lehetőségek ezért olyan mértékben elszívták a tőkét Angliából, hogy a belső piacon a növekedés lassulása következett be. E folyamat magyarázatát Olson továbbviszi. Szerinte a brit osztálystruktúra merevsége ösztönözte az improduktív beruházásokat (Olson [1987] 32.o.) A brit részesedés a világ tőkeállományából 1860 körül hozzávetőlegesen 80% volt, az USA hasonló mutatójának csúcsát száz évvel később 1960 körül érte el 50%-os értékkel (pl. Obstfeld és Taylor [2003] 144.o). Összességében az 1870-1913 közötti hatalmas brit tőkeexport valódi oka jól magyarázható a modern portfólióelmélet szabályaival (Goetzmann és Ukhov [2005b]). Azaz a kockázat-hozam optimalizálás mellett már jó ötven évvel Markowitz [1952] tanulmánya előtt felismerték és használták a befektetők a nemzetközi diverzifikációból adódó előnyöket.

⁴⁹ Utólag láthatóan nem alaptalanul, hiszen 1917 után az orosz államkötvények kifizetéseit a Kerenszkij-kormány megtagadta, ezzel az ide kihelyezett eszközök 25%-a eliminálódott. Csak a francia veszteség 4 milliárd dollár körülire volt tehető (Hale [1994]). A berlini tőkepiac bezárása az orosz hitelpapírok előtt ennek ellenére később visszaütött, hiszen így a keletre irányuló német tőke, egyre növekvő mértékben FDI formájában az orosz vasútépítéseket finanszírozta (az orosz vasútvonalak hossza 1871 és 1913 között meghatszorosodott: 10730km-ről 62300-ra nőtt (Zolberg [1997])), mely nélkül a keleti front kimenetele az első világháborúban nyilvánvalóan egészen másképp alakult volna.

⁵⁰ Ennek első kvantitatív bizonyítását lásd Baumol [1986] cikkében, de Crafts [2004] is erre a következtetésre jut a legújabb trendeket is sokszempontú vizsgálat alá véve.

⁵¹ Erről lásd pl. Csaba [2002] vagy Csaba [2003] összefoglalását.

Gosh-Guile-Wolf [2002] a nemzetközi pénzügyi rendszer történetét hat szakaszra bontja, én azonban Obstfeld és Taylor [2003] kategorizálását követve a második, harmadik, negyedik szakaszt aggregálva kezelem⁵². Ahogy Spahn [2001] könyve fogalmaz 1914-ig az aranystandard fix árfolyamrendszere olyan stabilitást⁵³ és hitelességet adott, mely egyben fegyelmező erőként is hatott. Átfogó standardot biztosított az üzleti élet szereplőinek, ugyanakkor az árak és bérek lefelé is rugalmasnak bizonyultak ebben az időszakban. Sőt a huszadik század fordulójára a kamatlábak országok közti konvergenciája is bekövetkezett, így teljes mértékben háttérbe szorítva a nemzeti monetáris önállóságot. A pénzügyi folyamatok mellett, illetve ezekkel összefüggésben – részint egymást katalizálva – a munkaerőpiac és a termékpiac integrációja is jelentős volt.

A második (összevont) szakasz (1914-1945) – a „roaring twenties” ellenére –, az első időszakban létrejött globális gazdasági rendszer teljes pusztulásának időszaka, melynek közismert okai – csak felsorolásszerűen – a két világháború, a nagy válság és a gyakorlatban is uralkodóvá váló keynesianus szemlélet mellett, a nacionalizmus előretörése, valamint a nem versenyközpontú, befelé forduló (zárt) gazdaságpolitika. Az aranystandard legnagyobb érdemét, a hitelességet az első világháborút követő nemzeti célokat előtérbe helyező, elsősorban a háborús deficit leküzdését célzó gazdaságpolitikák teljes mértékben eliminálták. Ennek egyenes következménye volt először a tőkekontroll, majd a protekcionizmus általánossá válása. Így az addigi tőkeexportőr országok elsősorban otthon fektettek be, így a korábbi tőkeimportőrök nem jutottak további külső finanszírozáshoz. James [2001] mutat rá, hogy a globális világgazdaság bezárkózóvá válása alig néhány évtized alatt következett be, a pénzügyi-makrogazdasági mutatók szinte teljes korrelálatlansága, minimális tőkemozgás, az árak és a kamatlábak irracionális alakulása mellett. Ezzel kölcsönhatásban pedig a munkaerő migrációjának teljes megszűnése, illetve a termékpiaci korlátok folyamatos növekedése vezetett a nagy válság kialakulásához. Érdeemes azt is észrevenni, hogy a volumenben jelentősen visszaeső nemzetközi

⁵² Bár nyilvánvaló, hogy az első világháborút követő rendkívül gyors újjáépítés és föllendülés (roaring twenties), majd a nagy válság és a harmincas évek a legtöbb nézőpontból alapvetően különböző korszakok, a feltörekvő piacok szerepének tekintetében ez most irreleváns.

⁵³ A rendszer stabilizálódását, a deflációs nyomás csökkentésével nagymértékben segítette a klondike-i aranybányák felfedezése és a bányászati technológia fejlődése.

tőkeáramlás szerkezetileg is megváltozott. A XX. század nagyobbik felében a hitelek és a fejlesztési pénzek domináltak a működő-tőke befektetések helyett.

A Bretton Woods érát (1945-1971) a globális folyamatok újjáélesztési kísérletének is tekinthetjük. A rendszer belső ellentmondásai közismertek és mondanivalóm szempontjából kevésbé lényegesek⁵⁴. Mint átmeneti rendszer azonban sok vonatkozásában sikeres volt. A fejlett országokban a reálfolyamatok megindulása a történelemben páratlan gazdasági növekedést eredményezett, fejlődést a világkereskedelemben, a jövedelmek terén. Ugyanakkor – a nemzetközi pénzügyi intézmények létrehozása ellenére – a pénzügyi folyamatok jóval lassabban reagáltak. Ennek egy aspektusát rendkívül szemléletesen mutatja be Warren Buffett [2001] cikke. Ez kiemeli, hogy a pénzügyek paralízise még a Dow Jones Industrial Average teljesítményén is látható volt, hiszen az index 1964. december 31-én éppúgy 875 ponton állt, mint 1981. december 31-én.

A negyedik 1971-ben kezdődő időszak a reálfolyamatok nem csökkenő integrációja mellett robbanásszerű tőkemobilitást eredményezett⁵⁵. Az olaj-exportőr országok likviditási bőségét a fejlődő országok szívták fel. A folyamat mindkét fél számára előnyös volt, valóságos szimbiózis alakult így ki a fejlett és fejlődő gazdaságok között. Emellett a nemzetközi árumozgások növekedésével párhuzamosan a folyó fizetési mérlegek egyensúlytalanságait a tőkemozgások növekedése ellentételezte. A korlátozások egyre terheesebbé váltak, így a fejlett országokban megkezdődött a tőkepiaci liberalizáció.

1973-at követően (a már korábban is ismert) pénzügyi eszközök reneszánsza, majd ezek új típusú kombinációja révén a pénzügyi innovációk feltartóztathatatlan fejlődése következett be⁵⁶. Segítségükkel a kockázatok hatékony elosztása vált lehetővé, mely azonban együtt járt az ügyletek komplexitásának növekedésével és az átláthatóság csökkenésével. A liberalizáció és a kockázatok allokációja mellett a

⁵⁴ Részletesen lásd pl. Gosh-Guile-Wolf [2002] 15-19.o.

⁵⁵ A külföldi kihelyezések/GDP arány 1971-ben mindössze 0,3 körül mozgott, míg az ezredfordulóra ez elérte a 0,95-öt (Obstfeld és Taylor [2003])!

⁵⁶ E területen az elmélet és gyakorlat azóta is tartó szoros kölcsönhatásának legszemléletesebb példája hogy egyazon évben jelent meg Black és Scholes híres cikke az opciók árazásáról, és nyílt meg 39 év után ismét 1973. április 27-én az opciók szabványosított kereskedését biztosító CBOE a Chicago Board of Trade-n.

tőkepiacok globalizálódásának harmadik oka természetesen a technológiai fejlődés, illetve az ezt kiaknázni képes intézményrendszer létrejötte⁵⁷.

Érdekes megfigyelni azt is, hogy az 1970-es évektől a nemzetközi tőkeáramlások szerkezetében éppen fordított folyamat ment végbe, mint ami az első világháborút követően lezajlott. Míg az 1970-es évek második felében és az 1980-as években a magántőke tőke aránya volt kisebb és a nemzetközi szervezetek által nyújtott hitelek és segélyek domináltak, addig az 1990-es években megfordult ez az arány, jelenleg mintegy 80%-ot a magántőke tesz ki⁵⁸. A magántőke struktúráját tekintve 1982-t megelőzően a bankkölcsonök mintegy 75%-os arányt képviseltek, ám az 1980-as évek elején zajlott bankválságok után a bankhitelek drasztikusan visszaestek, így az FDI tudott a dominánssá válni. Az 1990-es években az erőre kapó bankhitelek főleg az ázsiai térségre koncentráltak, az FDI is gyorsan nőtt, de mindezeket túlszárnyalva a portfólió befektetés vált uralkodó formává (Akyüz és Cornford [2002]).

A továbbiakban összevetem az első és negyedik szakaszt a hasonlóságok és különbségek szempontjából, tanulságok, következtetések levonása céljából⁵⁹.

⁵⁷ Merton és Bodie [2005] 10 esetet is részletesen bemutat.

⁵⁸ Friedman szerint is a hetvenes években még elhanyagolható mértékű nemzetközi tőkeáramlás a nyolcvanas évekre 170 milliárd dollár volt átlagosan, míg ugyanez a kilencvenes évekre 1,3 billió dollárra nőtt (Friedman [1999] xv.o.).

⁵⁹ Mielőtt azonban továbblépnénk meg kell jegyeznem, hogy véleményem szerint a 1990-es évek második felének pénzügyi válságai újabb fejezetet (szakaszt) nyitottak a nemzetközi pénzügyi rendszerek történetében. Egyrészt, ahogy azt Martin Feldstein (szerk.) könyve (Williamson [2004]) is hangsúlyozza, a krízisek következtében egyértelműen új szemléletmód alakult ki a tőkeáramlás hatását vizsgáló kutatók körében. Másrészt az ázsiai válság időpontja és mélysége – eltérően a korábbi pénzügyi krízisektől – teljességgel megíósolhatatlan volt. Éppen a válságot kiobbantó országok voltak követendő példaként állítva más fejlődő országok elé, illetve a tőkepiacok reakciója és a fertőzési hatás addig nem látott formában jelentkezett. A nemzetközi pénzügyi intézményrendszer egyre inkább sürgetett strukturális reformjával tehát már a következő szakaszba léphet a tőkepiacok és a tőkemobilitás története. Azt is látni kell ugyanakkor, hogy míg a pénzügyi rendszer hibáit számos tudományos munka bírálja és teszi felelőssé a válság kiobbantásáért, illetve az elégtelen válság-megelőzési mechanizmusért, a pénzügyi közvetítés funkciói döntően hozzájárultak ahhoz is, hogy a krízisek ilyen hamar lecsengtek (Az 1987-es tőzsdekrach, de különösen az ezredfordulón bekövetkezett információtechnológiai buborék kipukkadása a pénzügyi indikátorokat illetően a történelemben páratlan méretű visszaeséshez vezetett, pl. az S&P500 2000. szeptember 4-ei 1520,77 pontos értéke 2 év alatt 2002. október 9-ére 776,76 pontra csökkent, mely közel 50%-os visszaesés, mégis a válság hatásai a reálgazdaságra – összevetve pl. az 1929-33-as nagy válsággal – sokkal csekélyebbek voltak, mely jelentős mértékben a pénzügyi közvetítő rendszer viszontbiztosítási mechanizmusának köszönhető).

NÉHÁNY ELMÉLETI HIPOTÉZIS ÉS EMPIRIKUS

MAGYARÁZATUK AZ IRODALOMBAN

A következőkben röviden bemutatom mely alapvető okokkal magyarázza a szakirodalom a tőkepiacok XIX. század végi, XX. század eleji hosszú felívelését, majd a letörés és lassú regenerálódás jelenségét és milyen szerep jutott ebben a feltörekvő országok piacainak.

Számos munka érvel amellett, hogy e központi magyarázó erővel bíró tényező az árfolyamrendszer, hiszen a döntő különbség a pénzügyi globalizáció negyedik szakasza és a korábbi időszakok között a lebegő árfolyamrendszer. A fix árfolyamrendszer megszüntetésének lehetősége ugyanis nem kényszerítette a továbbiakban a monetáris politika döntéshozóit a tőkekorlátok fenntartására. Ugyanakkor Gosh-Gilde-Wolf [2002] érvelése arra is rámutat, hogy bár a lebegő árfolyamrendszer korábban nem tapasztalt virágkorát éli, uralkodóvá válása nem következett be. Fischer [2001] bipolarizációs hipotézise szerint ugyanis a domináns trendnek a köztes rendszerek kiürülése (*hollowing out*) mutatkozik, de mind a rögzített, mind a lebegő árfolyamrendszer jelentős maradt⁶⁰.

Marcus Fleming és Robert Mundell munkái⁶¹ (azaz a közgazdaságtan második lehetetlenségi tétele, *inconsistent trinity*) óta közzismert, hogy a rögzített árfolyamrendszer, a tőkeáramlás szabadsága és a nemzeti monetáris politika szuverenitása egyidejűleg nem valósítható meg. E trilemma határozta meg a tőkepiacok fejlődését is az elmúlt másfél évszázadban, nem tudatos gazdaságpolitikai döntéskényszerrel idézve elő. Az aranystandard idején (és az EMU rendszerében is) a nemzeti monetáris politika önállósága szorult háttérbe, a jelenlegi szabadon lebegő árfolyamrendszerek idején az árfolyamcél követése, míg a XX. század jelentős részében – a nemzetközi pénzügyi rendszer második és harmadik szakaszában különböző mértékben – éppen a liberalizált tőkemozgás szenvedett retorziót. Tehát

⁶⁰ Az árfolyamrendszerek 3 fő kategóriája: RÖGZÍTETT rendszerek (Keményen rögzített rendszerek: valutatanács, dollarizáció, monetáris unió; Rögzítés kulcsvalutához, Rögzítés valutakosárhoz), KÖZTES rendszerek (Szabályalapú köztes: csúszó rendszerek, jegybanki kooperáción alapuló rendszerek (EMS), árfolyam zónák; Diszkrecionális köztes: menedzselt vagy piszkos lebegtetés) és LEBEGŐ rendszerek.

⁶¹ Mundell, Robert A. [1963]: Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29. No.4. (November), pp. 475–485. Fleming, J. Marcus [1962]: Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates. *Staff Papers, International Monetary Fund*, Vol. 9 (November), pp. 369–79.

nem egyedül az árfolyamrendszer felelős a tőkemobilitás historikus trendjeiért, hanem az, hogy a lehetetlen „szentháromságból” melyik két tényező dominált.

North [1992] központi gondolata, hogy az intézmények és ideológiák alapvetően determinálják a gazdasági teljesítményt. Ugyanakkor azt is bemutatja, hogy az intézmények a technológiai változásokra válaszul születnek meg és alakulnak (North [1991]). E gondolatsor szintézisét fedezhetjük fel Cohen [1996] tanulmányában (bár Ő nem ezen az úton jutott el következtetései levonásához).

Cohen a „tőkepiacok feltámadásának” négy magyarázó tényezőjét különbözteti meg:

- a technológiai innovációt, mely katalizátora és motorja is volt a verseny éleződésének,
- az országok közti politikai tényezőket, az „államérdekek” előtérbe helyezésével,
- az országon belüli elosztási koalíciók rivalizálását,
- végül, de nem utolsó sorban a közgazdasági gondolkodás evolúcióját.

A technológia vezérelte változások a XIX. században közvetlen, de inkább a termékpiacok integrációján keresztül közvetett módon hatottak a tőkepiacok fellendülésére és egységesülésére. A huszadik század harmadik harmadában a technológia közvetlen és közvetett hatásai éppoly dominánsak voltak. Cohen második és harmadik tényezőinek előtérbe kerülése, és számos esetben ideológiákká formálódása magyarázza az 1914 utáni szegmentálódást és az államok önállósodó törekvéseit⁶². Az ideológiák, összefüggésben a közgazdaságtan fejlődésével, meghatározók a gazdaságpolitikák alakításában, mely magyarázó erővel bír mind a keynesianizmus gyakorlati előretörésére, mind az 1971-et követő monetarista fordulatra.

Így tehát Cohen első tényezője egyértelműen a globális integráció elősegítője, a második és harmadik a tőkemozgások ellen ható erők, míg a negyedik tényező változó szerepet töltött be a tőkepiacok fejlődésében, hiszen a keynesianizmus

⁶² A különböző lobbycsoportok, a status quo fenntartása miatt védekezési mechanizmusokat építenek ki, melyek hátráltatják az új belépőket és a verseny növekedését. Cohen érvelése szerint – amit a történelem is alátámasztani látszik – krízisek idején ezek az érdekképviselői szervek nagyobb politikai hatalomra tesznek szert, törvényesítik érdekeiket és megnehezítik a pénzügyi piacok növekedését is. Konszolidált gazdasági helyzetben azonban elvesztik politikai befolyásukat, így az új helyzet a piacok növekedését segítheti elő. Ez az érvelés ellentmond Olson 2. következtetésének (Olson [1987] 74-78.o), melyet egyébként (más kontextusban) Ő maga is elismer (Olson [1987] 4. fejezet 22. lábjegyzet).

korszakára jellemző a piactól való eltávolodást, Lucas és Friedman tevékenysége nyomán a piac hatékonyságába vetett bizalom visszaállítása jellemezte, mely fokozottan igaz a tőkepiacok esetében.

Bordo, Eichengreen és Irwin tanulmányukban a globalizáció jelenlegi szakaszának egyediségét annak a gazdaság minden szférájában való érvényesülésében, áthatóbb voltában látják (Bordo és szerzőtársai [1999b]). A szerzők megmutatják, hogy a GDP arányos tőkeáramlás magasabb volt az első világháború előtt, mint ma⁶³, a tőkeáramlás diverzifikáltsága mind térben, mind ágazati szempontból viszont ma magasabb⁶⁴.

Bordo, Eichengreen és Irwin azt is kiemeli, hogy napjaink pénzügyi globalizációja az intézményesülés sokkal magasabb fokán áll. Ez igaz mind helyi (pénzügyi közvetítés hálózata), mind nemzetközi szinten (IMF, Világbank-csoport, BIS, stb.).

Hale [1994] tanulmánya hangsúlyozza a feltörekvő tőkepiacok szerepét a mai pénzügyi globalizáció felgyorsulásában. Az 1970-es éveket követő megnövekvő nemzetközi tőkemobilitás legfőbb okának, a korábban alternatív piacgazdasági, nem kapitalista, importhelyettesítő gazdaságok – a posztwashingtoni konszenzusba is foglalt – irányváltása, illetve a volt tervgazdaságú országok rendszerátalakulása tekinthető. Ezekben az államokban a fejlődés piaci jellegűvé tételének egyik legfontosabb lépése a hatékony erőforrás-elosztás szempontjából a pénzügyi közvetítés és így a tőkepiacok megteremtése és liberalizálása volt. Jelentős a különbség azonban a jelenlegi és a száz évvel ezelőtti feltörekvő piacok szerepét illetően. A XIX-XX. század fordulóján virágzó tőzsdék azokban a feltörekvő országokban voltak, ahol a mezőgazdasági és bányakincs adta az export több mint

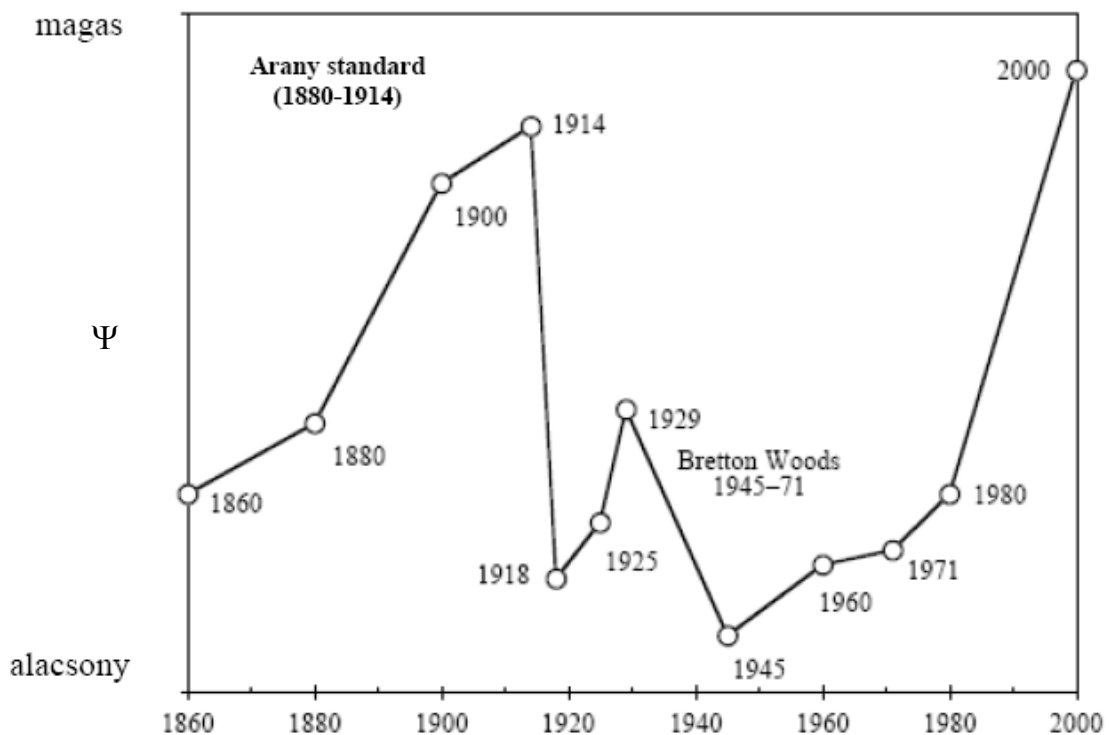
⁶³ Claessens és szerzőtársai [2002] szerint még a magas jövedelmű országok GDP arányos külföldi tőkebefektetései is mindössze 2% körül alakultak az ezredfordulón (a fejlődő, feltörekvő országokban pedig ez 0,5%-alatt maradt). Ugyanakkor Nagy-Britannia, mint a nemzetközi tőkeáramlás elsődleges forrása, 1873-1913 között átlagosan a bruttó hazai össztermékének 5%-át fektette be külföldön, és ez az arány éppen a háború kitörésére csúcsosodott ki közel 10%-kal. Franciaország bár fele ilyen arányban, de hasonló szerkezetben vette ki részét a folyamatból. Németország belső piaci és kelet-közép-európai befektetései szívták el a beruházandó tőkét, bár a megtakarítások gyarapodásának ütemében, a vizsgált időszakban Angliát és Franciaországot is maga mögé utasította, így a tengeren túli befektetéseire átlagosan a GDP 2%-a jutott (Fislow [1985]).

⁶⁴ Davis és Gallman [2000] állítása szerint 1865 és 1890 között a brit befektetések 90%-a Argentínában, Ausztráliában és Észak-Amerikában csak vasúti és állami kötvényekbe áramlott.

felét⁶⁵, így néhány ágazatban meghatározó szerepet tölthettek be e piacok, ma azonban a legfejlettebb feltörekvő tőkepiacok országainak exportjában az ipari termelés aránya magasabb, mint az USA-ban.

Obstfeld és Taylor [2003] a tőkemobilitás és a pénzügyi integráció intenzitásának utóbbi másfél évszázadát a következő ábrán látható módon képezte le (6. ábra).

6. ábra: A tőkemobilitás alakulása a tőkepiacok modern történetében⁶⁶



Forrás: Obstfeld és Taylor [2003] sematikus ábrája alapján

Az egyszerűtől a bonyolultig számos modell tesz kísérletet a piaci integráció fokának mérésére. Feltéve és megengedve, hogy a nemzetközi tőkemobilitás, illetve tőkepiaci integráció egyetlen változóval (Ψ) mérhető, Obstfeld és Taylor [2003] négyféle

⁶⁵ A Pesti Áru- és Értéktőzsdén például 1884-ben 4,7 millió, 1913-ban már 66,6 millió mázsa gabonát forgalmaztak. A növekedésben nagy része volt annak is, hogy több Duna menti állam gabona- és kukoricaforgalmának egy részét is a magyar tőzsde bonyolította le.

⁶⁶ Az 1980-as és 1990-es években született tanulmányokban (Fislow [1985], Hale [1994] és Taylor [1998]) még egyértelműen az 1914-es tőkemobilitás volt a globális maximum, míg az ezredfordulón már olyan tanulmányok is születtek (Rajan és Zingales [2003] illetve Rousseau és Sylla [2003]), melyek szerint a jelenlegi pénzügyi globalizáció túlszárnyalta a 100 évvel korábbi. Bordo és szerzőtársai [1999b] szerint a GDP arányos tőkeáramlás magasabb volt az első világháború előtt, mint ma, a tőkeáramlás diverzifikáltsága mind térben, mind ágazati szempontból ma magasabb.

kvantitatív vizsgálatot hajt végre. Elsőként a bruttó külföldi tőkeállomány tölti be a Ψ szerepét. Ezt követően a reál kamatlábak országok közötti konvergenciáját vizsgálják, mint a pénzügyi integrációt jól reprezentáló folyamatot. A harmadik módszerük az árfolyamkockázattól megtisztított nominális kamatlábparitás alakulásának elemzése, mely az egyik legegységesebb indikátora a nemzetközi tőkeáramlásnak. Végül a részvény és kötvény hozamok különböző tőkepiacok közti korrelációját és volatilitását vizsgálják. Nem meglepő módon mind a négy empirikus módszer, erősebben vagy gyengébben, de alátámasztja Obstfeld és Taylor hipotézisét a Ψ U alakú „viselkedéséről”.

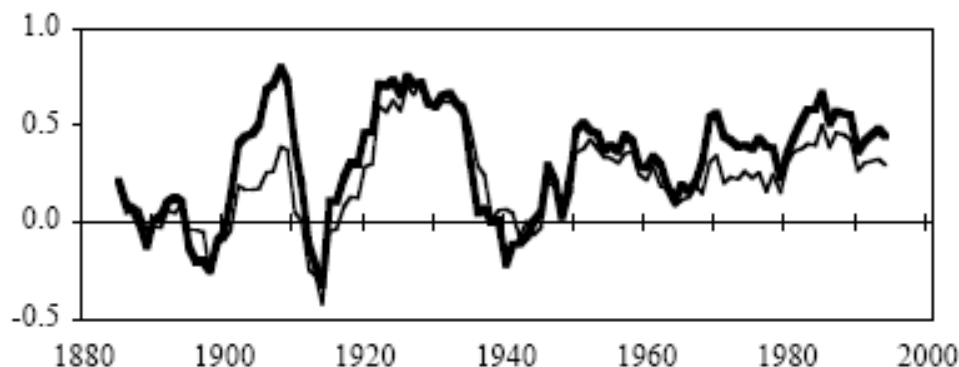
Ebben a fejezetben én méréseik közül a negyediket emelem ki, hiszen ez mond a legtöbbet a feltörekvő országok tőkepiacainak szerepéről a pénzügyi globalizáció történetében.

A kötvény és részvénytőkepiacok meglehetősen különböző pályát írtak le a XX. században. Előbbiek esetében az állampapírok dominanciája jellemző, de míg a fejlett országok papírjaival folyamatosan kereskedtek és így sok adat áll rendelkezésre, addig a fejlődő/feltörekvő országok adósságpapírjai számos közvetítőn keresztül cseréltek gazdát, mely megnehezíti a statisztikai vizsgálatot.

A különböző országok részvénytőkepiaci reálhozamairól Jorion és Goetzmann [1999] bizonyította, hogy messze elmaradtak attól az értéktől, melyet az USA piacain a XX. század folyamán a befektetők realizálhattak. A medián 0,8%, míg az USA-ban ez 4,3%. A piacok heterogenitása mellett azonban találhatók időszakok, ahol szoros együttmozgás volt jellemző. A 7. ábrán és a 9. ábrán a vastag vonal a központ (G7) országainak adataiból, a vékony 22 ország részvénytőkepiaci adataiból számolt értékek alakulását mutatja.

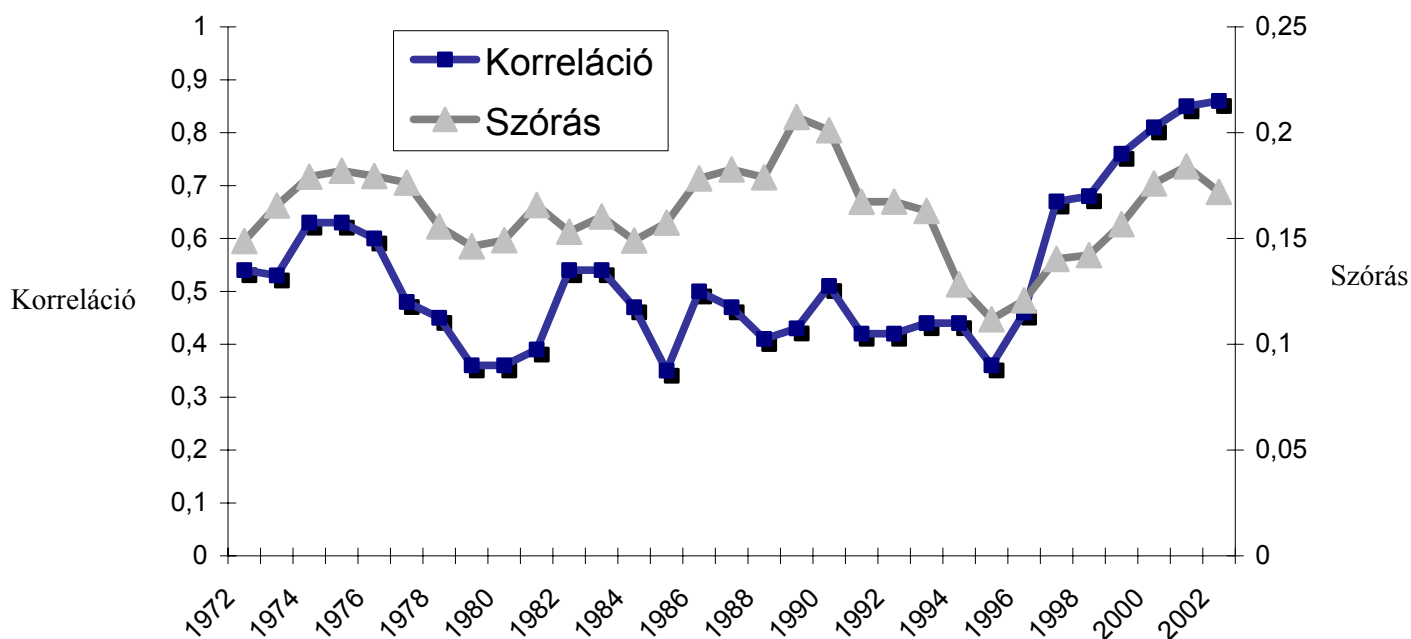
A 7. ábrán látható módon 1945 óta egy növekvő trend figyelhető meg a piacok együttmozgásában, de ez a trend lassú. A központi (fejlett tőkepiaccal rendelkező) országok viszonyát vizsgálva a korreláció globális maximuma éppen 1914-ben volt. Érdekes azonban, hogy ezt megelőzően nem volt annyira egységes a részvényhozamok együttmozgása, mint azt sejtettük volna a történelmi fejlődés ismeretében.

7. ábra: Tőkepiacok korrelációjának időbeli alakulása (G7 és 22 fejlett és feltörekvő ország tőkepiacán)



Forrás: Obstfeld és Taylor [2003]

8. ábra: A részvényárfolyamok szórásának és korrelációjának időbeli alakulása (1970-)



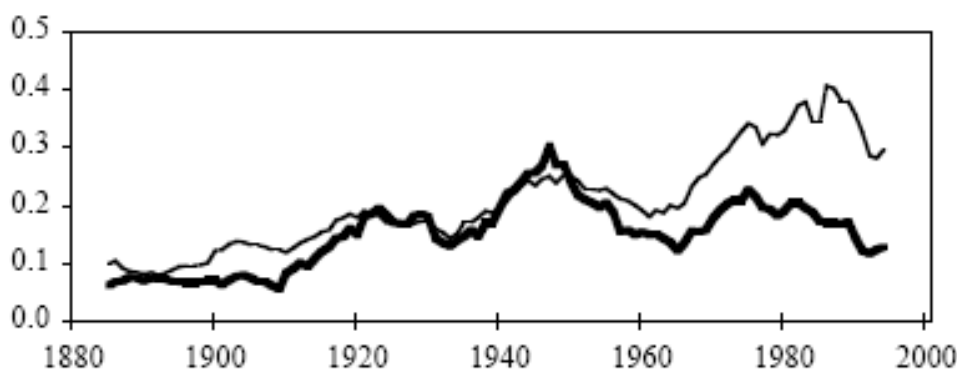
Forrás: saját konstrukció Statmana és Scheidb [2005] adatai alapján

A 8. ábra kifejezetten a Bretton Woods érát követő negyedik szakaszban vizsgálja a részvényárfolyamok korrelációját (rózsaszín vonal) és szórását (világoskék vonal). Látható, hogy a kilencvenes évek közepétől (amelyet a 7. ábra és 9. ábra már nem tartalmaz) jelentősen megnőtt a piacok együttmozgása, így a jelenlegi érték közel azonos a 90 évvel ezelőtti csúcsponttal (7. ábra).

Fontos észrevenni azt is, hogy a nagy válság idején a piacok mozgása – függetlenül a tőkeáramlás jelentős visszaesésétől – milyen egységes volt. Ez azt a napjainkban is sokszor tapasztalt jelenséget támasztja alá, hogy a korreláció éppen akkor a legnagyobb, amikor a volatilitás is (lásd 9. ábra), fokozva ezzel a válságjelenségek hatását és a fertőzésveszélyt⁶⁷. Az is látható, hogy a nemzetközi piacok együttmozgása ma erősebb, mint az első világháborút megelőzően.

Az eddigiek alapján vonható le az a következtetés, hogy a tőkeáramlás magasabb korrelációja ugyan sérülékenyebbé teszi a globális pénzügyi rendszert, de ezt némiképp ellensúlyozza az árfolyamrendszer és az intézményi fejlődés mélyülése.

9. ábra: A részvényárfolyamok szórásának időbeli alakulása (G7 és 22 fejlett és feltörekvő ország tőkepiacán)



Forrás: Obstfeld és Taylor [2003]

Nyilvánvaló, hogy a piacok közötti korreláció jelentős – noha nem az egyetlen – meghatározója a diverzifikációból származó előnyök nagyságának. Mielőtt bármilyen következtetést vonnánk le a piacok együttmozgásából a diverzifikációs hasznok tekintetében, fontos kiemelni, hogy a diverzifikálható kockázat mértéke nem csak a korrelációtól, hanem a szórástól is függ.

⁶⁷ Az ezt bizonyító empirikus tanulmányt Longin és Solnik [2001] publikálta. Megmutatták, hogy a piacok együttmozgása a különböző sokkok idején a legmagasabb, vagyis a diverzifikáció éppen akkor nem működik, amikor igazán szükség volna rá. Érdekes felfigyelni a történelmi párhuzamra az aranypont-rendszer működésével. Ez, a nemzeti valuták értékét természetes úton egyensúlyban tartó folyamat is éppen akkor mondott csődöt, amikor leginkább szükség lett volna rá: háborúk és gazdasági krízisek idején ugyanis az országok korlátozták a nemesfém szabad áramlását, meggátolva ezzel a mechanizmus működését.

A teljes kockázat felbontható diverzifikálható (σ_D^2) és nem diverzifikálható (piaci) kockázatra (σ_{UD}^2).

$$\sigma^2 = \sigma_D^2 + \sigma_{UD}^2, \quad (1)$$

Globális diverzifikáció esetén a piaci kockázat megadható a hazai és a nemzetközi piacok varianciáinak függvényében⁶⁸:

$$\sigma_{UD}^2 = \left(\frac{1}{2}\right)^2 \sigma^2 + \left(\frac{1}{2}\right)^2 \sigma^2 + 2\left(\frac{1}{2}\right)\left(\frac{1}{2}\right)\sigma^2 \rho, \quad (2)$$

ahol ρ az eszközök közti korrelációs együttható. Innen,

$$\sigma_{UD}^2 = \sigma^2 \frac{(1+\rho)}{2}, \quad (3)$$

A diverzifikációból származó kockázatcsökkenés mértéke tehát:

$$\sigma_D^2 = \sigma^2 - \left[\sigma^2 \frac{(1+\rho)}{2} \right] = \sigma^2 \frac{(1-\rho)}{2}, \quad (4)$$

$$\sigma_D = \sigma \sqrt{\frac{(1-\rho)}{2}}, \quad (5)$$

Ahogy az látható, a diverzifikációs előnyök nagysága a korrelációs együttható mellett a szórás nagyságától is függ, vagyis ha nő az összpiaci kockázat, még nagy együttmozgás esetén is jelentős diverzifikációs hasznok realizálhatók.

Goetzmann és szerzőtársai [2005a] alapján a diverzifikáció hatását összetevőkre bonthatjuk:

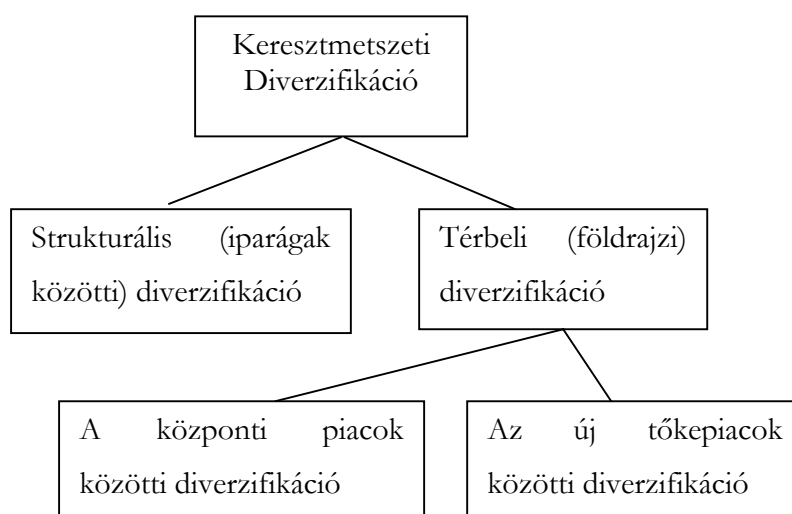
- a piacok közötti átlagos kovariancia eltéréseiből származó (térbeli) és,
- a befektetési lehetőségek, iparágak szerinti „szélességből” adódó (strukturális) komponensre.

⁶⁸ Az egyszerűség kedvéért tegyük fel, hogy a hazai és a nemzetközi piac szórása egyenlő (σ) és az összeállított portfólió egyenlő súlyozású.

Az elmúlt 150 évben a két hatás együttesen és egymáshoz képest is folyamatosan változó mértékben járultak hozzá a diverzifikációs előnyökhöz. A strukturális diverzifikáció a gazdaság komplexitásával párhuzamosan nő, sőt a technológiai innovációval kialakuló újabb és újabb tevékenységi körök miatt exponenciálisan növekszik. Mitöbb, az új gazdaság térhódításával a gazdasági szereplők fokozódó mértékben képesek korábban nem összefüggőnek tartott tevékenységek új típusú integrálására is.

A térbeli diverzifikáció azonban az utóbbi évtizedekben veszít hatékonyságából. Ez annak ellenére így van, hogy a diverzifikáció e komponense is felbontható két részre, a hagyományos nagy piacok együttmozgásának és az új piacok hatására (10. ábra).

10. ábra: A diverzifikáció felbontása



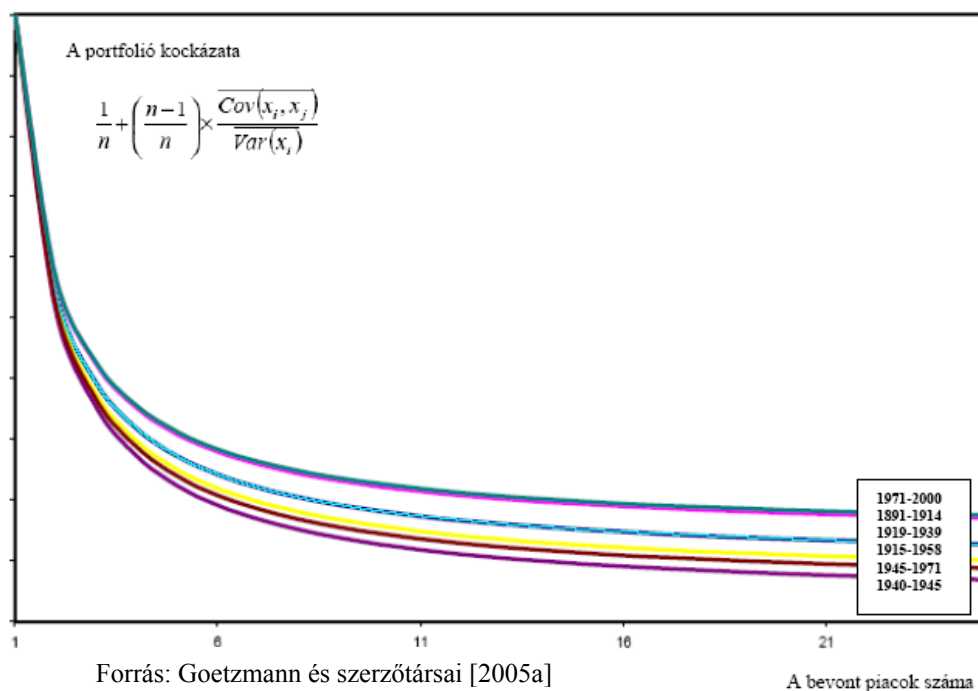
Forrás: saját konstrukció

A történelem során a diverzifikáció komponenseinek aránya a belőlük származó előnyök tekintetében súlypontot váltott. Ahogy azt száz évvel ezelőtt Henry Lowenfeld bemutatta, akkor még a földrajzi diverzifikáció dominálta a strukturális, ám mára ez megfordult (Lowenfeld [1907] 49.o.). Ezt Cavaglia és szerzőtársai [2000] munkája is bizonyítja, 36 ország és közel 400 iparág tanulmányozása után. A szerzők megmutatták, hogy – bár korábban az ország tényezők mindig domináltak az iparágakat – az 1990-es években a strukturális diverzifikációból származó előnyök felülmúlták a térbeli diverzifikációs stratégia teljesítményét. Cavaglia és szerzőtársai

azt is kiemelik, hogy e megállapítás nem csak átmenetileg lesz igaz, hanem egy tendenciát tükröz, így a strukturális diverzifikáció a jövőben nagyobb részben járulhat hozzá a piaci kockázat csökkenéséhez, mint a földrajzi. Ez természetesen fontos következményekkel jár a portfólió menedzserek számára is, de fontos a feltörekvő tőkepiacoknak is, hiszen így szerepük a globális kockázatok csökkentésében egyre mérséklődik.

Az 11. ábra nagyon hasonlít ahhoz a jól ismert ábrához⁶⁹, mely a diverzifikáció kockázatcsökkentő hatását mutatja egyenlően súlyozott portfólió esetén. Egyre több eszközt bevonva a portfólióba a diverzifikálható kockázat csökken, de egyre kisebb mértékben. A teljes kockázat a nem diverzifikálható (piaci) kockázathoz konvergál.

11. ábra: A nemzetközi diverzifikáció hatékonysága a különböző időszakokban



Itt azonban az abszcissa tengelyen nem a részvények, hanem a vizsgálatba bevont piacok száma nő. Különböző színek mutatják az elmúlt jó száz év egyes időszakaiban számolt görbéket. Így ez az ábra is alátámasztja a korábbi állításomat, mely szerint a diverzifikáció kockázatcsökkentő hatása 1971 után, illetve az 1891-

⁶⁹ Lásd például Száz [1999]: 1.11. ábra.

1914 közötti időszakban volt a legkisebb, míg a korábbi időszakok ebből a szempontból is jelentősen különböztek⁷⁰.

ÖSSZEGZÉS

Az 1990-es évekre a globalizáció szó azt a jelenséget igyekezett tömöríteni a közgazdaságtanban, mely egy fokozatosan integrálódó és független világgazdaság kialakulását jelenti, melyben a tőke és az áruk-szolgáltatások (de nem a munkaerő⁷¹) szabad áramlása egyre nyilvánvalóbb. A globalizáció folyamata azonban a piac intézményének természetes sajátosságaiból adódik. A tőkeáramlás liberalizálásának hatékonysága a történelemben hosszú ideig megelőzhette az intézmények mélyülését, stabilizáló hatását, sőt az intézményi fejlődés (hiszterézis) éppen azért következett be, mert architektúrája nemzetközi versenyben alakulhatott. Az 1990-es évek alapvetően kiemelkednek a pénzügyek történetében, hiszen ebben a dekádban tért vissza ténylegesen a világgazdaság arra a pályára, melyről közel 80 évre egy alternatív útra tért el, és ahol a pénzügyi krízisek hatására, a nemzetközi pénzügyi rendszer jelentős átalakításának igénye is megfogalmazódott.

A tőkepiacok történetében is – hasonlóan a történelemben meghonosodottal – „rövid huszadik századról” beszélhetünk, ahol a tőkemobilitás és a tőkepiacok integrációja jellegzetes „U” alakú görbét követett⁷². A kezdeti és a végpont maximuma sok hasonlóság mellett számos különbséget is rejt: így az árfolyamrendszerekben, az intézményesülés fokában és különösen a fejlődő/feltörekvő tőkepiacok szerepében.

E fejezetben azt a kérdést vizsgáltam meg, hogy milyen szerep jutott a fejlődő/feltörekvő tőkepiacoknak a globalizáció történetének két szakaszában az 1914-et megelőző évtizedekben és napjainkban. Bár kétségtelen, hogy számos dolgot (még) nem tudunk a száz évvel ezelőtti feltörekvő piacokról, egy az általános mintából levonható következtetés fogalmazom meg 2. tézisemben:

⁷⁰ Egyensúlyban azonban minden befektető nem tarthat egyenlően súlyozott portfóliót. A kapitalizációval súlyozott portfólió nyilvánvalóan kisebb diverzifikációs előnyökkel jár, hiszen a központi piacok súlya sokkal magasabb lesz, azaz a térbeli diverzifikációs előny jelentős része elveszik.

⁷¹ A munkaerőpiac globalizálódásának korlátairól (még olyan területeken is, ahol ennek akadályait célirányosan lebontani igyekeznek) ad kitűnő áttekintést az ECB [2002] tanulmány.

⁷² Jóllehet az U görbe lefutását egy rövid időre megtörte a „roaring twenties”.

2. tézis: *A jelenlegi és száz évvel ezelőtti pénzügyi globalizáció a fejlett tőkepiacok szempontjából sok hasonlóságot mutat, jelentős különbség van azonban a fejlődő/feltörekvő tőkepiacok szerepében.*

A piacok együttmozgásának vizsgálata mutatott rá arra, hogy az első világháborút megelőzően – annak ellenére, hogy a globális tőkeáramlás kevés iparágba áramlott, vagyis a strukturális diverzifikáció alacsony jelentőségű volt –, a térbeli diverzifikáció segítségével jelentős egyedi kockázattól szabadulhattak meg a befektetők. Ez pedig két fontos következménnyel járt. Egyrészt azt jelenti, hogy globálisan sokkal jelentősebb hatása, szerepe volt az akkori feltörekvő piacoknak, másrészt ez a szerep folyamatosan nőhetett éppen azért, mert azok a komplexitás alacsonyabb foka és a központi piacoktól való relatív függetlenség miatt – bizonyos területeken a fejlettség függvényében – endogén módon fejlődtek. A külső hatások (a fejlett országok megtakarításai) csak katalizátorai voltak a fejlődésnek, sem mint meghatározói.

Ezzel szemben ma a feltörekvő országok tőkepiacainak fejlődése exogén, külső hatások által determinált, különösen a fejlettség egy meghatározott szintje után. Egyebek mellett ez az oka annak a paradoxonnak is – ahogy az majd a 3. és 4. fejezetből kiderül – hogy azok a folyamatok, melyek az adott ország számára előremutatóak (makrogazdasági fundamentumok javulása, piacgazdaság intézményrendszerének megerősödése, stb.), a határon átnyúló kibocsátások miatt az önálló tőkepiacok marginalizálódásához vezetnek a feltörekvő országokban. Vagyis e tőkepiacok nem képesek olyan globális szerepet betölteni, mint az első világháborút megelőző időszakban.

Ez egyfajta magyarázat a hazai befektetések iránti elfogultságra, az ún. home bias jelenségre is. Ha ugyanis a térbeli diverzifikációval csupán kis kockázatsökkenés érhető el, akkor a tranzakciós költségek miatt egyensúlyban a hazai befektetési lehetőségek relatíve nagyobb súlyt kapnak.

Az új EU tagállamok tőkepiacainak szerepét a globális diverzifikáció szempontjából alaposabban is megvizsgálom majd az empirikus fejezetben, felbontva a diverzifikálható kockázatot a piacok közti korreláció és volatilitás hatására, az (5) kifejezésnek megfelelően.

3. FEJEZET – SAJÁTOS MARADHAT-E AZ ÚJ EU TAGÁLLAMOK PÉNZÜGYI RENDSZERE?⁷³

Érdekes megfigyelni, hogy míg a 90-es évek végén és az ezredfordulón a kutatók figyelme a pénzügyi rendszer instabilitására és a pénzügyi válságok megelőzésére, menedzselésére összpontosított, addig mára ismét a pénzügyi szektor, mint a gazdasági növekedést elősegítő tényező vált hangsúlyossá. E terület azonban érdekes tanulságokkal egészíthető ki a volt tervgazdaságú országok átalakulását vizsgálva.

Ebben a fejezetben azt a kérdést világítom meg, hogy milyen szerepet kaptak/kaphattak a tőkepiacok a gazdasági átalakulást követően a rendszerváltó országokban.

Kiindulópontom az, hogy – az első fejezetben áttekintett irodalom alapján –, általában igaz, hogy a pénzügyi közvetítés mélyülése pozitív hatással van a gazdasági növekedésre. A kapcsolat erőssége azonban függvénye az intézményi és általánosan a gazdasági fejlettségnek. Éppen ez az, ami a szakirodalomban sokáig valós „puzzleként” volt kezelve, hiszen a volt tervgazdaságok átalakulása során a pénzügyi közvetítőrendszer szerepe a korlátozott volt, ténylegesen nem segítette a gazdasági növekedést.

Ebben a fejezetben először a rendszerváltó országok példáján mutatom meg, majd általánosítom azt a megfigyelést, hogy a pénzügyi intézmények mélyülésének meghatározott szakaszai vannak, fejlődése determinált pályán halad, melyek nem ugorhatóak át: nem hozható létre a piac által vezérelt közvetítés anélkül, hogy a gazdasági fejlődés adott szakaszában ki ne alakult volna a bankok által vezérelt rendszer.

⁷³ A fejezet egy korábbi változatát előadtam a Sopronban megrendezett 2005. évi OTDK döntőjének PhD szekciójában.

Ezzel függ össze az a tény is, hogy ezen országok gazdasági átalakulása során a pénzügyi közvetítés szerkezete annak ellenére konvergált egymáshoz, azaz jött létre hasonló rendszer országoktól függetlenül, hogy mind a kiinduló állapot, mind a követett gazdaságpolitika célja és eszközzrendszere jelentősen eltért (Berglöf-Bolton [2002], Grosfeld [1994], Györffy-Jankovics [2005]).

Berglöf és Bolton [2002] cikkének középpontjában az a kérdés áll, hogy milyen szerepet töltek be a pénzügyi intézmények az átalakulásban. A szerzők véleménye szerint egyre növekvő és mélyülő szakadék figyelhető meg a volt tervgazdaságú országok gazdasági fejlődésében, melynek elsődleges oka az a negatív kör, mely a lemaradó országok visszamaradott intézményi fejlettségéből és makrogazdasági instabilitásából alakul ki. Ez a kettéválás nyomon követhető a makrogazdaság szinte bármely mutatója alapján: GDP növekedés, növekvő társadalmi egyenlőtlenségek, az államháztartás finanszírozása, FDI, portfólió befektetések, és leginkább az általános intézményi infrastruktúra fejletlenségében. A szerzőpáros szerint még a sikeres országokban sem játszott jelentős szerepet a pénzügyi rendszer az átalakulás folyamatában.

1. táblázat: Tőzsdei kapitalizáció a GDP százalékában

	Csehország	Észtország	Lettország	Litvánia	Magyarország	Lengyelország	Szlovénia	Szlovákia
1995	19,8%			1,5%	4,6%	2,9%	2,5%	27,6%
1996	27,7%		1,4%	6,5%	8,5%	4,5%	2,4%	28,0%
1997	26,4%		4,0%	13,3%	22,5%	7,9%	9,8%	25,7%
1998	21,1%	14,1%	5,4%	9,1%	31,0%	11,5%	12,2%	17,7%
1999	23,1%	34,4%	5,3%	31,5%	36,2%	18,4%	13,9%	18,8%
2000	20,2%	32,0%	7,2%	26,6%	25,3%	15,6%	14,4%	16,0%
2001	15,6%	25,5%	8,7%	22,1%	20,0%	13,9%	17,7%	16,7%
2002	19,3%	30,8%	7,1%	19,3%	12,6%	12,9%	22,8%	9,7%
2003	24,8%	36,9%	9,1%	25,5%	17,9%	15,4%	22,9%	9,3%
2004	25,7%	51,7%	11,7%	26,4%	25,5%	24,9%	27,5%	9,5%
2005	31,9%	25,3%	16,8%	31,8%	31,9%	31,3%	23,5%	9,5%

Forrás: EBRD Transition Report [2006]

Ehhez kapcsolódóan ebben a fejezetben azt mutatom be, hogy ott, ahol létrejött az alapvető pénzügyi infrastruktúra, miért alakult ki meglehetősen homogén rendszer. Mára ugyanis Csehország, Szlovákia, Magyarország, Lengyelország, Szlovénia és a Balti országok pénzügyi közvetítése – a jelentős részben külföldi kézbe került – kereskedelmi bankok által dominált. A tőzsdék volatilisak és illikvidek, mind a

kereskedés volumene, mind a kereskedett cégek kapitalizációja nemzetközi viszonylatban jelentéktelen. Ez még az általános világgazdasági konjunktúrával összefüggő árfolyamemelkedésekkor is így van (1. táblázat).

A térség vállalati beruházásainak tőkeigényét általában belső forrásból fedezik, míg a külső finanszírozásban az FDI dominál.

A fejezet első részében azt elemzem, hogy az átalakulásban élenjáró országokban milyen főbb hatások következtében alakult így a pénzügyi rendszer. Ezt követően általánosítom a folyamatot és megmutatom, hogy bár ezt a konvergenciát erősítették azok a sajátságok, melyek a piacgazdaság megteremtésének folyamatát jellemezték, mégis az sokkal inkább magyarázható egyrészt mélyebb intézményi okokkal, másrészt a pénzügyi globalizáció hatásával.

Ez az állítás korántsem nyilvánvaló annak ismeretében, hogy a különböző országok pénzügyi rendszerei között alapvetően nincs egységesülés, hiszen különböző pénzügyi rendszerek bizonyították életképességüket hasonló gazdasági fejlettségű országokban. Monnet és Quintin [2005] dinamikus egyensúlyi modellje éppen arra mutat rá, hogy még ha a jelenbeli országjellemzők nem is magyarázzák a pénzügyi intézmények közötti különbségeket, sőt irracionálisnak is látszik pl. a bankrendszer túlsúlya néhány fejlett gazdaságban, a múltban kialakult intézményi struktúra megváltoztatásának költségei fenntartják a kialakult helyzetet. Vagyis a múlt hatása meghatározó.

A PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS FEJLŐDÉSE A RENDSZERVÁLTOZÁS ELSŐ SZAKASZÁBAN

A pénzügyi közvetítés mélyülése és a gazdasági növekedés közti kapcsolat egyre szélesebb irodalmának ismeretében, jogosan merül fel két fontos kérdés: (i) a pénzügyi rendszer hasonlósága a gazdasági átalakulásban „élenjáró” országokban mennyiben járult hozzá az eddigi sikerekhez, illetve (ii) igaz e, hogy a pénzügyi intézmények fejlesztésével bármely ország stabil növekedési pályára állítható? Utóbbi azért volna logikus, mert az erőforrások újraallokálása és a vállalati struktúra piaci alapokra helyezése feltételezne egy működő pénzügyi közvetítő- és hitelrendszert,

mely likviditást biztosít az új és átalakuló cégeknek, valamint kikényszeríti hatékonyságukat.

Ami az első kérdést illeti meglepő, de ahogy azt látni fogjuk, a pénzügyi rendszer hatása igen korlátozott volt. A második kérdésre is nemleges a válasz. Ennek oka nem elsősorban az, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer csak egyetlen tényezője a gazdasági növekedésnek, hanem az, hogy az egészséges pénzügyi intézmények létrehozása éppúgy számos más tényező, és alapvető változó függvénye, mint a gazdasági növekedés maga⁷⁴. Valamint, ahogy azt a pénzügyi válságok elmélete egyértelműen bizonyítja, a pénzügyi intézmények fejlesztése számos buktatót rejt. Bár a gazdasági növekedés minden előnyét élvezni kívánó országok számára az egyetlen fenntartható megoldás a liberalizált pénzügyi közvetítőrendszer kialakítása, ennek gyakorlata azonban azt mutatja, hogy az átmenet a liberalizált gazdaságba a legkevésbé sem minden gond nélküli (Crafts [2004], Caprio és szerzőtársai [2001] 28.o.)⁷⁵. A liberalizált piacok működését ugyanis torzítják az aszimmetrikus információk és a morális kockázat problémái, melyek csökkentése többek között éppen a fejlett pénzügyi intézményrendszer feladata volna. Azt már Gerschenkron [1962] óta tudjuk, hogy a gazdasági elmaradottság felszámolásának megkezdésekor a hatékony eszköz sosem lehet a piac. A verseny pozitív hatásainak érvényesüléséhez – egy erős kormányzat segítségével – el kell érni egy megfelelő intézményi fejlettséget.

Rátérve az első kérdésre adott válasz mélyebb vizsgálatára, tudjuk, hogy a térség országaiban a gazdasági átalakulás kezdeti szakaszában a pénzügyi intézmények hatékonysága hasonló volt a megelőző rendszerével, nem voltak pénzügyi piacok, a pénzügyi változók pedig nem befolyásolták a reálgazdaságot (nem volt kölcsönhatás), a megtakarítások betétként képződtek.

⁷⁴ Vagyis endogenitás (szimultenitás) áll fent a két jelenség között.

⁷⁵ Demirgüç-Kunt és Detragiache empirikus munkája igazolja, hogy ahol korábban tőkekorlátozások voltak („elnyomott” pénzügyi rendszer) ott a pénzügyi liberalizáció hatására egyértelműen nagyobb növekedés kezdődött, még ha a bankkrízisek száma szaporodott is (Demirgüç-Kunt és Detragiache [2001] 117.o.). Ugyanakkor Crafts [2004] összegző cikkében amellezt érvel hogy a pénzügyi liberalizáció valós pozitív hatásai nagyon gyengén mutathatóak csak ki. Az itt feszülő ellentmondásra még visszatérek a kettős elsajátítási probléma magyarázó erejének bemutatásakor.

A ma ezekben az országokban működő bankrendszer egy, korábban mindenhol meglévő intézményből alakult ki: a monobank rendszerből⁷⁶. Ez az intézmény volt felelős egyszerre a monetáris politikáért és a kereskedelmi banki funkciókért. A hitelek állománya e rendszerben koránt sem volt csekély, sőt, a központi tervezés aktív kihelyezést folytatott a termelés erőltetett ütemének megfelelően: ez volt a tervmegvalósítás pénzügyi csatornája. Az allokációs folyamatban nyilvánvalóan nem játszhatott szerepet a hitelalkalmasság vizsgálata, tehát a monobank nem nevezhető banknak abban az értelemben, amit az első fejezetben, mint pénzügyi intézményt tárgyaltunk, hiszen nem töltötte be funkcióit, nem szelektált és nem ellenőrzött⁷⁷, ezáltal nem kényszerítette a hitelfelvevőt a visszafizetésre, biztosítva a puha költségvetési korlátot. Addig azonban, amíg az árszínvonal növekedését elnyomta, vagy elrejtette a központi tervezés az árak szabályozásával, és a teljes foglalkoztatottsággal (kapun belüli munkanélküliség) a klasszikus jegybanki feladatok (az infláció letörése, a nemzeti valuta védelme) háttérbe szoríthatóak voltak (Kornai [1993] 282.o.). Pontosabban nem ez volt a monobank számára a releváns megoldandó feladat.

A gazdasági átalakulással párhuzamosan a monobank is egy decentralizált pénzügyi rendszerré alakult, hogy képes legyen kielégíteni a piacgazdaságban szükséges feladatait. A kétszintű bankrendszer kiépítése és működőképessé tétele ezért kritikus kérdés volt. Ez Jugoszláviában már az 1960-as években megtörtént, majd Magyarország⁷⁸, Lengyelország és a Szovjetunió következett. A folyamat minden országban azt jelentette, hogy szét kellett választani a monobank jegybanki és kereskedelmi banki funkcióit, utóbbi hatékony megvalósításához pedig a piaci versenyre alkalmas egységeket kialakítani. Nem minden országban valósult azonban meg az, hogy e versenybe új bankok is beléphessenek. Az élenjáró országok viszonylag hamar felismerték, hogy a belső (hazai) pénzügyi „elnyomás” és

⁷⁶ Hozzá kell tenni, hogy a legtöbb országban, így Magyarországon is, csak kvázi monobankrendszerről beszélhetünk. Az egyszintű bankrendszerben a Nemzeti Bank mellett beruházási és külkereskedelmi bankok, valamint takarékpénztárak működtek, amelyek azonban semmiképpen sem láttak el kereskedelmi banki funkciókat (Kornai [1993] 161.o.).

⁷⁷ Talán éppen ez az egyik indoka a kétszintű bankrendszer kialakulásának. A központi bank egy személyben ugyanis nem képes ellátni ezeket a feladatokat, így nyilván a monobank sem volt képes rá.

⁷⁸ Magyarországon azonban az 1987-es események speciális módon mentek végbe, tekintettel arra, hogy offshore kereskedelmi bankok már korábban is léteztek (Antal- Tétényi [1994]).

befolyásolás sokkal kártékonyabb, mint a külső tőkekontroll⁷⁹. A fő különbség, hogy a hazai pénzügyi szféra torzítása közvetlenül a megtakarítások allokációját ferdíti el, így téve lehetetlenné az árjelzések alapján működő reálszféra hatékonyságát és a versenyképes pénzügyi szektor kialakulását.

Az új kereskedelmi bankok egy ideig, mint elszámoló egységek működtek a régi bürokratikus alkalmazottak és kapcsolatrendszer hálójában, de fokozatosan egyre növekvő kihívással kellett szembenézniük. Egyrészt mérlegükben az örökölt háztartások betétjei, a jegybanki hitelállomány, valamint a minősítetlen vállalati kihelyezések domináltak. Másrészt a bank irányítói és az ott dolgozók aligha rendelkeztek valós tapasztalatokkal, és ez az általánosan rossz hitelportfólióval és a kialakulatlan bankszabályozással együtt lehetetlenné tette a szektor piaci alapokra helyezését, azaz annak hatékony, valós funkcióit ellátni képes működését⁸⁰.

Az 1990-es évek első felében az újonnan alapított bankok legtöbbje továbbra is állami tulajdonú volt (Antal-Tétényi [1994]). Az újabb kihelyezések továbbra sem gazdasági-pénzügyi logikát követve történtek, hiszen a rossz hitelek folyamatos továbbgörgetésével lehetett csak a szektorális csődöket elkerülni. Ez pedig a privatizációt megelőzően az állam, mint tulajdonos szempontjából kritikus kérdés volt. Sőt – ahogy erre Antal László éles szemmel rámutatott – a csődtörvény szigorú betartatásának nem voltak meg a rövidtávú ösztönzői a gazdaságban. A helyzet fenntartásában a bankokon kívül, az állam (mesterségesen felfújtt ederményekből származó adóbevételek), a vállalatok (menedzsment pozícióinak fenntartása) és a lakosság (munkanélküliség elkerülése) is érdekelt volt. A törvény kemény betartatása 1993 után Magyarországon és Lengyelországban a munkanélküliségi ráta drámai megugrásához vezetett, míg máshol ahol a csődtörvény hatálya alól moratóriumot hirdettek (Csehország és Szlovákia), ez elmaradt. E mély társadalmi feszültség elkerülése azonban a növekedés lelassulásához, a pénzügyi intézményi fejlődés megindulásának több éves késéséhez vezetett.

⁷⁹ Az előbbi az utóbbihoz is vezet, fordítva azonban nem feltétlenül (Caprio és szerzőtársai [2001] 20.o.).

⁸⁰ Antal és Tétényi [1994] kiemelték, hogy a magyar bankok (de ez a térségre általánosan is jellemző volt) ebben az időben technikailag fizetéseképtelenek voltak. A teljes tőkevesztés elkerülése végett ad-hoc módon képezték céltartalékot, mely azonban egy bizalmatlanságvesztés, vagy recesszió idején valós likviditási zavarokhoz vezethetett.

A fentiek tükrében érthető meg, hogy a legtöbb országban a jegybankok miért fordultak az ún. „monetáris többlet” (*monetary overhang*) eszközéhez, így fedezve folyamatosan az addicionális kereskedelmi banki kihelyezések forrásigényét. Ez a laza hitelezési gyakorlat az egyik alapvető forrása volt a gazdasági átalakulás kezdeti szakaszát jellemző magas infláció kialakulásának⁸¹.

A vállalatok, még a legnagyobbak is, ebben a növekvő inflációs környezetben az alapanyag készletek felhalmozásával, növekvő barter-megállapodásokkal válaszoltak. Oroszország egyes területein nagy számban jelentek meg különféle pénzhelyettesítők is⁸². Sőt kialakult egy demonetarizált, a régi rendszer jegyeit viselő gazdaság, ahol a fizetési tranzakciók makro és mikro szinten teljesen függetlenedtek. Így tehát abban az időszakban, amikor a pénzügyi közvetítésnek (a pénz és hitelrendszernek) elméletileg domináns szerepet kellett volna vállalnia a piacgazdaság megteremtésének irányításában, a makrokörnyezet egyre kevésbé támaszkodott a pénzügyi intézményekre, és egyáltalán a pénzre. Ilyen körülmények között az árjelzések irrelevánsak, a szerződések betartása pedig nem kikényszeríthető. Coricelli [2001] ezt a jelenséget az általános demonetizálódás folyamatának nevezi⁸³. Bár ez elsősorban a volt szovjet utódállamokban jelentkezett ilyen élesen, mégis részben megalapozottá tesz az állítást, hogy a pénzügyi közvetítés fejlődése nem magyarázza a szakadék kialakulását az éllovas országok csoportja és a többi lemaradó, gazdaságilag stagnáló ország között.

Az állítás, mely szerint a termelés újrastrukturálásában a pénzügyek szerepe nem volt meghatározó, sőt egyes esetekben a pénzügyi liberalizáció káros is volt bizonyos szektorok fejlődésére természetesen mélyebb kvantitatív bizonyítást is igényel.

Ugyanakkor az erre alkalmas mértékeket (a pénzügyi eszközök aránya a GDP-hez

⁸¹ A bankok által a háztartásoknak fizetett kamatok és az infláció közti kapcsolat is nélkülözött minden realitást. Honnohan [2001] bizonyította, hogy a reálkamatlábak növekedése és extrém volatilitása általános jelenség volt a pénzügyi liberalizáció alatt. Magyarországon 1992 harmadik negyedévében például a legnagyobb magyar kereskedelmi bank 23%-os infláció mellett tíz százalékponttal csökkentette a betéti kamatokat. Ez persze – a lakosság árrugalmatlansága miatt – jelentősen hozzájárult a hitelintézet konszolidációjának sikeréhez.

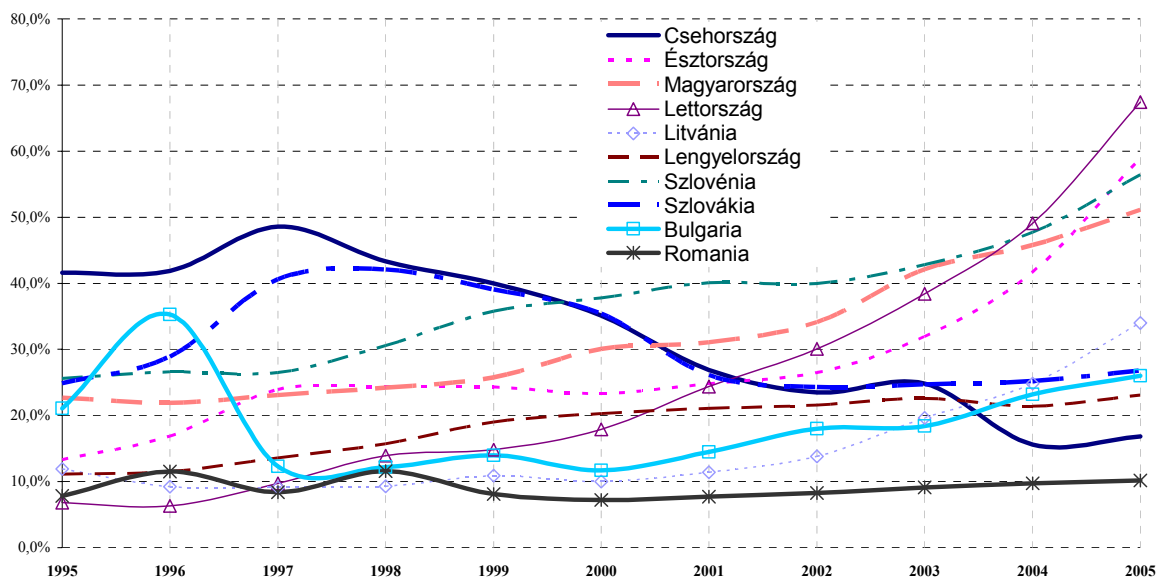
⁸² A tranzakciók hitelességét az orosz maffia szavatolta. Bár ez hosszú távon társadalmilag nem hatékony megoldás, ám amíg az állampapíroknál is nemteljesítési kockázattal kell számolni, a piaci szereplők közti bizalom nem érvényesülhet a jogrendszeren keresztül (Coricelli [2001], Csaba [2005b] 228.o.).

⁸³ Csaba [2005b] mutat rá arra, hogy az általános demonetizálódás jelensége csupán részjelenség. Ezt a korszakot az intézményi vákuum kialakulása miatt az általános informalizálódás időszakának is tekinthetjük, mely természetesen a pénzügyi szférán kívül a teljes gazdaságot, sőt a politikai és társadalmi rendszert is érintette. Ugyanakkor azt is bemutatja, hogy ez miért lehetett csak átmeneti jelenség és hogyan szűnt meg Oroszországban is Putyin alatt.

viszonyítva, az egyes pénz-aggregátumok inflációval korrigált nagyságának időbeli alakulása, illetve a háztartásokhoz és vállalatokhoz kihelyezett hitelek nagysága), melyeket a pénzügyi közvetítés (elsősorban a bankrendszer) mélyülésének mérésére használ a nemzetközi szakirodalom, itt csak fenntartásokkal használhatjuk. A vizsgálandó országokban ugyanis e mutatókkal számos probléma van. Egyrészt az infláció torzító hatása miatt a vállalati könyvekben kimutatott hitelek nem tükrözik azok valós (piaci) értékét. Másrészt a „monetáris többlet” eredményeként létrejövő hitelexpanzió inkább gyengesége egy ország gazdaságának, mint a fejlődés jele⁸⁴. Az is torzító tényező, hogy a privatizáción átesett vállalatok korábbi hitelei úgy jelentkeztek, mint új a háztartásokhoz és vállalatokhoz kihelyezett hitelek, holott azok nagysága nem változott meg, csak felvevője került ki az állami befolyás alól. Így a vállalati hitelek jelentős növekedése nem volt valós expanzió, melyből a pénzügyi intézmények mélyülésére nem következtethetünk.

Releváns nagymintás adatok hiányában csak aggregált mutatók időbeli alakulását mutatom be, melyek „tisztítása” megoldható volt (12. ábra).

12. ábra: A magánszférába áramló kihelyezések nagysága a GDP százalékában



Forrás: EBRD Transition Report [2006]

⁸⁴ A kilencvenes évek első felében, különösen balti országokban e torzítás rendkívül nagy volt, így a „tisztított” adatok is csak 1995-től megbízhatóak.

Ahogy a 12. ábra bemutatja, a vizsgált országok pénzügyi szektora növekedést 2002-ig alig tudott mutatni. Még a nagyon alacsony szintről induló balti országok is csak ezt követően fejlődnek dinamikusabban⁸⁵. Lengyelországban és Romániában stagnáló, Csehországban és Szlovákiában egyenesen csökkenő trendet figyelhetünk meg. De ahol növekedés tapasztalható, ez ott sem tekinthető elégségesnek, tekintve, hogy a korábbi Uniós tagállamokban a kihelyezett hitel/GDP arány átlaga 2005-ben 121% volt, azaz az új tagok közt élenjárókéval is több mint kétszerese. Talán érdemes felfigyelni a 2003-as évre, ekkortól mintha kettészakadni látszanának a vizsgált országok (Szlovénia, Magyarország, Lettország és Észtország gyorsuló hitelexpanziót mutat, míg Csehország, Lengyelország, Bulgária, Románia és Szlovákia fejlődése megtörni látszik, Litvánia bár el van maradva az élenjáróktól, gyors ütemben fejlődik). Jóllehet mindössze 3 év tapasztalata koránt sem elégséges, ilyen következtetés levonására⁸⁶.

Bár Csehország a kilencvenes években végig listavezető volt, itt a megkésett bankkonszolidáció és a tömeges privatizáció miatt a vállalati kihelyezések többsége rossz hitel volt. Magyarországon az 1990-es 45%-os hitel/GDP arány számos bankcsőd, illetve a bankkonszolidáció megindulása után, 1995-re 25% alá esett. Ezt követően a hitelek expanziója lépést tartott a gazdasági növekedéssel, sőt a 2001. május 4-ei sávszélesítés óta meg is haladta azt.

Az 1990-es évek első felében elsősorban Oroszországban, de más átalakuló országokban is a jegybankok erősödő próbálkozásai a monetáris egyensúly megteremtésére, a pénzmennyiség reálértékének csökkenését eredményezte, mely szűkülő hitelkínálathoz vezetett. A vállalatok a tervgazdaságban nem ismert jelenséggel találták szemben magukat, melyhez első körben nem voltak képesek alkalmazkodni: a fizetési határidőket kitolták, vagy – pl. Oroszországban – egyáltalán nem fizettek szállítóiknak, sőt gyakran az alkalmazottaiknak sem. Ez tovább erősítette a demonetizálódás folyamatát.

⁸⁵ Hasonlóan a magyar példához itt is – elsősorban a jelentős számú bankcsőd miatt – magas értékről indulva esett az 1990-es évek közepére a kihelyezett hitel/GDP arány töredékére, tipikusan U alakú görbét leírva.

⁸⁶ Nem beszélve arról, hogy ez nem is tartozik szorosan a dolgozat kutatási irányába, bár később érdemes lehet foglalkozni vele.

A sikeresen növekedési pályára álló országokban, a fenti negatív kör megfékezésének kulcsa a fiskális és monetáris stabilitásra való törekvés volt. Vagyis a piacgazdasági átalakulás folyamatában nem voltak meg azok az ösztönzők – így például a pénzügyi közvetítőrendszer – melyek alulról, mikroszintről teremthették volna meg a piacgazdaság alapjait. Ahogy azt a második fejezetben láttuk, a történelmi fejlődés során a technológiai fejlődés és a kompetitív szellem uralkodóvá válása mellett az intézmények (elsősorban a magántulajdon védelmét szolgáló jogrendszer) kialakulására volt szükség a piaci koordináció uralkodóvá válásához. Bár a technológiai fejlődés itt is vitathatatlan szerepet játszott, a másik két ösztönző az átmenet országaiban rövid távon aligha volt releváns. Tehát az intézmények kiépítésének alapfeltétele volt a makroszintű stabilitás és hitelesség megteremtése.

A fiskális és monetáris fegyelem kikényszerítése nyilvánvalóan függ az országon belüli politikai erőviszonyoktól. Éppen ezért kapott és kap fontos szerepet a külső elszámoltathatóság. A nemzetközi egyezmények és szerződések legfontosabb szerepe, hogy a hitelesség megteremtésére és megtartására kényszeríti az aláíró országok gazdaságpolitikáját, külső horgonyként (fixpontként) kiegyensúlyozva a belső politikai nyomást (Csaba [2005a]). A „lemaradó” országok közül nem mindnek adatik meg az esély, hogy ilyen külső horgonyt használhassanak. Jövőjük ezért sokkal kevésbé előrelátható.

A fiskális megbízhatóság két csatornán hatott a pénzügyi közvetítés fejlődésére: (i) határt szabott a magánbefektetéseket kiszorító állami hitelfelvételnek, valamint (ii) megteremtette a makrostabilitás hitelességét, mely nélkülözhetetlen a magántőke beáramlásához, hiszen ez biztosította, hogy a befektetések hozama a jövőben váratlan adókon vagy újraállamosításon keresztül nem kerül ki a befektetők kontrollja alól. Ekkor ugyanis az állam nem kerül olyan helyzetbe, hogy rövid távú céljaitól hajtva kihasználjon minden lehetőséget bevételeinek növelésére. Ez nélkülözhetetlen a vállalatok számára a tervezés és projektértékelés szempontjából, mind a cash-flow, mind a diszkontráta szintjén. E nélkül nem hozható (reális) beruházási döntés⁸⁷.

A fentiekén túl a makrostabilitásra való törekvésen keresztül megvalósuló hitelesség járult hozzá a mikrostruktúra-váltásból adódó pozitív kör létrejöttéhez is. Ez a

⁸⁷ Ez a kettős elsajátítási probléma egyik „lába”, melyről majd az 5. fejezetet értekezem részletesen.

termelő szféra profitorientálttá válását és annak a világpiacon való újbóli pozicionálását jelenti, mely a gazdasági növekedés – a transzformációs visszaesést követő – ismételt megindulásának alapfeltétele volt.

Nagyon fontos észrevenni, hogy e gazdaságok növekedési pályája a már fent említett bankcsődöktől függetlenül alakult, azaz ezek a pénzügyi krízisek nem okoztak drámai hatást a gazdaság átalakulásának folyamatában. Ez is azt támasztja alá, hogy a várakozásokkal ellentétben a pénzügyi intézmények hatása sem tudott áthatóan érvényesülni, se pozitív, se negatív értelemben. Vagyis az „élenjáró” országokban az 1990-es években nem lehet erős kapcsolatot találni a pénzügyi közvetítés és a gazdasági növekedés között. A hatás még gyengébb a „lemaradó” országokban, melyre ékes bizonyíték az orosz válság példája (Lokshin-Ravallion [2000]). Az RTS index értéke 1996 és 1997-ben két év alatt meghatszorozódott, majd az 1998. augusztus-szeptemberi események után az 1995-ös szint alá süllyedt. A hatalmas tőzsdekrach azonban sokkal drámaibb következménnyel járt a világ fedezeti alapjaira⁸⁸ vonatkozóan, mint magára az orosz gazdaságra, ahol a reálszféra növekedésére semmilyen hosszú távú hatást nem gyakorolt. A hitelállományban bekövetkező enyhe esés ellenére a gazdaság erőteljesen nőtt. Sőt ahogy azt Réthi [2003] bemutatja, a pénzügyi válság kifejezetten pozitív hatása, hogy számos fejlődést hátráltató intézményt söpört el.

A PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEK KONVERGENCIÁJA

Térségünkben számos, a pénzügyi rendszer kialakítására történt próbálkozásnak lehettünk szemtanúi az elmúlt 15 évben. Coricelli [2001] négy pontban hasonlította össze a pénzügyi szektor megteremtésére tett kísérleteket Kelet-Közép-Európában (KKE) illetve a volt szovjet utódállamokban (FÁK):

- i. Mindkét országcsoportra jellemző volt az általános óvatosság (helyenként konzervativizmus), illetve az új bankok fenntartásokkal való elfogadása.
- ii. A rossz hitelek felszámolása nagy hangsúlyt kapott Kelet-Közép-Európában, míg a FÁK országokban e probléma rejtve maradt, és állampapír kibocsátáson

⁸⁸ Ezt mutatja be az LTCM esetére Dunbar [2000] könyve.

keresztül külföldiekkel finanszíroztatták a bankok rossz hiteleit⁸⁹.

- iii. A tőkeműveletek liberalizációja lassabban, fokozatosan ment végbe a KKE országokban.
- iv. A betétbiztosítás intézménye, mely alapvető jelentőségű a bankrendszer egésze iránti bizalom megteremtéséhez, nem vált gyakorlattá a FÁK országokban⁹⁰.

Bár Ukrajna és részben Oroszország is idővel követte a sikeres, a tőlük nyugatabbra bevált bankprivatizáció példáját, mégis ezek jelentős része fizetéseképtelenné vált, azaz nem voltak képesek ellátni alapvető funkcióikat. Ez persze nem meglepő, annak fényében, amire korábban utaltam az állami szerepvállalásra vonatkozóan, azaz, hogy semmiképpen sem mellőzhető a valós piac, azaz a piaci verseny kialakítása érdekében. A magánosítás önmagában nem jelent gyógyírt. Ahogy Acemoglu és szerzőtársai [2002] bemutatja, a piaci verseny által történő kiválogatódás szerepe a fejlettséggel párhuzamosan nő, vagyis minél fejlettebb egy ország, a verseny szerepe annál fontosabbá válik, de a növekedés kulcsa, hogy az ország képes-e olyan politikát alkalmazni, amely valóban növeli a verseny szerepét.

Az eddigiekben rámutattam, hogy az elemzés tárgyául szolgáló országok rendkívül eltérő kiinduló helyzetből kezdték építeni intézményrendszerüket, mely sokszor erős ellenállásba is ütközött. A következőkben röviden megvizsgálom az új pénzügyi közvetítőrendszert érintő legfontosabb intézkedéseket, ezek:

- I. A rossz hitelek újrastrukturálása
- II. A bankprivatizáció folyamata
- III. A külföldi tulajdon engedélyezése a bankszektorban
- IV. A tőkepiacok fejlesztésének politikája

⁸⁹ Calvo bizonyította, hogy a sérülékenység és a fertőzőes hatás jóval kisebb lett volna, ha az állampapírok nagyobb részben belföldi kézben vannak (Calvo [1998]).

⁹⁰ Ahogy az első fejezetben Diamond és Rajan [2001] cikke alapján bemutattam a bankok likviditást biztosító funkciója sem működne e nélkül. Demirgüç-Kunt és Kane [2002] empirikus munkájukban azonban azt találták, hogy a betétbiztosítás intézményének bevezetése számos esetben kudarcot vallott azokban az országokban, ahol a megfelelő nyilvánosságra hozatal követelményei és a pénzügyi felügyelet rendszere kialakulatlan volt. Ez – ha szükséges egyáltalán a betétbiztosítás intézménye – azt sejteti, hogy a morális kockázat csökkentését más csatornákon kell először csökkenteni ahhoz, hogy megteremthető legyen a betétbiztosítási rendszer, mely segíti a banki funkciók hatékonnyá válását. A „free-banking” hívei ugyanakkor úgy a betétbiztosítást, mint a teljes állami védőhálót (Lender of Last Resort, „To-Big-To-Fail” funkció, állami betétbiztosítási rendszer, kötelező tőkeszabályozás) károsnak, a prudens működés ellen ható tényezőnek tartják (Mérő [2004c]).

Látni fogjuk, hogy bár e megoldások igen heterogének, a létrejövő pénzügyi intézményrendszer a különböző országokban homogenizálódott.

I. Kezdetben az sem volt nyilvánvaló minden országban, hogy a bankkonszolidáció a bankok egészére kiterjedjen-e. Vagyis a rossz hitelek továbbgörgetését nem minden hitelintézetnek kellett megállítania. A bankok könyveinek kitisztítására számos megoldást találtak a vizsgált országok. Míg Csehországban például a rossz hiteleket „segélybankokba” irányították, addig Lengyelországban az összes érintett intézményben a teljes mérlegtörlés módszere került megvalósításra. Magyarországon kapta a bankkonszolidáció a legerősebb támogatást jogi oldalról⁹¹. A csődtörvény drámai szigora kikényszerítette, hogy a bankoknak le kelljen írniuk rossz hiteleiket⁹². Csehországban a hasonló kísérlet eredményeként létrejött csődkódex alkalmazását – politikai nyomásra – két évre felfüggesztették, hiszen a nem profitábilis állami vállalatokat súlyosan érintette volna. Az ezt követően kezdődött hatalmas felvásárlási hullám Csehországban jelentős részben járult hozzá a hitelportfoliók tisztázásához. Lengyelország specialitása volt, hogy a csődeljárás során az állami tartozásokra vonatkozó felfüggesztést/moratóriumot hirdettek, ösztönözve a bankokat a rossz hitelek felfedezésére, átstrukturálására.

II. A privatizációs technikák is jelentősen eltértek a vizsgált országokban⁹³. Hussain [1998] szerint az állami bankok megszüntetése és új privát bankok alapítása két okból volt alapvető jelentőségű. Ezzel egyrészt sor került a rossz hitelek azonnali megszüntetésére, így az véletlenül sem szivároghatott át az utódintézményekbe. Másrészt e megoldással a bankok monitoring funkciója is hatékonyabbá vált, mintha állami tulajdonban maradt volna. Magyarországon korán elindult a folyamat és általában egyedileg dőlt el, hogy milyen típusú privatizációs eljárást követnek. Ezzel szemben Csehországban a

⁹¹ Az OTP és az MKB kimaradt a bankkonszolidációból, mégis (vagy éppen ezért) a legsikeresebbek közé kerültek Magyarországon.

⁹² A csődtörvény túlzott szigora ugyanakkor megbénította a Cégbíróság működését, sőt hosszú távon is visszaütött. A törvény ugyanis hatályban maradt még akkor is, amikor már elérte célját, így megnehezítette a vállalatok egymás közti halasztott fizetési tranzakcióit.

⁹³ Bár itt nem célozom ebben elmélyülni, a *Journal of Banking and Finance* a bankprivatizációk kérdéskörének szentelte teljes 2005. augusztus/szeptemberi számát. Külön kiemelném Bonin és szerzőtársai [2005] empirikus munkáját, mely a bankprivatizációs technikák eredményességét és optimális időzítését vizsgálta.

tömeges privatizáció kuponos formája kapott elsőséget. A bankokat a kuponos privatizáció első körébe sorolták. E megoldás azonban oda vezetett, hogy néhány (nagybankhoz kötődő) befektetési alap vásárolta fel a háztartásoknak juttatott kuponokat, így öntulajdonlás jött létre. A bankok tulajdonában lévő befektetési alapok tartalmazták a bankok részvényeit.

Lengyelország tömeges privatizációja a másik két országhoz képest jelentősen elhúzódott. Ennek egyik oka a menedzseri kivásárlások voltak, emellett itt a gyakorlatban is prioritást kapott az az elképzelés, hogy a jogi és felügyeleti intézményeket meg kell erősíteni a privatizációt megelőzően. A menedzsment kivásárlásokat nyilvános kibocsátásokkal és kisebb részben nemzetközi stratégiai befektetőknek történő értékesítéssel kombinálták⁹⁴.

Az állami tulajdon visszaszorulása a bankrendszerben különösen látványos volt, nem csak Kelet-Közép Európában, hanem a balti államokban is (2. táblázat).

2. táblázat: Állami és külföldi tulajdonú bankok megoszlása

	A bankok száma		Külföldi tulajdonban lévő bankok száma		Állami bankok tulajdonában lévő		Külföldi bankok tulajdonában lévő	
	1997	2005	1997	2005	1997	2005	1997	2005
Csehország	50	36	24	27	67,5%	2,5%	23,3%	84,4%
Észtország	12	13	4	10	0,0%	0,0%	28,8	99,4%
Magyarország	45	38	30	27	3,5%	7,0%	61,3	82,6%
Litvánia	12	23	5	10	48,8%	0,0%	40,6%	91,7%
Lettország	32	12	15	6	6,7%	4,3%	70,6	57,9%
Lengyelország	83	61	29	50	51,6%	21,5%	16,0	74,2%
Szlovénia	34	25	4	9	40,1%	12,0%	5,4	22,6%
Szlovákia	29	23	13	16	48,7%	1,1%	19,3%	97,3%
Bulgária	28	34	7	23	56,4%	1,7%	32,5%	74,5%
Románia	33	33	13	24	80,0%	6,5%	11,5%	59,2%

Forrás: EBRD Transition Report [2006]

III. A 2. táblázatból az is látszik, hogy a bankprivatizáció 1990-es évek második felében gyorsult fel. Korábban sok helyen sikerült a gyakorlatban megkerülni a korábbi szabályozást, mely nem engedte a külföldi többségi tulajdonlást a bankszektorban. Mára már egyértelművé vált a külföldi tulajdon dominanciája. Magyarország engedélyezte elsőként a széleskörű külföldi jelenlétet, ezzel összefüggésben nem véletlen, hogy az új Uniós tagállamok közül Magyarország

⁹⁴ Ahogy azt majd később bemutatom a belső érintettek monitoringja az egyik kulcsprobléma a vizsgált országok pénzügyi közvetítésében, hiszen a privatizáció során számos esetben a vállalatokat a menedzsment illetve a dolgozók szerezték meg. Kezdetben ugyan a cégek egy részét „lerabolták”, később a privatizáció során megpróbálták ennek esélyét minimalizálni.

bankrendszerének reformja érte el először a 4-es szintet az EBRD 1 és 4+ közötti skáláján (4. táblázat)⁹⁵. A balti államok bankrendszerének tulajdonszerkezetét a skandináv, elsősorban a svéd bankok előretörése határozta meg. Lengyelország esete különösen érdekes, hiszen kezdetben egyértelműnek tűnt a teljes liberalizáció, majd mégis egy meghátrálás következett be. Végül megnyitották a kapukat a külföldiek tulajdonszerzése előtt. A cseh kormányt számos bankcsőd ébresztette rá a külföldi szerepvállalás szükségességére, így csak a kilencvenes évek második felére tették lehetővé a külföldi intézmények alapítását a szektorban.

A „leamaradó” országokban mind a pénzügyi intézmények, mind a külföldi tőkeáramlás marginális szerepet játszik, ennek oka nemcsak a lehetőség hiánya, hanem a potenciális kockázatok mértéke is. Így nem csoda, hogy a külföldi bankok vonakodnak a gyenge intézményekben történő részesedés vállalásától. A Baltikumban és Oroszországban a liberalizációt követően a piacra lépő pénzügyi intézmények száma megsokszorozódott⁹⁶, de Lengyelországban is közel 80 új bankot alapítottak (Hussain [1998]). Bár a bankok száma mindenütt nőtt kezdetben, de a sikeresen megkezdődő verseny miatt számuk hamar észszerű szintre csökkent (2. táblázat). Sőt mára már a bankok piacának koncentrációja igen magas. Ezt az 1998-2003 közti bankfúziós hullám is elősegítette. Az új EU tagállamokban az öt legnagyobb bank piaci részesedése átlagosan 72% volt 2003-ban⁹⁷ (ECB [2005]). A koncentráció ugyanakkor nem vezetett monopolisztikus magatartáshoz, sőt érdekes módon éppen azokban az országokban tesznek szert oligopol járadékra a bankok, ahol kisebbek a bankok közti méretkülönbségek (Várhegyi [2004], ECB [2005]).

A banki spread-ek (hitelnyújtás és a betétekre fizetett kamatok különbözete) nagysága és változékonysága is jelentősen csökkent az élenjáró országokban, bár még mindig magas a fejlettekhez képest. 2003 végén az átlagos nettó kamatmarzs 2,7% volt az új uniós tagállamokban, míg a „régiekben” ez az érték 1,4% (ECB

⁹⁵ Magyarország ezt már 1997-re elérte, míg Csehország és Észtország csupán 2005-ben kapta meg a 4-es minősítést.

⁹⁶ Lásd Coricelli [2001] 3. táblázat.

⁹⁷ Magyarország koncentrációja a legkisebb (52%), Észtországé a legnagyobb (98%).

[2005]). A bankkonszolidáció szempontjából Magyarország és Észtország esetét tekinthetjük a legsikeresebbnek (4. táblázat)⁹⁸.

3. táblázat: A külföldi hitelintézetek dominanciája (2003)

Külföldi Hitelintézetek (2003)	Csehország	Észtország	Magyarország	Litvánia	Lettország	Lengyelország	Szlovénia	Szlovákia	Összesen / Átlagosan
Külföldi fióktelepek száma	9	1	0	3	1	1	1	3	19
Fióktelepek eszközértéke (millió EUR)	7 610	537	0	555	405	693	205	3 034	13 039
Aránya az összes banki eszközön belül	10%	9%	0%	9%	5%	1%	1%	13%	6%
Külföldi leánybankok száma	18	3	28	5	7	45	5	16	127
Leányvállalatok eszközértéke (millió EUR)	62 315	5 622	33 708	4 876	3 701	74 716	3 879	19 834	208 651
Aránya az összes banki eszközön belül	79%	97%	62%	76%	44%	67%	18%	84%	62%
Külföldi tulajdonú banki eszközök az összes banki eszköz százalékában	96%	97%	83%	96%	47%	68%	36%	96%	72%
Külföldi bankok száma az 5 legnagyobb bankból	5	4	4	5	2	4	1	5	30

Forrás: ECB [2005]

4. táblázat: A pénzügyi szektor reformja

(1-4-es skála, a magasabb érték fejlettebb pénzügyi közvetítést jelent)

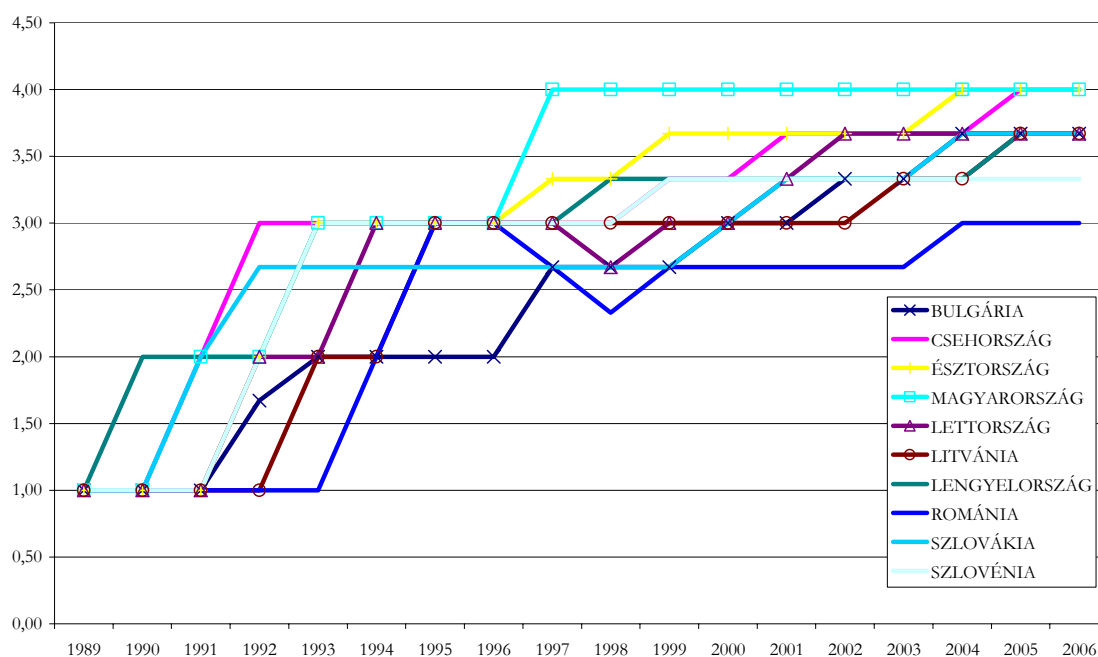
	A bankszektor reformja		Nem banki pénzügyi	
	1997	2006	1997	2006
Csehország	3,0	4,0	2,7	3,7
Észtország	3,3	4,0	3,0	3,3
Magyarország	4,0	4,0	3,3	4,0
Lettország	3,0	3,7	2,3	3,0
Litvánia	3,0	3,7	2,3	3,0
Lengyelország	3,0	3,7	3,3	3,7
Szlovákia	2,7	3,7	2,3	3,0
Szlovénia	3,0	3,3	2,7	2,7
Bulgária	2,7	3,7	2,0	2,7
Románia	2,7	3,0	2,0	2,0
Új tagállamok átlaga	3,0	3,7	2,6	3,1

Forrás: EBRD Transition Report [2006]

A verseny kialakulásának oka természetesen nem független a fent leírt tulajdonosi szerkezettől. Ezt támasztja alá Várhegyi [2004] és az ECB [2005] tanulmánya is, mely szerint a külföldi és biztos tőkeháttérrel rendelkező bankok gyorsabb növekedést, és nagyobb eszközarányos megtérülést mutattak. Az újonnan privatizált és az állami bankok növekedése azonban elmaradt a reálszféra expanziójától.

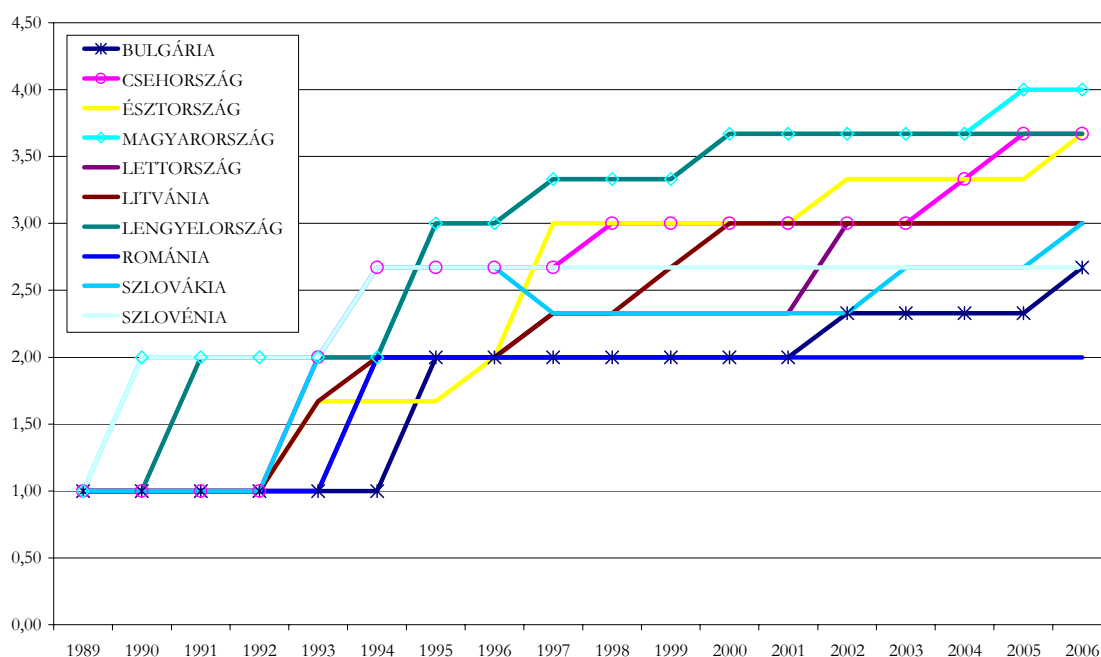
⁹⁸ Meg kell azonban jegyezni, hogy a jó teljesítmény egyik oka, hogy a bankoknak kezdetben lehetőségük volt az ügyfelek között válogatni („*cherry-picking*”), így tevékenységüket a nagy jövedelmezőségű, kis kockázatú ügyfelekre (állami és nagyvállalati szféra) koncentrálhatták. Csak az utóbbi évek tendenciája a lakossági piac térnyerése, ahol azonban egyelőre sokkal erősebb a bankok oligopolisztikus magatartása, így e részpiac súlyának növekedésével jelentősen romolhat megítélésük.

13. ábra: A banki közvetítés fejlődése (és konvergenciája) (1995-2005)



Forrás: EBRD Transition Report [2006]

14. ábra: A nem banki pénzügyi közvetítés fejlődése (1995-2005)



Forrás: EBRD Transition Report [2006]

A 13. ábra időben is bemutatja a banki közvetítés fejlődését az EBRD 1-4-es skáláján mérve. Románia és Lettország példája mutatja, hogy ez nem volt egy töretlen, visszaeséseket nélkülöző folyamat, mégis a 2000-es évek közepére a

banki pénzügyi közvetítés elérte, vagy nagyon megközelítette a maximális 4-es értéket.

Nem így történt a nem banki pénzügyi közvetítés esetében (14. ábra). Bár fejlődés mind a 10 posztoszocialista új EU tagállamban megfigyelhető, a kép meglehetősen vegyes. Míg Magyarország egyedülként képes volt elérni a 4-es értéket, Románia megrekedt a 2-es szinten és 1993 (!) óta nem mutat előrelépést.

IV. A tervirányítás átalakítása után számos országban próbálták angolszász mintára az értéktőzsdére épülő tőkepiacot meghatározóvá tenni és így erőltetett tőkepiacépítő stratégiát folytattak az 1990-es évek első felében. Ahogy Csaba [2002] is rávilágít: „Csehországban, Albániában, Lettországon és Oroszországban a technikai és szabályozási kérdések pusztán fölvetése akadékoskodásnak minősült. De sok szép cikk született nyugati elemzők tollából is az átmenet optimális pénzügyi közvetítő rendszeréről is. (...) A cseh és az orosz stratégia tőzsdei piacgazdaság helyett állammonopolista rendszert szült”. De Magyarországon is 1990 és 1996 között egyértelműen az angolszász modell kiépítésére történtek kísérletek (Mohai [2005]).

A privatizáció kérdésében Csehország, Szlovákia, Litvánia és Románia a tőzsdének prioritást adva, azt, mint elsődleges közvetítőt vonták be a tulajdonosi jogok tömeges magánkézbe adásába. A papírok száma hatalmasra duzzadt, ám a kezdeti lelkesedést követően a papírok illikviddé váltak. A forgalom idővel jelentősen visszaesett, a kibocsátók száma csökkent, a tulajdonjogok pedig koncentráálódtak. Egy másik országcsoport – Észtország, Magyarország, Lettország, Lengyelország és Szlovénia – IPO-kon keresztül igyekezett tőkepiacát életképpé tenni. Ezekben a papírokból a kereskedés volumene relatíve magas is maradt. A vegyes stratégiát folytató szovjet utódállamokban a cél az volt, hogy a privatizáció és az IPO-k is a tőzsdén keresztül valósuljanak meg. Ám a kuponok kereskedése mégsem a szabványosított piacokon zajlott, így a forgalom jelentéktelen maradt. Csaba [2006] szemléletesen mutatja be hogyan zajlott le a politikai és gazdasági érdekek összefonódása, az esetleges politikai bukás esetén is biztosítandó „koronaékszerek” miatt 1996 után a politikai „nagyprivatizálás” Oroszországban. Ennek eredményeképpen a legnagyobb tőketulajdonosok főleg az egykori állami bankok pénzügyi részlegeinek

önállósításából mesterségesen létrehozott, és addig az ipari tőke meg az államigazgatás függőségében tartott bankok lettek⁹⁹.

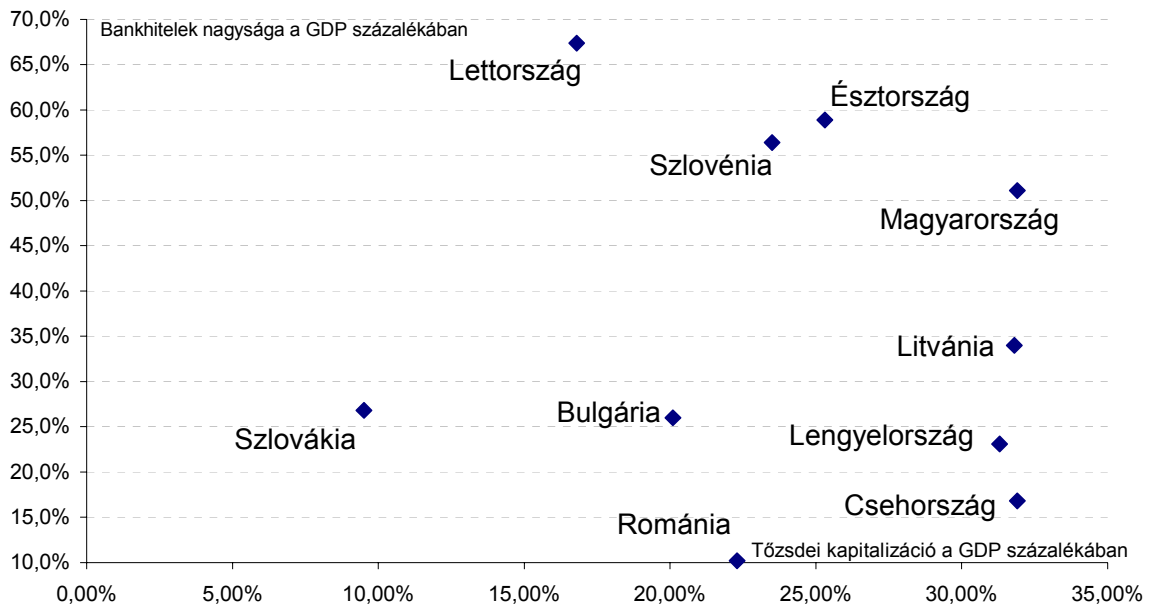
Az előzőek alapján tehát tény, hogy az átmeneti gazdaságú országokban a fejlődési pályák jelentősen különböztek az elmúlt másfél évtizedben. Ennek ellenére a pénzügyi rendszerek szerkezete konvergál egymáshoz: két kulcstényezőben osztoznak:

1. A pénzügyi közvetítésben a bankok szerepe dominál. Még a 2003 óta tartó jelentős tőzsdei szárnyalások ellenére is a banki közvetítés mélysége (kihelyezett bankhitelek nagysága a GDP százalékában) jóval meghaladja a tőkepiaci közvetítés mélységét (GDP arányos kapitalizáció)(15. ábra). A bankok azonban a kilencvenes években elsősorban a kormánynak és más pénzügyi intézményeknek hiteleztek. A privát szféra és azon belül a lakossági kihelyezések aránya csak fokozatosan nyert teret¹⁰⁰. A beruházások finanszírozásában döntő szerepet a belső források (a visszatartott nyereségből), illetve a közvetlen külföldi tőkebefektetések (FDI) játszanak. Vagyis a bankrendszer eddig nem volt képes betölteni sem szelekciós funkcióját, mely a jó projektek kiválogatásához kell, sem monitoring funkcióját, mely a hitelezés utáni ellenőrzést és kontrollt biztosítja. Azaz a bankok koordinációs kapacitása még szűk volt, csak kevés piaci szereplő között tudta alokálni forrásait, csak kevés szereplőről volt képes információkat gyűjteni és feldolgozni. Ahogy Mérő [2004a, 2004b] is rámutat, a pénzügyi közvetítés mélyülésével szükségszerű a pénzügyi intézmények koordinációs mechanizmusának kiterjedése is, ezáltal az egyre kisebb szereplők tőkével való ellátottságának biztosítása.

⁹⁹ Hat országban (Albániában, Belorussziában, Bosznia-Hercegovinában, Grúziában, Tádzsikisztánban és Türkmenisztánban) létre sem jött a tőzsde.

¹⁰⁰ Az új Unió tagállamaiban a háztartások részpiaca (ezen belül a jelzálog hitelezés) az utóbbi években különösen látványos felfutást produkált, de még így is csak átlagosan a GDP 12,8%-át (7,4%-át) tette ki 2004 végére (EBRD Transition Report [2006]). Ennek okai alaposan körüljárja Várhegyi [2004] és ECB [2005].

15. ábra: Banki és tőkepiaci közvetítés mélysége (2005)



Forrás: EBRD Transition Report [2006]

2. A tőkepiacok fejlődéséről a következő fejezetben részletesen is szólok, itt csak röviden említem meg, hogy a fejlődésüket egy negatív kör kialakulása nehezíti. A cégek tulajdonosi szerkezete koncentrált, így a részvények forgalma alacsony. A tőkepiac egyrészt nem képes csökkenteni a likviditási kockázatot, másrészt az ellenőrző funkcióját sem tölti be hatékonyan, ezáltal kényszerítve a tulajdonost erre¹⁰¹.

Bár 2004-re Észtország már 50% fölötti GDP arányos kapitalizációval rendelkezett, a többi ország esetében ez az érték még 30% alatt maradt. Öszehasonlításképpen az EU-15 tagállamban ez átlagosan 74% volt 2004 végén. Mitöbb az új tagállamok legnagyobb kapitalizációjú tőzsdéin a forgalom nagy része továbbra is csak néhány papírra koncentrálódik. Ennek főbb okai a külföldi felvásárlások, összeolvadások miatti tőzsdei kivezetések, illetve a legjobb vállalatok pénzügyi centrumokba történő migrációja. Csehország és Magyarország tőzsdei cégei, hazai forgalmukat meghaladó mértékben vannak jelen New Yorkban, Londonban és/vagy Frankfurtban. E

¹⁰¹ Ahogy majd az 5. fejezetben bemutatom, ez lesz a kettős elsajátítási probléma másik „lába”.

piacok életképessége tehát kérdéses, tekintettel a pénzügyi piacok növekvő integrációjára a világon, de különösen Európában¹⁰².

Összegezve tehát, az „élenjáró” országok megalapozták a későbbi növekedést segítő alapvető pénzügyi intézményrendszert, melyet a főként külföldi tulajdonban lévő kereskedelmi bankok dominálnak. Tőzsdék csak a nagy piacok árnyékában létezhetnek, jobbra csökkenő tendenciát mutató forgalommal és kapitalizációval. A „lemaradó” országokban is bankok által vezérelt közvetítést találunk, de e bankok még kevésbé képesek pénzügyi közvetítőként működni, hiszen a portfóliójuk jelentős része rossz hitel, a felügyeleti intézmények gyengék. Tőkepiac nincs, vagy annak nem nevezhető képződményeket találunk. Így az alapvető intézmények kialakulásához a megfelelő ösztönzők létrehozására lenne szükség, mely a gyökeres reformok mellett szemléletmódbeli változást is igényel. Sajnos az EU csatlakozás ezekben az országokban csak részben valós távlati cél, mely alkalmas lenne e reformok kikényszeríthetővé tételére, ahogy ezt az élenjárók példája bizonyította is.

Ismét visszautalva az első fejezetre láttuk, hogy a gazdasági fejlődés későbbi szakaszaiban a tőkepiac a pénzügyi közvetítés egyes funkcióit hatékonyabban képes ellátni. Így az 1990-es évek elején elvileg jogosan fogalmazódott meg az igény arra, hogy talán egy speciális pénzügyi infrastruktúra kiépítésével a fejlődés bizonyos szakaszai felgyorsíthatóak, sőt átugorhatóak. Technológiai oldalról ez igaznak is bizonyult: az ATM-ek elterjedése, majd az Internet-banking térhódítása segítette/segíti a pénzügyi szolgáltatások beépülését a piaci szereplők életébe. A pénzügyi közvetítés alapvető funkcióinak hiánya azonban – ahogy arra már korábban utaltam – nem tette lehetővé a pénzügyi közvetítés mélyülésének segítségével történő gyorsított gazdasági konvergenciát. Sőt, ami a pénzügyi infrastruktúra szerepét és fejlődését illeti, nemcsak hogy nem közeledtek ezek az országok a fejlettekhez, hanem egyenesen távolodtak az elmúlt 15 évben¹⁰³. Az érvelés logikáját megfordítva éppen az bizonyítja az intézményi környezet kiépítési folyamatának determináltságát, hogy bár a rendszerváltó országok között számos

¹⁰² A 4. fejezetben ezzel átfogóan foglalkozom.

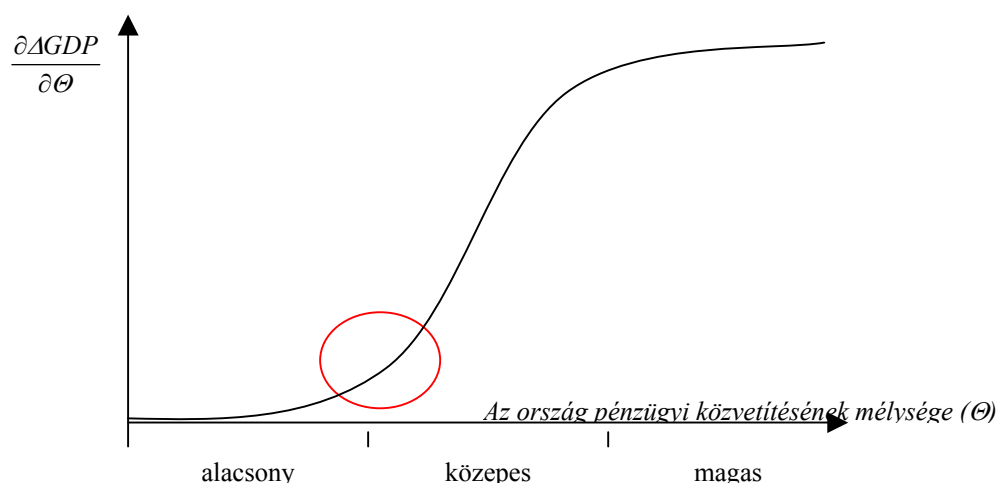
¹⁰³ Lásd erről Antal [2004] 188-191.o.

típusú és kombinációjú pénzügyi rendszer kiépítésére történt kísérlet, ennek ellenére azonos architektúra jött létre.

Berglöf-Bolton [2002] szerint is a bankok által vezérelt szakasz elkerülhetetlen a gazdasági átalakulás folyamatában, és a tőkepiacok erőltetett növekedése elhamarkodott volt néhány országban. Levine [2002] azonban arra is rámutat, hogy a pénzügyi közvetítés mélysége és a gazdasági növekedés közti összefüggés sokkal erősebb egy vegyes rendszerben, mint a tőkepiacot nélkülöző periódusokban.

Emlékezzünk vissza arra amit az első fejezet végén kiemeltem: a pénzügyi közvetítés mélysége és a gazdasági növekedés közötti kapcsolat nem lineáris (**1. tézis**). A 5. ábrát itt újra bemutatom (16. ábra).

16. ábra: Kapcsolat a pénzügyi közvetítés mélysége és a pénzügyi közvetítés gazdasági növekedésre gyakorolt hatása között



Forrás: saját konstrukció

Jelölések: a pénzügyi közvetítés fejlettségének mértékét Θ -val, a gazdasági növekedést ΔGDP -vel jelöltem.

Mérő [2004a, 2004b] ugyanakkor azt bizonyítja, hogy a térség országaiban¹⁰⁴ a pénzügyi közvetítés mélysége jelenleg az alacsony és közepes jövedelmű országok határán helyezkedik el.

Láthatóan ez azt jelenti, hogy a térség országai közelednek a fejlődés azon szakaszához, amikor a pénzügyi közvetítés mélységének növelésével annak hatása a

¹⁰⁴ A szerző konkrétan Magyarország, Csehország és Lengyelország esetét vizsgálja.

gazdasági növekedésre felgyorsítható. Ez az, ami korábban nem volt megvalósítható, el kellett érni az intézményi fejlettség egy meghatározott szintjét. Az előnyök kihasználásához ugyanakkor további ösztönzőket kell kialakítani. Elfogadva az első fejezetben bemutatott okságot a pénzügyi közvetítés adott szintje és a gazdaság későbbi növekedése között, a jelenlegi helyzetenél lényegesen fejlettebb pénzügyi közvetítőrendszert kell létrehozni az előnyök valós realizálásához.

A konkrét kérdés tehát az, hogy mely reformok, és intézmények további fejlesztése gyorsíthatja meg a pénzügyi intézmények fejlődését. A korábbiak alapján kézenfekvő – az empirikusan is bizonyított – kapcsolat kihasználása a befektetők jogainak védelme és a pénzügyi fejlődés között. Természetesen az EU-hoz csatlakozó országok jogharmonizációja ezt elő is segíti.

A FOLYAMAT ÁLTALÁNOSÍTÁSA

Állításom, hogy szükségszerűen kell a gazdasági fejlettség első/korai szakaszában a bankrendszernek dominálnia a tőkepiacokkal szemben¹⁰⁵. Ezt három lépésben igazolom: Először áttekintem, összegzem a vonatkozó empirikus munkák következtetéseit. Ezt követően megnézem a két rendszer intézményei működésének logikáját. Végül megvizsgálom, hogy a külső hatások, különös tekintettel a pénzügyi globalizációra, miként erősítik a folyamatot.

Talán a leginkább meggyőző érveket, az empirikus munkák rövid áttekintésével nyújthatom. Itt ugyanis olyan a pénzügyi és reálszférát összekötő erőteljes összefüggéseket mutathatok be, melyeket egymástól függetlenül bizonyítottak és összekapcsolva egyértelműen alátámasztják állításomat:

- I. Elsőként Jayaratne és Strahan [1996], majd más kontextusban Guiso és szerzőtársai [2004] bizonyította, hogy a helyi, lokális pénzügyi közvetítés jelentősen befolyásolja a gazdasági növekedést¹⁰⁶, de ez a hatás csak a kis és közepes vállalatok növekedését befolyásolja szignifikánsan pozitívan. Mindkét

¹⁰⁵ Hasonló következtetésre jutott más oldalról közelítve Csaba [1994] már jó egy évtizede.

¹⁰⁶ Jayaratne és Strahan [1996] 1976-1991-ig terjedő periódust vizsgált, így munkájuk a pénzügyi globalizáció hatását csak korlátozottan tükrözi. Guiso-Sapienza-Zingales [2004] munkája azonban minden kétséget eloszlatva bizonyítja, hogy bár a központi tőkepiacok szerepe és hatása feltartóztathatatlan, a helyi pénzügyi közvetítés továbbra is alapvető fontosságú.

tanulmány csak a banki közvetítés mélyülését tudta vizsgálni, előbbi a szerzők kérdésfeltevésének logikájából, utóbbi a vizsgált adatok tulajdonságából adódóan.

- II. Beck [2003] megmutatja, hogy ha egy ország fejlettebb pénzügyi közvetítéssel rendelkezik, akkor az inkább külső finanszírozás-igényes iparágak nagyobb exportrészesedéssel bírnak, mert a világpiacon hatékonyabban képesek komparatív előnyökre szert tenni.
- III. Carlin és Meyer [2003] 1970 és 1995 közötti időszakra vizsgált 27 iparágat 20 OECD országban. Azt találták, hogy a fejlettebb számviteli standardokat alkalmazó országokban a hitellel történő finanszírozást dominálja a saját tőkével történő. Vagyis a közzétételi szigor növekedésével a banki pénzügyi közvetítés mélysége csökken, a tőkepiacé nő. E szabály alól néhány olyan ország képez csak kivételeket, ahol mindkét típusú rendszer fejlett.
- IV. Carlin és Meyer [2003] tanulmánya az előzőek mellett arra is rámutat, hogy a fejlettebb pénzügyi közvetítéssel rendelkező országokban a banki forrásokkal finanszírozott vállalatok ceteris paribus lassabban növekszenek, mert a nagyobb K+F tevékenységet folytató iparágak finanszírozásában a tőkepiac kap meghatározó szerepet. A banki finanszírozást választó vállalatok csak az alacsonyabb jövedelmű (egy főre jutó GDP) országokban növekednek gyorsabban.
- V. Utóbbi – Rajan és Zingales [2001] szerint – összefügg azzal, hogy a tárgyi eszközök hitelfedezetet biztosíthatnak, tehát a nagy tárgyi eszköz állománnyal működő cégek számára olcsóbb lehet az idegen tőke bevonása. Más oldalról, ha a tőkepiacról a vállalat nem tud forrást bevonni (mert pl. az alulfejlett, vagy belépési korlátokba ütközik), akkor eszközoldala azért is torzulhat, hogy – a magasabb tárgyi eszköz arány segítségével – megfelelően a banki finanszírozás által megkövetelt fedezetnek. Azaz egyes iparágak, a funkcióit betölteni képes tőkepiac nélkül nem képesek – immateriális javakikat növelendő – csökkenteni tárgyi eszközeik állományát. Különösen a K+F tevékenység finanszírozása lehet problematikus, így a szellemi tőkébe való beruházás elégtelensége csökkentheti az optimális növekedési rátát mikro és makroszinten egyaránt.

- VI. A fenti érvelés logikájának egy másik aspektusa, hogy bizonyos iparágak komparatív előnye függ a pénzügyi közvetítőrendszer típusától. Azokon a piacokon, ahol a fizikai tőke igényes iparágak élveznek előnyt, a banki finanszírozás optimális. Fejlett pénzügyi infrastruktúra esetén a szellemi tőkének prioritást adó ágazatok lesznek komparatív finanszírozási előnyben. Ez egyrészt (számos más mellett) egy lehetséges magyarázat az országok közötti munkamegosztás kialakulására¹⁰⁷, másrészt arra is, hogy egyes iparágak miért nőnek sokkal jobban az intézményi fejlődés egyes periódusaiban.
- VII. La Porta és szerzőtársai [1998] munkája igazolja a kapcsolatot a befektetők jogainak védelme és a pénzügyi közvetítés mélysége között. Bár a jogrendszer erőssége nem magyarázza az egyik, illetve másik típusú pénzügyi közvetítés kialakulását, de a befektetővédelmi szabályozás kikényszeríthetőségének erőssége pozitívan korrelál a tőkepiac mélyülésével.

5. táblázat: Bank és tőkepiac a különböző hatástényezők függvényében

	A pénzügyi közvetítés mélyülése		Vizsgálta
	Bankok által vezérelt	Piac által vezérelt	
A gazdasági növekedés	+	+	King-Levine [1993], Jayaratne és Strahan [1996], Rajan-Zingales [1998], stb.
A termékek nemzetközi kereskedelmében elérhető komparatív előnyök	+	+	Beck [2003]
Az infláció nagysága és növekedése	–	–	Rousseau és Wachtel [2002]
A kis és közepes vállalkozások növekedése	++	+	Rajan-Zingales [2001]
A nagyvállalatok növekedése	+	++	Rajan-Zingales [2001]
A fizikai tőkeigényes iparágak dominanciája	++	+	Rajan-Zingales [2001], Carlin és Meyer [2003]
A szellemi tőkeigényes iparágak növekedése	+	++	Rajan-Zingales [2001], Carlin és Meyer [2003]
Az információközzététel szigora, számviteli standardok átvétele	–	+	Carlin és Meyer [2003]
A befektetői jogok védelme	+	++	La Porta és szerzőtársai [1998]

Forrás: saját összeállítás

¹⁰⁷ Ha dinamizáljuk a folyamatot, akkor úgy tűnhet, hogy a fizikai tőkeigényes iparágak komparatív előnye csak ideiglenes, addig tart amíg a pénzügyi közvetítés el nem ér egy meghatározott fejlettségi szintet. Ez azonban nem így van, melyre később visszatérek.

A pénzügyi közvetítés dichotómiáját megtartva a fent kifejtett mérési eredményeket – és néhány kapcsolódó munkát – összegzem az 5. táblázatban (a teljesség igénye nélkül):

Érdemes lenne megnézni, hogy az egy irányba mutató változók közül melyik hatása a legerősebb *ceteris paribus*. Sajnos azonban a fenti méréseket eltérő típusú adatokra, jelentősen eltérő periódusra, különböző országokra végezték el, mely az ilyen típusú szintézist nem teszi lehetővé.

A táblázatot megvizsgálva látható, hogy a bankrendszer éppen azon tényezőkkel korrelál jobban, melyek inkább a feltörekvő (és ezen belül az átalakuló) országok sajátjai. Ez azonban csak azt igazolja, hogy a bankok által vezérelt pénzügyi közvetítés kialakulása szükségszerű, de a rendszer homogenizálódását nem. Ehhez további vizsgálatokra van szükségünk, ezért nézzük meg a pénzügyi közvetítés két alarendszerének (a kapcsolatorientált vagy bankok által vezérelt és piacorientált tőkepiac által vezérelt) egymáshoz viszonyított előnyeit és hátrányait.

Rajan és Zingales [2001] érvelése szerint a bankok által vezérelt rendszer előnye, hogy közvetlen kapcsolatot alakít ki a bank és a finanszírozott vállalat között. Az összefonódás biztosítja azt a kontrollt, mely kikényszeríti a hitelfelvevő hatékony működését, legalábbis oly mértékben, hogy az legalább a külső érintetteknek járó pénzáramlásokat fizesse vissza. Ez a kapcsolat lehet szorosabb, vagy kevésbé szoros (implicit vagy explicit tulajdonlás), de mindenképpen valamilyen erőfölényt biztosít a vállalat által megtermelt pénzáramlásokra¹⁰⁸. Az erőfölény kiterjed arra is, hogy a bank korlátozza a vállalat finanszírozásába való új belépők lehetőségeit. Ennek módja vagy eleve jogszabályban, társasági szerződésben/alapszabályban rögzített, vagy ennek hiányában (illetve e mellett) az átláthatóság csökkentésén keresztül jut érvényre. Ez utóbbi ugyanis az új belépő – egy potenciális finanszírozó – számára olyan többlet információs költségeket jelent, mely nem kifizetődő számára, hiszen az, éppen a belépéssel kapcsolatos döntés által, azonnal elvesztené információs előnyét. Az angolszász, piac által vezérelt rendszerben a transzparencia lényegesen nagyobb. Ennek oka, hogy a befektetővédelmi jogszabályok fejlettsége nem teszi

¹⁰⁸ Ez egyébként az ún. *struktúra – magatartás – teljesítmény* (*structure – conduct – performance, SCP*) hipotézisből is következik, mely szerint a koncentrált bankstruktúra piaci erőfölénnyé alakul, mely oligopolisztikus járadék elsajátítását teszi lehetővé.

indokolttá a belépés más típusú korlátozását, hiszen az átláthatóság biztosítja azt, hogy a kapcsolatok erősségére ne legyen szükség ahhoz, hogy a forrást biztosító valóban hozzájusson az őt megillető pénzáramlásokhoz. A kétféle rendszerben éppen a bizalom különböző szintje az alapvető különbség. Játékelméleti oldalról közelítve az ismétlődő játék kényszeríti ki a helyes magatartást, és erősíti a piacorientált rendszer létrejöttét. Változó, bizonytalan intézményi környezetben azonban a jövőbeli játékok nem bírnak olyan kényszerítő erővel, hogy a bank-vállalat kapcsolat hiányában biztosítsák a megbízhatóságot. Ez szintén a bankok által vezérelt rendszer létrejöttének kedvez.

A kapcsolatorientált rendszer létrejöttének magyarázatához a szerződéses vállalatelméletekhez hasonló összefüggést is találhatunk: Számos esetben a szerződések formalizálásának tranzakciós költsége túl magas, mely a vállalaton belüli tranzakciókhoz, mint hatékony intézmény kialakulásához vezet¹⁰⁹. Ugyanakkor speciális esetben – homogén termék és szabványosított körülmények között – mégis létrejöhet a piac (lásd tőzsdei parkett), ha a volumen és a standardizáció miatt az ügylet tranzakciós költsége alacsonyan tartható.

A bank-vállalat összefonódás a múltbeli közös tranzakciók, vagy a résztulajdonlás miatt nagyon erős is lehet. A bank éppen ezért nem csak a cég jelenlegi adósságszolgálati képességét veszi figyelembe, hanem annak hosszú távú alakulását is. Ez utóbbira a banknak számos, a szerződésen kívüli hatása, kikényszerítő ereje is van, pl. a többletforrás vagy a bankgarancia vállalás megtagadása, vagy a magasabb kamatláb melletti hitel-továbbgörgetés fenyegetése¹¹⁰. Ugyanakkor éppen ez a szoros kapcsolat jelent előnyt, pl. az egyedi feltételek mellett kihelyezett hitelek esetében.

A piac által vezérelt rendszerben a nyilvánosság biztosítása által a vállalat sokkal szélesebb befektetői réteget ér el. Az itt felvett adósság azonban konkrét időszakra szól és mindig kompetitív (a piac által árazott) lesz, hogy kompenzálja a hitel biztosítóját az időért és a vállalt kockázatért.

¹⁰⁹ Ahogy ezt Coase [1937] megmutatta, ez az egyik fő magyarázata a vállalatok létrejöttének.

¹¹⁰ Ez szintén alátámasztja azt, amit Rajan [1992] mutatott meg, hogy a bank-vállalat hosszú távú kapcsolat a vállalat számára túlságosan költséges, ezért jobban jár, ha bankkapcsolatait diverzifikálja! Hasonló megállapításra jutott 250 nyilvánosan kereskedett vállalat 1980-1990 közötti adatait használva Houston és James [1996] is, szerintük a magas piaci érték/könyv szerinti érték hányadossal rendelkező vállalatok igyekeztek elkerülni az egy banktól való függés kialakulását, nehogy az visszaéljen a kialakult függőségi viszonytal és az eszközök illikviditására hivatkozva túlárassa hiteleit. Ez alól jelent kivételt és egyben magyarázza is a jelenséget, amikor a nagyvállalatok saját vállalati bankot hoznak létre.

A verseny korlátozása, mely a kapcsolatorientált rendszer logikájából adódódik, együttműködésre is készíti a vállalatot. Vagyis a túl szoros bankkapcsolat önmagát erősítő folyamat. Ennek legközismertebb példája a japán keiretsu, ahol a bank nem csak finanszíroz, hanem pozitívan befolyásolja a vállalat reáltevékenységét garanciavállalással, tanácsadásokkal. Dekonjunktúra idején ennek stabilizáló hatását élvezheti a vállalat, azonban fellendüléskor ezt kompenzálnia kell, mely esetben a bankot éppen az összefonódás erőssége, a „hatalmi” viszony védi meg attól, hogy a vállalat a piac segítségével lecserélje hiteleit. Ez azonban azt is jelenti, hogy kapcsolatorientált rendszerben a tranzakciók gyakran elszakadnak a valós árjelzésektől. A döntéseket nem a piaci tranzakciók alternatíva-költsége, hanem az alkufolyamatban erősebb pozícióval rendelkező fél határozza meg. Mindezek következtében a bank erőfölényétől függően a tranzakció ára jelentősen eltérhet a kockázat piaci árától. Ez azonban nem jelenti, hogy a kapcsolatorientált rendszer minden esetben rossz befektetési döntéshez vezetne. Míg a piacvezérelt rendszerben az árazás hatékony, és a nettó jelenérték szabály alapján történik, addig a másik rendszerben ez kibővül, melyet opciós megközelítésben is értelmezhetünk. A valós kérdés tehát az opciók helyes árazása. Ha az jól történik, akkor hatékony a kapcsolatorientált rendszer, ha azonban ezek az opciók valamelyik fél erőfölénye miatt alul, vagy túlárazottak, akkor a beruházási döntés torzul, és ebben az esetben a rendszer nem vezet hatékony erőforrás allokációhoz.

Előfordulhat például az az eset, hogy az idegen tőke költsége rövid távon felülmúlja a vállalat fizetési képességét, hacsak az nem fog valamilyen magasabb várható hozamot biztosító tevékenységbe. Ez azonban a magasabb kockázat miatt akár negatív nettó jelenértékű is lehet, így a vállalat értéket rombolna. A piac által vezérelt rendszerben a forrást rendelkezésre bocsátó fél hosszú távon csak jelentősen magasabb költségek, pl. magas likviditási prémium mellett lenne képes biztosítani a tőkét, cserébe a vállalt kockázatért és azért, hogy a rövid távú veszteségeit kompenzálhassa. Vagyis a vállalat sokkal inkább törekennyé válik egy versenyintenzív környezetben. A bankok által vezérelt rendszerben a kapcsolat szorossága miatt a bank képes kiírni olyan opciót, mely a vállalat kevésbé stabil helyzetében piaci szint alatt biztosít forrást, melyet később, hosszú távon kompenzál. E rendszerben a bank relatív ereje miatt ezt képes is érvényesíteni. Rajon

és Zingales [2001] utalnak arra, hogy minél koncentráltabb a bankok piaca, azaz minél erősebb a bankok alkupozíciója, annál több ilyen opciót írnak ki, mely nemcsak időben (ahogy láttuk egy vállalat számára rövid távon alacsonyabb, majd később magasabb költséggel nyújtanak hitelt) történik, hanem az előbbivel nyilvánvaló összefüggésben a vállalatok között is. Az érettebb vállalatok relatíve (kockázatukhoz képest) magasabb, míg az új, kisvállalatok a piachoz képest alacsonyabb költséggel juthatnak forrásokhoz. Ez pedig éppen a növekedési potenciállal rendelkező új, frissen alapított vállalatoknak kedvezhet, melynek kulcsszerepe van a gazdasági növekedés szempontjából. A kapcsolatorientált rendszer legfőbb előnye tehát, hogy pozíciójából adódóan képes létrehozni egy átváltást (trade-off) mind időben, mind a vállalatok között, sőt vélhetően ágazati szinten is a jelenbeli relatív veszteségek és a jövőbeli hasznok között. Ennek áldásos hatásai miatt gyorsul a gazdasági növekedés és stabilitást is biztosít¹¹¹. Ugyanakkor éppen az erőfölény az, amely a rendszer számos problémáját, torzító hatását megkerülhetetlenné teszi. Röviden ezeket részletezem az alábbiakban:

I. Az árjelzések mellőzése

Az árjelzések részleges figyelmen kívül hagyása negatív kör kialakulását hozza létre. Ha ugyanis a befektetési döntéseket nem ez vezérli, akkor az árrendszer nem töltheti be a hayeki „felfedező folyamat” szerepét, vagyis egyre kevesebb információt hordozva nem nyújt támpontot más döntések meghozatalához. Bár a piacorientált rendszerben is létrejönnek hibás árjelzések, pl. az ügynöki költségek miatt, de ahogy azt bemutattam a harmadik fejezetben, ott létrejön a korrekciós mechanizmus, mely segíti a helyes döntéshozatalt. Kapcsolatorientált rendszerben azonban, mivel az árak nem jelzik az eltérést, nem is jöhet létre a korrekciós folyamat.

Az árjelzések hiánya tükröződhet akkor, ha a vállalat pénztermelő és beruházó képessége jelentősen eltér egymástól. Ennek alapvető példája – ahogy azt korábban láttuk – a monobankrendszer által menedzselte monetáris többlet volt, de természetesen a jelenség nem koncentrálik a tervgazdaságokra. Japánban a nyolcvanas évektől az erős és jelentős

¹¹¹ Vegyük észre, hogy ez éppen a pénzügyi közvetítés harmadik fejezetben leírt intertemporális kockázatmegosztási funkciója.

bankkapcsolatokkal rendelkező vállalatok működési cash-flow-juk csökkenése ellenére növelték beruházásaikat. A bankoktól felvett hitelek által növekvő finanszírozási cash-flow segítségével (hosszabb vagy rövidebb időre) függetleníteni tudták magukat saját pénztermelő képességüktől. Azzal, hogy ebben a bankok aktív résztvevők voltak, támogatták a vállalat vezetőit abban, hogy többnyire értéket romboló beruházásokat hajtsanak végre. Valós árjelzések mellett ez a piacon a vállalat felvásárlásához, a menedzsment lecseréléséhez vezetett volna. Így viszont nem jöhetett létre a korrekciós mechanizmus.

Amennyiben a kapcsolatorientált rendszerben a vállalatnak könnyebb addicionális forrásokhoz jutnia, a cég alapvető ösztönzőjét veszti: a működési pénzáramlás növelésének kényszerét. Vegyük észre a párhuzamot a „puha költségvetési korlát” jelenségével, amely szintén a hatékonyság csökkenéséhez vezetett.

Az allokációs hatékonyság torzulásának találó példáját mutatja be Mørck és Nakamura [1999]: 1992-ig a japán bankok pozíciói az amerikai ingatlanpiacon jelentősen nőttek. Amikor azonban a japán ingatlanárak esni kezdtek, külföldi pozícióikat felszámolva a hazai piacon fektettek be, az azonban tovább zuhant. Ahelyett, hogy veszteséges pozícióikat felszámolták (visszavágták) volna, egyre inkább itt kötelezték el magukat, támogatva veszteséges hazai kapcsolataikat. A kapcsolatorientált rendszerben tehát az árjelzések figyelmen kívül hagyásával a japán vállalatok alapvetően irracionális befektetési döntéseket hoztak, míg a bankok – betéteseik pénzét nem hatékonyan felhasználva – támogatták ezt.

La Porta és szerzőtársai [2003] Mexikó példáján mutatja be, hogy egyes családok köré épülő csoportok kezén lévő bankok miként térítik el a teljes kihelyezések közel 20%-át a csoporton belüli érdekeltégek finanszírozására – átlagosan 4,15 százalékponttal olcsóbban –, függetlenül azok hitelességétől. A szerzők úgy találták, hogy e források átlagosan 33%-kal kisebb valószínűséggel lettek visszafizetve.

Laeven [2001] azt mutatta meg, hogy az orosz bankok saját bennfentes csoportjaikat annak ellenére finanszírozták, hogy azok 71%-ban fizetéseképtelenné váltak.

Végül érdemes még megemlíteni Dinç [2005] munkáját, aki bizonyította, hogy – az USA-n kívül – a választások évében az állami tulajdonú bankok hitelezése szignifikánsan magasabb volt (átlagosan a GDP 0,5%-ával). Ebből pedig a levezeti a politikai csoportok és a bankrendszer összefonódását, és az ebből adódó forrásallokáció torzulást.

II. Specifikus tudás és illikviditás

Mivel a vállalattal kapcsolatos információk koncentráltak a bankok által vezérelt rendszerben, ezért a forrást biztosító specifikus tudással rendelkezik. Kihasnálva a specifikus tudásból adódó finanszírozási ráutaltságot, valamint hogy nyilvános információk hiányában a vállalat pénzügyi eszközei illikvidek, a bank túlárázhatja hiteleit. Ez egy sajátos viszontbiztosítást hoz létre hiszen a vállalatnak csak magas tranzakciós költségek mellett van módja új finanszírozási forrást találni. Az „erőfölénnyel” való visszaélés mellett, további kockázatokat jelent a vállalat számára a tőkét biztosító instabilitása, annak működési problémái esetén csak magas tranzakciós költségek mellett tudja forrásait mással helyettesíteni.

III. Végül a két rendszer alapvető különbsége a koordinációs mechanizmus szintjében van. Éppen azért koncentrált az információ a kapcsolatorientált rendszerben, mert a tökéletesen szétszórt tudást a bankrendszer által végzett koordináció nem képes olyan hatékonyan feldolgozni, mint a piac. Ezen a ponton arra is magyarázatot kapunk, hogy a sok immateriális eszközzel rendelkező vállalat számára miért jelent komparatív előnyt a piac által vezérelt rendszer. A nem kézzelfogható szellemi tőke, az innováció olyan mértékű új információ feldolgozását igényli, melyet a bank kevésbé hatékonyan képes megvalósítani, mint a piac.

6. táblázat: A bankrendszer és a tőkepiac hatékonysága az egyes iparágak finanszírozásában

A kapcsolatorientált rendszer előnyei a hagyományos iparágakban	A piac által vezérelt rendszer előnyei a szellemi tőke igényes új iparágakban
Kisebb az absztrakció foka, könnyebb a félreárazás elkerülése árjelzések nélkül is	Nagyobb az absztrakció, szükség van a valós árjelzésekre
Árjelzések nélkül is hozható döntés, mert vannak historikus adatok	Árjelzések nélkül nem hozható döntés, mert nincs, vagy nincs elég historikus adat
Az iparág profitálni képes a banki összefonódásból adódó opciók lehívásából	A finanszírozó oldaláról nincs szükség specifikus tudásra a források biztosításához, mert a piacon szétszórt tudás hasznosulni tud
A tárgyi eszközök felhasználhatóak a források fedezeteként	
A kapcsolatorientált rendszer hátrányai a szellemi tőke igényes új iparágakban	A piac által vezérelt rendszer hátrányai a hagyományos iparágakban
Valós árjelzések nélkül az ismeretlen változók nem becsülhetők, ezért a bank hajlamos lesz magasabb járadékot elsajátítani	Hatékony működéséhez stabil intézményrendszer kialakulására van szükség
A növekedésben kulcsszerepet játszó immateriális javak (pl. K+F) finanszírozásának gátat szab a fedezetigény és a bank információ feldolgozó képessége	Kompetitív árak, speciális „kapcsolati” opciók hiánya

Forrás: saját összeállítás

Azaz az információ koncentráció valós korláttá válik a kapcsolatorientált rendszerben, így a tőkepiac komparatív előnyökkel bír a komplexebb iparágakban. Ezt támasztja alá Houston és James [1996] munkája is, akik megmutatták, hogy a magas piaci érték / könyv szerinti érték hányadossal rendelkező vállalatok közül azok, melyek csak egy bankkal álltak kapcsolatban, kevesebb hitelhez jutottak¹¹².

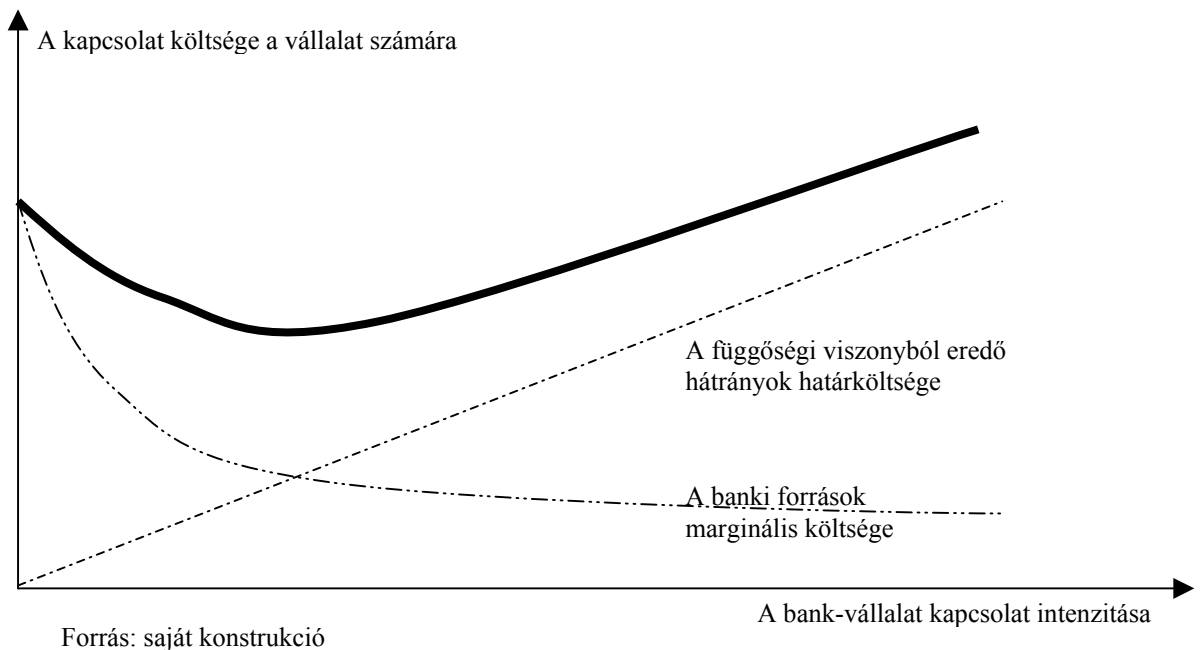
A fentiekből adódó konklúzió az, hogy a vállalat-bank kapcsolat erősségének van egy optimuma, hiszen – amint azt az előzőknél láttuk – a bank a vállalat számára implicit biztosítékokat nyújt, tanácsadási tevékenységet folytat, és a céggel kapcsolatos egyre több információhoz jutva egyre olcsóbb forrást biztosít, ugyanakkor fokozódnak az erőfölénnyel való visszaélés költségei.

Bár a 6. táblázat azt sugallja, hogy a piac számos esetben hatékonyabb, mint a bankrendszer, hiszen legfőbb előnye az ármechanizmus koordinációja a valós árjelzéseken keresztül, a 17. ábra igazolja, hogy mégsem dominálja azt, még akkor sem, ha az egyik alapvető különbséget, azaz az egyéb intézményi tényezőket

¹¹² Tegyük hozzá édesen ezt az eredményt óvatosan kezelni, hisz Houston és James [1996] cikke 1990-ig terjedő adatokat használt, melynek mai relevanciája megkérdőjelezhető.

figyelman kívül hagyjuk. A 17. ábra ugyanis azt mutatja, hogy (függetlenül az adott ország intézményi fejlettségétől) a banki kapcsolatnak van optimuma és az nem sarokmegoldás, azaz a piaci és a kapcsolatorientált rendszer együtt értelmes és hatékony. Többek között ez is magyarázza a pénzügyi rendszerek diverzitásának fennmaradását¹¹³.

17. ábra: A bank-vállalat kapcsolat optimuma



Bár a jogrendszer, a fiskális és monetáris stabilitás és más alapvető intézmények mellett a piac hatékonyabb, mint a kapcsolati hálók rendszere, mégis bizonyos háttérre ahhoz is szükség van, hogy a kapcsolatok koordinációja életképes legyen. Ahogy azt korábban megmutattam, éppen azok az országok voltak képesek kialakítani a pénzügyi közvetítés alapvető intézményeit, amelyeknél ez a konszolidáció végbement. És éppen ilyen környezetben vált hatékonyabb rendszerré a bankok által vezérelt pénzügyi közvetítés.

¹¹³ Monnet-Quintin [2005] modellje ezt annyiban támasztja alá, hogy megmutatják, hogy a korábban kialakult finanszírozási csatornák módosításának költsége nem függ a gazdaság fundamentumainak változásától, vagyis a történelem magyarázatot tud adni a pénzügyi intézmények diverzitására.

Meg kell említenem, hogy vizsgálatunk kettősségét feloldva természetesen van olyan forma, nevezetesen a kockázati tőkefinanszírozás, mely képes a kapcsolatorientált rendszer előnyeit megőrizni anélkül, hogy hátrányát is átvegye: a felek „közelsége” itt is megteremti a hatékony kontrollt, mégsem alakul ki az az erőfölény, mely elnyomná az árjelzések dominanciáját. A finanszírozónak alapvető érdeke a likviditás fenntartása, hiszen fő célja, hogy minél magasabb hozam mellett időben ki tudjon szállni a projektből. A kockázati tőkés gazdasági szerepe, hozzáadott értéke éppen az, hogy felkészíti a vállalatot a piaci finanszírozásra. Így például a rugalmas vállalatirányítás kialakítása kulcskérdés, hiszen egy alapító cégvezető eltávolítása mindig nehézkes, mely a piaci kontrollmechanizmus alapvető gátja lehet. A kockázati tőke tehát éppen abban érdekelt, hogy független menedzsmentet, átlátható működést, piaci standardokat valósítson meg, mely megkönnyíti a felvásárlást egy szakmai befektető számára. Mivel rendkívül fontos a kiszállási ár, hangsúlyossá válik a jövőbeli növekedési lehetőségek jelenértékének maximalizálása, vagyis a kockázati tőkésnek nem érdeke korlátozni a K+F tevékenységet és az innovációt, ellentétben a kapcsolatorientált rendszerrel, ahol a várható járadék így maximalizálható. A kockázati tőke gazdasági funkciójának betöltését két tényező is ösztönzi. Egyrészt az a többlet, mely a jelenleg finanszírozott (A) vállalat hosszú távú működtetéséből származó (a kockázati tőkést illető) pénzáramlások jelenértéke (V_p^A) és – az eladáskor – egy stratégiai befektető által fizetett összeg (V_s^A) különbsége. Másrészt az így visszakapott tőkéből a következő vállalatba (B) történő beruházás összege (V_0^B) és annak (piaci alapú finanszírozásra alkalmassá tétele utáni) értéke (V_p^B) egy pénzügyi befektető számára. Képletszerűen:

$$(V_s^A - V_p^A) + (V_p^B - V_0^B) + \varepsilon, \quad (6)$$

Ahhoz, hogy nyilvánvalóvá tegyem a fenti állítást, talán meg kell magyaráznom, hogy

- a. Miért nem játszik szerepet V_0^A , vagyis az első (A) vállalat bekerülési értéke? Ennek nyilvánvaló oka, hogy az elsüllyedt költség (sunk cost), így a jövőbeli értékesítést és a vállalat átalakítási folyamatát nem érinti.
- b. Miért nem releváns V_s^B , azaz a következő (B) vállalatért ténylegesen kapott ár? Ennek oka, hogy ez már a B vállalatból való kilépést ösztönzi, az A vállalat értékesítését közvetve nem, így azt a rezidum (ε), a jövőbeli ösztönzők aggregált változója tartalmazza.

- c. Miért kell a következő (B) vállalattal külön foglalkozni, az miért nem a maradéktag része? A kockázati tőkés ebből a szempontból hasonlít az osztrák iskola vállalkozójához, így tevékenységét az új lehetőség felfedezése mozgatja, vagyis az A vállalatból való mielőbbi kiszállást motiválja a B vállalat felvásárlása, annak értékesítését pedig C és így tovább.

Nagyon lényeges volt szétválasztanunk az ösztönzőt erre a két komponensre, hiszen mindkettő, egymástól függetlenül közrejátszik abban, hogy a kockázati tőkésnek ne legyen érdeke a kapcsolatorientált rendszerre jellemző erőfölényt kialakítania. Ha nincs B vállalat, de az A vállalat értékesíthető olyan stratégiai befektetőnek, aki a szinergiahatások miatt képes annak értékét tovább növelni ($V_s^A > V_p^A$), akkor éppúgy kiszáll a kockázati tőkét biztosító, mintha nem lenne stratégiai befektető, de a B vállalat átvételével extraprofit realizálható ($V_p^B > V_0^B$).

Amennyiben nincs stratégiai befektető, és nincs B vállalat sem, akkor a kockázati befektető tevékenysége is átalakulhat, melyre számos példát mutatott az átmeneti országok gyakorlata: számos kis és közepes méretű állami vállalatot értékesítettek, majd reorganizáltak, amíg volt erre lehetőség, azaz volt újabb felvásárlási célpont. Ezt követően a kockázati tőkések egy része keletebbre keresett lehetőségeket, mások vállalták a legkésőbb átszervezett vállalatuk hosszú távú finanszírozását, de olyanok is akadtak, akik kivonultak a közvetlen vállalatfinanszírozás területéről.

Ez utóbbi folyamat támasztja alá a kockázati tőke fontos szerepét az átalakuló gazdaságokban, melyre az előző fejezetben is utaltam.

A fent vázolt ösztönzőrendszer tehát elősegíti a transzparenciát, a likviditás fenntartását és az információs monopóliumok lebontását, melyek együtt járnak az árjelzések hatékonyságának növekedésével is.

Bár tudjuk, hogy ez a típusú finanszírozás a fejlett országokban is életképes, elsősorban az új nagy kockázatú ágazatokban, azaz nem csak átmeneti jelentőségű, mégis a feltörekvő országokban, és különösen a rendszerváltozás során e tevékenység a gazdaság szinte összes iparágában releváns, majd – belső logikájából adódóan – a fejlődéssel párhuzamosan befolyása fokozatosan szűkül.

Visszatérve a pénzügyi közvetítés szerepéhez, még egy alapvető kérdést, a kockázatallokációjának kérdését kell tisztáznom. Ezen a ponton jutottunk el ugyanis oda, hogy már megvizsgáltuk a bankrendszer primátusának okát a vizsgált országokban,

de a kört még nem zárható be anélkül, hogy felfednénk a külföldi bankok térnyerésének legfőbb okait¹¹⁴ – jóllehet néhány érvet emellett az átmeneti gazdaságú országok esetében már bemutatam. Ilyenek a tőkeinjekciók, a tudástranszfer, a kockázatkezelő rendszerek alkalmazása és a jó hírnév és imázs segítségével a bizalom megteremtése (Keren-Ofer [2003]). A legfőbb ok azonban a rendszer színű kockázat kezelésében, menedzselésében rejlik¹¹⁵. Ahogy Dimond és Rajan [2001] cikkére hivatkozva az első fejezetben bemutatam, a bankok létének egyik oka az, hogy vállalva a pénzügyi kockázatot, olyan törekeny tőkeszerkezetet alakítanak ki, mely biztosítja az egyensúlyt a befektetők likviditási igénye és az illikvid kihelyezések között. Ebből a pénzügyi kockázatból adódó várható vagyoningadozást fedezi a bank tőkéje. A feltörekvő országokban azonban a kockázatok magasabbak, a rendelkezésre álló tőke pedig alacsonyabb. A kihelyezések ebből adódó magas kockázati prémiumát, és így a közvetítőrendszer hatékonyságának csökkenését a bankok közötti verseny és az állami garanciavállalás mérsékelheti. A bankok funkcióiknak megfelelően a kockázatot szétosztják a rendszerben¹¹⁶. A bankrendszer összkockázata azonban ilyen módon – egy országon belül – nem csökkenne, tekintve, hogy minden hitelintézet hasonlóan törekeny tőkeszerkezettel működik. A kockázatok csökkentése csak akkor lehetséges, ha van olyan szereplő, aki hajlandó vállalni azt. Ha létezik jól működő tőkepiac, akkor itt ez hatékonyan megtehető, hiszen az összkockázat csökkentésére csak a piac képes¹¹⁷. Ám nem ez a helyzet a feltörekvő országokban, ahol a piac által vezérelt közvetítés eddig nem tudott meghatározó szerepet betölteni. Így itt a külföldi bankok egyik alapvető szerepe a kockázatok csökkentése azáltal, hogy:

¹¹⁴ E kérdés annál is inkább lényeges, mert nincs még egy olyan fejlődő/feltörekvő ország a világon, ahol a külföldi bankok kezében lévő eszközök aránya ilyen magas volna (Argentínában, ahol pedig magas ez az arány, mégis mindössze 50% körüli). A fejlett országok között a 30%-os külföldi arány is ritka (kivéve Új-Zélandot) (Keren-Ofer [2003]). E tény magyarázata nyilvánvalóan az a haszon, melyet mindkét fél (a befogadó ország és a külföldi bank) realizálni tud az együttműködésből.

¹¹⁵ A rendszer szintű kockázatról lásd Lublós [2003, 2005].

¹¹⁶ Fontos hangsúlyozni, hogy a kockázatkezelés nem szünteti meg a kockázatot csak „átcsomagolja”, így a kockázat csak lokálisan csökkenthető. A kockázatkezelés célja a kockázat áthárítása és nem annak eltüntetése. Ahogy arra Allen és Santomero [1997] rámutat a pénzügyi közvetítői tevékenységeken belül az utóbbi évtizedekben az információs és tranzakciós költségeket csökkentő tevékenységen túl a kockázatkezelés válik a legfontosabbá.

¹¹⁷ Azt sem szabad említés nélkül hagyni, hogy a bankok információs asszimetriájából adódó erkölcsi kockázat a prudenciális szabályozással nem szüntethető meg teljesen. Vagyis e kockázat eliminálásához csökkenteni kell a bankok tevékenységének speciális jellegét, melyre az egyes pénzügyi funkciók átvételével a tőkepiac lenne képes (Mérő [2004c]).

- i. a kockázatokat nem egy országon belül diverzifikálják,
- ii. összekötik a feltörekvő országokat a fejlett tőkepiacokkal,
- iii. a tőkéjüket külföldi anyabankok fedezik,
- iv. biztosítják a kormányzat számára, hogy a lokális krízis nem okoz teljes összeomlást, azaz nem kell a csődbe jutott bankokon segíteni,
- v. addicionális csatornát hoznak létre a külföldi tőke számára, mely a helyi válságok hatását jelentősen csillapíthatja, és
- vi. (ami talán a legjelentősebb szerepük) erősítik a helyi bankok versenyét, beindítva egy pozitív kört, mely a pénzügyi közvetítés működési hatékonyságát javítja.

Azaz elősegítik az optimális egyensúly kialakulását a feltörekvő országok bankrendszerében a verseny és a stabilitás között¹¹⁸.

Most, hogy elméleti oldalról és az empirikus tények segítségével is kiemeltem a külföldi bankok által vezértelt pénzügyi rendszer kialakulásának okait a fejlődő/feltörekvő országokban, egy kérdés tisztázása maradt még hátra. Miért homogenizálódik a rendszer? Vagy idővel létrejön a vegyes pénzügyi közvetítés, ahogy a fejlett országokban? Ez azzal a kérdéssel ekvivalens, hogy életképtelen-e a piaci pénzügyi közvetítés a feltörekvő országokban. E kérdés alapos tisztázására egy külön fejezetet szánok, ezért itt, csak röviden írom le a főbb hatásokat.

Már utaltam rá, hogy a megfelelő keretek hiányában, az alapvető intézményi háttér kialakulása és megszilárdulása nélkül a piac elveszti komparatív előnyét, melyet az ármechanizmus koordinációs funkciója biztosít a bankok által dominált rendszerhez képest. Ám ennél többet is tudunk. Azokban a fejlődő/feltörekvő országokban, ahol a piac által vezérelt pénzügyi közvetítés kialakítását erőltették, ott a tőkepiaci liberalizáció negatív hatásai messze felülmúlták a pozitívakat. Singh és Weisse [1998] megmutatta, hogy az esetek többségében az intézményrendszer nem állt a fejlettség azon fokán, hogy kézben tartsa a tőkepiaci liberalizáció folyamatát. Következtetéseik¹¹⁹ a következők voltak:

¹¹⁸ Bár a vonatkozó szakirodalom számos kockázati tényezőt is meghatároz, mára konszenzus alakult ki arra vonatkozóan, hogy a külföldi bankok működésének előnyei messze meghaladják azok veszélyeit (erről lásd például Carlson és Mitchener [2005], vagy az ECB [2005] tanulmányát).

¹¹⁹ Jóllehet a World Development nem szélsőbal nézeteket tükröző lap, ez az írás meglehetősen túldimenzionált, néhol érzelmi alapokon nyugszik. Mivel azonban a témát a következő fejezetekben sok

1. A kontroll nélküli tőkepiac magas volatilitással jár, azaz inkább hasonlít kaszinóra, mint a hatékony tőkeáramlás letéteményesére.
2. A hullámszó tőkepiac a rövid távú szemlélet oka és következménye egyaránt. Amíg a befektetők a gyors hozam realizálására törekedtek, nem alakultak ki a hosszú távú értékteremtő folyamatok.
3. Ezért a befektetések nem a valós fundamentumokhoz, hanem pillanatnyi „szeszélyhez” kötődtek, az árjelzések koordinációja nem juthatott érvényre. Így a gyors visszarendeződés gyakran vezetett pénzügyi válságokhoz.
4. A fentiek miatt éppen ez az instabilitás az oka, hogy a külső hatások is felerősödve jelentkeztek a fejlődő piacokon és továbbterjedtek (fertőzési hatás).
5. A tőkepiacok dominanciája aláásta a kialakult bankcsoportok pozitív hatásait, melyek egyébként a növekedés elősegítői lehetnének.
6. A politikai oldalról érkező reformok rendre elbuktak, abból adódóan, hogy a pénzügyi szféra funkcióit meghaladó szerepre tett szert és összefonódott a politikai csoportokkal.
7. Egy kettéváló gazdaságban nem illeszkedhetett a pénzügyi és a reálszféra, azaz nem működhetek a pénzügyi funkciók a gazdasági hatékonyság elősegítésében.
8. Ilyen körülmények között a vállalatok menedzsmentje sem az értékteremtő reálfolyamatokra, a termelés és a termelékenység növekedésére koncentrált, hanem a pénzügyi piacok manipulálására.

Tobin [1984] az ilyen piacokat nevezte funkcionálisan nem hatékony tőkepiacoknak (*functionally inefficient stock markets*). Prasad és szerzőtársai [2005] empirikus munkája azt találta, hogy a pénzügyi globalizáció hatása a fejlődő piacok gazdasági növekedésére igen szerény ahhoz a hatáshoz képest, amit azok fogyasztásának ingadozásában vált ki. Érthető tehát, hogy a rendszerváltó országokban is a tőkepiac erősítése nem kívánatos eredményhez vezetett az átalakulás kezdetén.

Berglöf és Bolton [2002] a tőkepiac további hátrányait is bemutatja. Szerintük a kisbefektetőket elriasztja a tőzsde, ahol információhiányuk miatt kizsákmányolva

érezhetik magukat, a részvényárak manipulálása, a csalások és a bennfentes kereskedelem miatt. Ez különösen igaz az átmeneti országokban uralkodó szemléletmód és gyenge érdekvédelmi intézmények mellett. Így nyilvánvalóan a bankokat választják, ahol még az állami védelem valamilyen formáját is érezhetik, ha másként nem, a múltban rögzült tapasztalatok miatt.

Vállalati oldalról közelítve a legtöbb cég túl kicsi ahhoz, hogy gazdaságosan bevezethessék a tőzsdére, és teljesítse a nyilvánosság szigorú követelményeit. Az sem mellékes a vállalatok többségénél hogy, még ha képesek is vállalni a nyilvánosság explicit költségeit, nincsenek meg az ehhez szükséges ösztönzők. Sőt a koncentrált tulajdonú cégeknél az irányító tulajdonosi csoport, vagy a menedzsment ódzkodik a vállalat átláthatóságának növelésétől (például a nyilvános kibocsátástól), hiszen ennek hiányában képes privát járadékok elsajátítására (Doidge-Karolyi-Stulz [2004]). Nyilvánvaló az is, hogy nagy számú vállalat együttes piacának kell ahhoz kialakulnia, hogy olcsóbb legyen tőkét bevonni a piacon, mint formális intézmények közvetítésével.

A feltörekvő tőkepiacok esetében paradox módon – melyet nagyon lényegre törően mutat be Claessens és szerzőtársai [2002] munkája –, éppen a makrogazdasági fundamentumok javulása és a feltörekvő országok tőkepiacainak fejlődése vezet szükségszerűen a feltörekvő tőzsdék fellendülésének végéhez is. Ennek oka, hogy a fejlődő országok nagyvállalatai egyre nagyobb számban hajtanak végre határon átnyúló kibocsátásokat. Claessens-Lee-Zechner [2003] tanulmánya is alátámasztja azt a tendenciát, hogy az elmúlt 15 évben a pénzügyi központokban nő a nemzetközi papírok aránya. 1989-ben még a fejlődő piacok papírjainak alig néhány százalékával kereskedtek külföldön, mára ez az arány 50% fölé nőtt. A fejlődésének tehát van egy felső határa, az elvándorlás erősödése mellett, amikor a külföldre irányuló migráció negatív hatásai egyre erősebbé válnak és a hazai likviditás visszaesése következik be. A pénzügyi globalizáció hatására tehát a fejlődő tőkepiacokpiacok életképessége megkérdőjeleződik, amely a pénzügyi közvetítést a bankok által vezérelt rendszer felé tolja el.

ÖSSZEGZÉS

A fejezet első felében megmutattam, hogy az átalakulás első szakaszában a pénzügyi közvetítés gazdasági növekedésre gyakorolt hatása minimális, valamint azt, hogy a fiskális és monetáris fegyelem az elsőrendű tényező mind a gazdaság stabilitásának, mind a pénzügyi architektúra fejlesztésének kérdésében. E nélkül a hitelezési gyakorlatban a magánbefektetésekkel szemben az államadósság kizorító hatása érvényesül, illetve a makrogazdasági instabilitás miatt a bizonytalanság is határt szab a beáramló tőke nagyságának. Sőt a fiskális fegyelem hiánya, tünete is több alapvető probléma halmozódásának. Ilyenek többek között a veszteséges vállalatok piaci alapokra helyezésének vagy bezárásának halogatása, a tulajdonjogok betartatásának és az állami bevételek szigorú behajtásának hiánya. Így egyértelmű, hogy szoros kapcsolat köti össze a rendszerváltozás mikro- és makroaspektusát. Az intézmények szerepe megkerülhetetlen, melynek nemcsak a pénzügyi közvetítés jó példája, hanem a jogrendszer betartatásának és kikényszerítésének intézményei is.

Bár az Európai Unióhoz csatlakozott országok alapvetően kialakították a pénzügyi infrastruktúrát, ám ezek a nekik szánt szerep betöltésére még csak részben alkalmasak. Nem töltik be hatékonyan a harmadik fejezetben leírt pénzügyi funkcióikat: a megtakarítások és kihelyezések optimális allokációját, a monitoringot a hitelnyújtás előtt és azt követően, valamint a különböző típusú kockázatok kezelésének lehetővé tételét. A felzárkózást nehezíti, hogy a fejlett pénzügyi piacok fejlődése egyre gyorsabb. Az 1970-es évektől a pénzügyi globalizáció okozta felgyorsuló fejlődés miatt az átalakuló országok már a folyamat kezdetén hatalmas lemaradásban voltak az OECD országokkal szemben. Vagyis a rendszerváltozásra ebben az esetben különösen igaz, hogy egy távolodó cél felé halad a folyamat. Sőt a konvergencia azóta sem kezdődött el (Antal [2004] 188.o.), fejlődés ugyan tapasztalható, de felzárkózás nem. Ha ez rövid távon nem változik meg, az a gazdasági növekedésre vonatkozó súlyos áldozatokkal jár majd (Mérő [2004a, 2004b]).

A fejezet további részében azt elemeztem, hogy a bankrendszer belső logikája és a pénzügyi globalizáció mennyiben determinálja a pénzügyi intézmények fejlődését. Az itt bemutatottak alapján fogalmazható meg 3. tézisem:

3. tézis: *A pénzügyi közvetítés fejlődésének korai szakaszában annak szerkezeti homogenizálódása szükségszerű. Ennek fő hatásai nem a volt tervgazdaságok átalakulásának sajátosságaiból adódnak (bár erősítik a folyamatot), azok más feltörekvő országban is bekövetkeznek, az eltérés csak a jelenség sebességében van.*

Az Európai Unióhoz 2004-ben csatlakozott országok tekintetében azonban – mivel itt az átalakulási/felzárkózási folyamat gyorsabb – többet is mondhatunk. Erre vonatkozik 4. tézisem:

4. tézis: *Ami korábban nem volt megvalósítható, mert a vizsgált országoknak el kellett érniük az intézményi fejlettség egy meghatározott szintjét, az most releváns, gazdaságpolitikailag is támogatandó feladattá válik: térségünk országai a fejlődésnek éppen abban a szakaszában járnak, amikor a pénzügyi közvetítés mélységének növelésével annak hatása a gazdasági növekedésre felgyorsítható. Ebben pedig a vegyes típusú pénzügyi közvetítés nélkülözhetetlen, ezért a tőkepiacok fejlesztése különösen fontos. Azok retorziója hosszú távú növekedési áldozatokkal jár.*

4. FEJEZET: TŐKEPIACOK TÍZ ÚJ EU-TAGORSZÁGBAN – LÁTSZAT- VAGY VALÓS FEJLETTSÉG?¹²⁰

A harmadik gazdaságtörténeti szakasz a jelen és a jövő kérdéseivel foglalkozik. Már az előző fejezet végén bevezettem azt a problémakört, amit itt bővebben kifejtek, nevezetesen, hogy mi az Európai Unióhoz frissen csatlakozott, tíz volt tervgazdaságú ország tőkepiacának valós szerepe és lehetősége. Bemutatom, hogy – bár a gazdasági növekedés szempontjából kívánatos a vegyes pénzügyi közvetítés, így a bankrendszer mellett a tőzsde hatékony működése – a pénzügyi globalizáció (és egyéb tényezők) hatásai miatt a vizsgált országok tőzsdéinek fejlődése nem lehet párhuzamos az általános intézményrendszer mélyülésével. Ezt a gazdaság három fő szektora, a kormányzat, a vállalatok és a háztartások szemszögéből is megvilágítom, arra keresve a választ, hogy vajon az adott szektor valóban igényli e a helyi tőzsde létét és szolgáltatásait (funkcióit). Ezt követően azt tárgyalom, hogy milyen lehetőségei maradnak a helyi tőzsdéknek.

A FELTÖREKVŐ ORSZÁGOK GAZDASÁGI SZEKTORAINAK ÉS TŐZSDÉINEK KAPCSOLATA

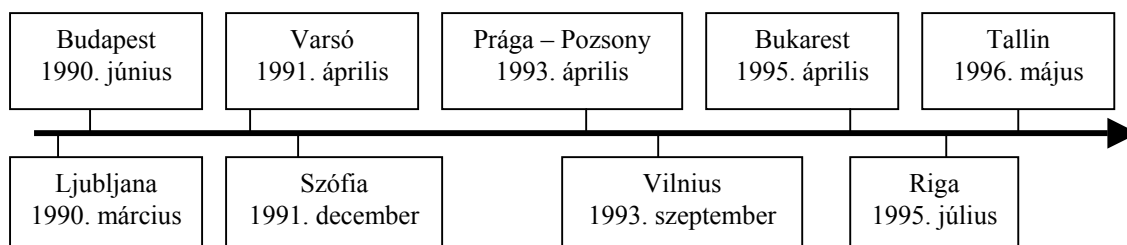
A KORMÁNYZAT

A tervgazdaságok összeomlását követően, a nyugati tanácsadók javaslataival összhangban a vizsgált országok gazdaságpolitikája jelentős erőfeszítéseket tett annak érdekében, hogy egy piac által vezérelt pénzügyi rendszert hozzon létre, ahol a tőzsdék szerepe meghatározó a forrásallokáció tekintetében. Ezzel összhangban a

¹²⁰ A fejezet egy korábbi változatát előadtam a Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Karán rendezett „Munkaerőpiaci és gazdaságpolitikai kihívások az Európai Unióban” című konferencián 2005. november 11-én.

kilencvenes évek első felében létre is jött a szabványosított értékpapírpia mind a tíz országban (18. ábra)¹²¹.

18. ábra: A tőzsdék alapításának időrendje



Forrás: saját összeállítás

Az alapítást követően a bevezetett papírok valóságos szárnyalásba kezdtek¹²². A kapitalizáció ilyen módon történő megugrása általánosan jellemezte az új tőzsdéket.

Claessens és szerzőtársai [2001] áttekintik, hogyan járult hozzá a gazdaságpolitika a tőzsdék fejlődéséhez a gazdasági átalakulás kezdeti szakaszában: A privatizáció kérdésében Csehország, Szlovákia, Litvánia és Románia a tőzsdének prioritást adva, azt mint elsődleges közvetítőt vonták be a tulajdonosi jogok tömeges magánkézbe adásába. A papírok száma hatalmasra duzzadt, ám a kezdeti lelkesedést követően a papírok illikviddé váltak. A forgalom idővel jelentősen visszaesett, a kibocsátók száma csökkent, a tulajdonjogok pedig koncentráálódtak. Az értékpapírpia szabályozás is gyenge lábakon állt, Csehországban pl. sokáig létre sem hozták ezt az intézményt. Egy másik országcsoport – Észtország, Magyarország, Lettország, Lengyelország és Szlovénia – IPO-kon keresztül igyekezett tőkepiacát életképesse tenni. Ezekben a papírokban a kereskedés volumene relatíve magas is maradt. A vegyes stratégiát folytató szovjet utódállamokban a cél az volt, hogy a privatizáció és

¹²¹ Hozzá kell tenni, hogy Csehország, Lengyelország és Magyarország esetében újraalapításról beszélhetünk, hiszen itt a XIX. századtól a huszadik század közepéig volt szabványosított értékpapírpia.

¹²² Budapesten például az 1990. júniusi tőzsdényitás hangulatát jelentősen emelte az első bevezetett részvény, az IBUSZ sikere. A hazai és nemzetközi sajtó keltette hírverés közepette óriásira nőtt a kereslet a papír iránt, így az első nap a forgalom – hatvan százalékot emelkedő árfolyam mellett – meghaladta a 140 millió forintot. Az IBUSZ részvényei árfolyamának gyors megugrása Bécsben még inkább érezhető volt, ott a bevezetés második napján a 893 schillinges kibocsátási árral szemben már 2420 schilling volt az árfolyam. Nemcsak a tőzsdére hivatalosan bevezetett IBUSZ, de a telefonos kereskedésben már 1990 tavasza óta forgalmazott Skála-Coop és Novotrade részvényeinek árfolyama is tetemesen emelkedett.

az IPO-k is a tőzsdén keresztül valósuljanak meg. Ám a kuponok kereskedése mégsem a szabványosított piacokon zajlott, így a forgalom jelentéktelen maradt.

Mindezek következtében néhol (pl. Csehországban és Litvániában) a forgalmazott vállalatok száma több százra, több ezerre nőtt, ugyanakkor általánosan igaz volt, hogy a tőzsdei kibocsátást megelőzően a vállalatok piaci alapokra helyezése (konszolidációja, reorganizációja, az átlátható működés biztosítása, a közzétételi fegyelem és az információkhoz való hozzáférés megerősítése), azok tőzsdeéretté válása hiányzott.

A kezdeti jelentős érdeklődést övező pozitív várakozásokat, és a privatizáció egyes formái által előidézett részvénytársaság-szaporodást a fokozatos kivezetések időszaka követte, mely időszak alatt az új cégek bevezetésének üteme is elmaradt a korábban tapasztalttól. E tendencia sokkal nyilvánvalóbb volt Csehországban és Litvániában, míg kevésbé látványosan alakult Szlovéniában és Lengyelországban. 1996 végén Csehországban még 1637 db vállalat részvénye volt a tőzsdére bevezetve. Ez a szám a mélyponton, 2002-ben 64-re esett vissza. Litvániában a csúcspontot az 1997-es év jelentette, amikor 680 vállalat forgott a piacon. Mára ez a szám 50 alá esett (sőt az ún. „főlistás” papírok száma jelenleg mindössze 8). Szlovéniában és Lengyelországban maradt egyedül három számjegyű a forgalmazott részvények száma, bár az ezredfordulót követően ideiglenesen itt is visszaesés következett be.

A szabványosított piacok fejlődését nem csak direkt módon befolyásolta a gazdaságpolitika: a makroökonómiai fundamentumok általános javulása kezdetben a tőzsdei befektetésekre is pozitív hatással volt. Az általános gazdasági és a célirányos tőkepiaci reformok, az állami kézben lévő vállalatok privatizációja, a pénzügyi liberalizáció valamint a fejlődő intézményi környezet egyaránt hozzájárult a tőkepiacok mélyüléséhez.

A VÁLLALATOK

A konszolidációs periódus után a tőkeműveletek liberalizációját kihasználó nagyvállalatoknak, mint tőzsdei kibocsátóknak a hatása pozitív visszacsatolást jelentett a forgalom és a likviditás növekedésére a helyi tőkepiacokon. Ezt

nyilvánvalóan a kisebb, de a minőségi előírásoknak már megfelelni képes vállalatok piacra lépése is követte. Így a tőzsdei kapitalizáció, mind abszolút mértékben, mind a GDP-hez mérten – országtól függően újra vagy első ízben – jelentősen emelkedett. Ezt a folyamatot természetesen erősíthette a javuló makrogazdasági mutatókból és a fejlődő intézményrendszerből adódó befektetői bizalom növekedése is, mely a szabad tőkeáramlás megteremtésekor a portfólióbefektetések megélénküléséhez vezetett.

A fentiek következtében elkezdődhetett a feltörekvő tőkepiacok mélyülése, sőt esetenként a fejlettség látszatát keltve komplexitásuk (pl. a derivatív piacok aktivizálódásával¹²³) is kiteljesedett.

Paradox módon azonban éppen a makrogazdasági fundamentumok javulása és a tőkepiacok gyorsnak tűnő fejlődése vezet szükségszerűen a fellendülés végéhez is. Az 1990-es évek folyamán – köszönhetően az amerikai bull piacok áldásos hatásának, amikor relatíve könnyű volt piacra lépni a tengerentúlon is – a feltörekvő országok nagyvállalatai egyre nagyobb számban ún. határon átnyúló kibocsátásokat hajtottak végre. Ezt alapvetően három módon teheték: duális kibocsátóként (hazai és külföldi piacon történő szimultán megjelenéssel), kizárólag fejlett tőkepiacon történő kibocsátással, illetve letéti igazolások (DR-ek)¹²⁴ segítségével. Claessens és szerzőtársai [2003a] empirikusan is igazolják azt a tendenciát, hogy az elmúlt 15 évben a pénzügyi központokban nő a nemzetközi papírok aránya. Míg 1989-ben még a fejlődő piacok papírjainak alig néhány százalékával kereskedtek külföldön, mára ez az arány 50% fölé emelkedett¹²⁵.

A keresztkibocsátások jelensége az Európai Unióhoz 2004-ben csatlakozott országok piacain inkább jellemző, mint Latin Amerikában vagy Ázsiában. Esetenként a piaci kapitalizáció kétharmadát is elérte a külföldön történt bevezetés aránya. Ez a tendencia térségünkben már viszonylag korán megkezdődött. Míg a többi piacon e folyamat csak az 1990-es évek közepén gyorsult fel, addig Európában ez már az 1990-es évek elején megtörtént.

¹²³ A származtatott termékek piaca Magyarországon 1995-től, Lengyelországban 1998-tól létezik.

¹²⁴ Egy bank lejegyzí a papírokat és letéti igazolást (DR – depository receipt, GDR – global depository receipt, ADR – american depository receipt) bocsát ki. A külföldi ügyfelek ezt vehetik meg, ezzel kereskednek a tőzsdén (mint pl. a Magyar Telekommal New Yorkban).

¹²⁵ Sőt, 1999-ben ez 62% is volt.

A helyi piacok szempontjából sajnálatos módon éppen a nagyobb likviditású vállalatok képesek külföldön is megjelenni, mint kibocsátók. Az európai mércével is jelentősnek számító cégeknél – a globalizáció pozitív hatásaként, a földrajzi korlátok leépülésével – jogosan merült fel a külföldi pénzügyi centrumok „meghódításának” igénye, különösen, ha a hazai tőkepiac fejlődésének üteme nem volt elég gyors¹²⁶, és így a nagyvállalatok forrásbevonási szándéka korlátokba ütközött. Minél inkább valóssá vált a fejlettség az adott piacon – javult a likviditás, a piaci kapitalizáció, kiegyensúlyozottakká váltak az ország makrogazdasági adatai –, annál könnyebb lett egy hazai nagyvállalat számára a külföldi piacra lépés.

Az ilyen „elvándorlások” kézenfekvő okai, hogy a nemzetközi piacokon való megjelenés alacsonyabb tranzakciós költségekkel, alacsonyabb elszámolási kockázattal, valamint hatékonyabb, a valós kockázatokat tükröző árazással kecsegtet. Doidge és szerzőtársai [2004] munkája még alaposabb magyarázatot igyekszik találni a határon átnyúló kibocsátások tömegessé válására: 1997 végén az USA-ban kibocsátó külföldi vállalatok Tobin-féle q-mutatója 16,5%-kal magasabb volt, mint az azonos országból származó, de az USA-ban nem piacra lépő cégeké. A vállalatok értéke szignifikánsan magasabb volt (37%) az Egyesült Államok valamelyik nagy tőzsdéjének szimultán kibocsátóinál. A különbség a vállalatok számának és az országjellemzők kiszűrésével tovább nőtt. Doidge és szerzőtársai [2004] azt is megmutatták, hogy már önmagában egy pénzügyi centrumban történő kibocsátás híre is jelentős értéknövekedést von maga után. Ennek magyarázata lehet egyrészt, hogy az amerikai kibocsátás – mintegy „importálva” a fejlett intézményrendszert – csökkenti a veszélyét annak, hogy az irányító tulajdonos többségi részesedését kihasználva külön hasznot húzzon, egyedi előnyöket szerezzen, elsajátítson. Másrészt növeli a vállalat képességét a növekedési lehetőségek kiaknázására. Következésképpen azon tulajdonosok számára, akik engedik bevezetni vállalataikat egy nagy tőkepiacra, fontosabb a növekedési lehetőségek kihasználása, mint a privát hasznok elsajátítása, azaz hosszú távú szemléletmód jellemzi őket, és ezt jelzik is a piac számára, ezért értéktöbbletet realizálhatnak¹²⁷.

¹²⁶ Vagy tipikusan zsákutca volt, ahol bizonyos területek fejlesztése elszakadt a realitásoktól.

¹²⁷ E kérdés alapos vizsgálatára a kettős elsajátítási probléma kapcsán a következő fejezetben visszatérek.

Claessens és szerzőtársai [2003b] tanulmányában felfedezhető a párhuzam a fentiekkel. 53 ország piacain végzett nagymintás felmérésük megállapította, hogy a vállalati jellemzők – nagyság, növekedés, érték, teljesítmény és nemzetközi aktivitás – fontos meghatározói a cégértéknek a fejlett tőkepiacokon, de sokkal kevésbé az a fejlődőkön. Megmutatták, hogy attól függően, hogy az adott ország intézményrendszere milyen mértékben alkalmazkodott a nemzetközi standardokhoz, a vállalatok a keresztkibocsátás eszközéhez nyúlnak, mely a hatékonyság érvényesülését segíti. Így a nemzetközivé válás a felelős vállalatirányítás (*corporate governance*) fontos (helyettesítő vagy kiegészítő) eszközévé vált a hatékonyság megvalósítása, a független vezetés és ellenőrzés területén. A szerzők bizonyították, hogy a külföldi kibocsátás az eladások növekedésével, magasabb megtérüléssel és alacsonyabb tőkeköltséggel jár, és így magasabb részvényesi értékben testesül meg.

A feltörekvő piacon rövid távon a kettős kibocsátásnak áldásos hatásai is lehetnek, ez támpontot biztosít a hazai kereskedés számára, az érdeklődés fokozódásával pedig a likviditás növekedéséhez vezet. Ám éppen azért, mert a fejlődő országok tőzsdéi a nagyvállalatok tőkeallokációjában – sem likviditásban, sem az elérhető potenciális befektetők számában – nem képesek kompetitív előnyre szert tenni, a kereskedés volumene fokozatosan a fejlettebbek felé tolódik el. A fejlődés bizonyos fokán tehát a likviditás nem növekszik tovább, sőt csökkenni kezd. Az ezzel együtt járó csökkenő forgalom miatt a piacok aktivitása és átláthatósága csökken, a kereskedés implicit költségei megnőnek. A tényleges forgalmat biztosító cégek anyavállalatai fokozatosan kivezetik leányvállalataikat a piacról, mert a helyi tőzsde lényegében funkcióját veszti, azaz a nyilvánosság direkt és indirekt költségei meghaladják annak előnyeit. A természetes koncentrációadásából adódóan tovább csökken a közkezhányad, a kisbefektetők érdekei sérülhetnek, s ez az érdeklődést még inkább visszaveti, így a kisebb cégek is elhagyhatják a „parkettet”.

A tőkepiacok mélyülésének tehát van egy felső korlátja, az elvándorlás erősödése mellett, amikor a külföldre irányuló migráció negatív hatásai egyre erősebbé válnak és a hazai likviditás visszaesése következik be.

Természetesen a fent leírt folyamattal ellentétes hatások is érvényesülnek. Bár a fejlődő-feltörekvő országokban a vállalatok egyre nagyobb számban lennének

képesek a duális kibocsátásra, mégis egy részük nem tud külföldön saját tőkét bevonni. Még ha méretükből adódóan meg is felelnének a nyugat-európai vagy tengerentúli szigorú kritériumoknak, legtöbbször az ún. *információs hatékonyság* az oka annak, hogy a hazai tőkepiac az egyetlen releváns piac. A nagy intézményi befektetők figyelme elsősorban a jelentősebb értékpapír-kibocsátókra összpontosul, ahol a befektetés egységnyi összegére jutó információs költség alacsonyabb. Már a közepes méretű vállalatok is elvesznek egy nagy nemzetközi tőzsde széleskörű kínálatában. Ennek egyik, talán legfőbb oka a következő: a passzív portfóliókezelés egyre fokozódó térnyerése, és a különböző benchmarkhoz kötött, indexkövető termékek elterjedése – melyek nem tartalmazzák a kisebb vállalatok papírjait – nem kedvez bizonyos méret alatti kibocsátóknak. E cégek magasabb költséggel tudnak csak forráshoz jutni, e téren tehát megmaradhat a helyi piacok fontos szerepe a finanszírozásban, hiszen azok felkészültebbek, fontosabb számukra a hazai kibocsátó, mint a globális cégeknek. Davis [1995] mutat rá arra, hogy a világméretű alapok kezelői körében megfigyelhető „csordaszellem” (*herding*) is azt igazolja, hogy a nagy intézményi befektetőknek még rövid távon sem szabad eltérniük az átlagtól vagy a teljesítmény mérésére használt benchmarktól, mert egy esetleges rosszabb hozam hamar a vagyonkezelői mandátum elvesztéséhez vezethet. Ez viszont azt jelenti, hogy számos, elsősorban a feltörekvő piacokon működő vállalat nem kapja meg a teljesítményének megfelelő figyelmet, mely részvényeinek likviditáscsökkenéséhez, alulértékeltséghez vezethet.

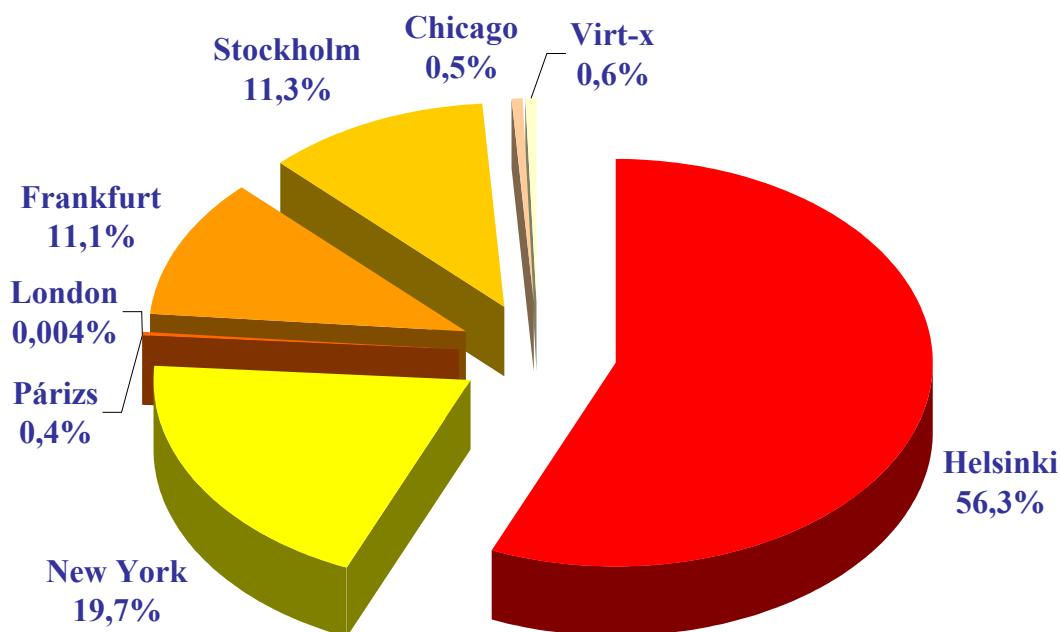
Az információs hatékonyság létezésének empirikus bizonyítékát adja Bae és szerzőtársai [2005] munkája. 32 országra kiterjedő elemzésükben megmutatták, hogy a helyi elemzők teljesítménye a vállalatok fundamentumainak vizsgálatában jelentősen felülmúlta a nemzetközi elemzőkét.

Érdekes megfigyelni az analógiát a mai pénzügyi centrumok és a feltörekvő országok vállalatainak kapcsolata, valamint az amerikai aranylázat követő „tőzsdeszaporulat” között. Egyik oka ugyanis annak, hogy a XIX. században az Egyesült Államok területén több száz börze működött, és még ma is több helyi piac létezik az, hogy a legnagyobb piacok – hírnevük és vonzerejük fenntartása érdekében – nem vezetnek be saját parkettjükre áttekinthetetlen mennyiségű és minőségű értékpapírt. Márpedig

Csehországban, Lengyelországban és Szlovákiában mindössze a kibocsátó vállalatok 10%-a éri el az egymilliárd dolláros eszközállományt és az egymilliárd dolláros éves árbevételt. Magyarországon ez az aránytalanság még szembetűnőbb (4%). Hazánkban, Lengyelországban és Szlovákiában a cégek több mint fele még 100 milliós árbevételt sem realizál évente. Összességében ez azt jelenti, hogy a kibocsátók többsége méret tekintetében nem éri el a nyugati tőzsdékre való bevezetés minimumkövetelményét sem.

E tényrt magyarázhatja az is, amit Karolyi [1998] is kiemel, hogy keresztkibocsátás esetén kialakul a legolcsóbb piac (az implicit költségeket is számolva), ahol aztán a forgalom koncentrálódik. Egyes részvények esetében előfordul, hogy a külföldi bevezetést követően, bár van egy jelentős nemzetközi felfutás, mégis idővel a forgalom visszaszivárog a hazai piacra és ott összpontosul. Ennek szép példája a Nokia este (19. ábra).

19. ábra: A Nokia forgalmának megoszlása világszerte (2003)



Forrás: BÉT [2003]

Ezt az érvt Classens és szerzőtársai [2003a] tanulmánya is felhossa, ám ellenérvként azt is megmutatják, hogy a feltörekvő piacokon ez a jelenség sokkal kevésbé

nyilvánvaló és nagyban függvénye annak, hogy a hazai piac megfelel-e bizonyos feltételeknek (pl. likviditás tekintetében).

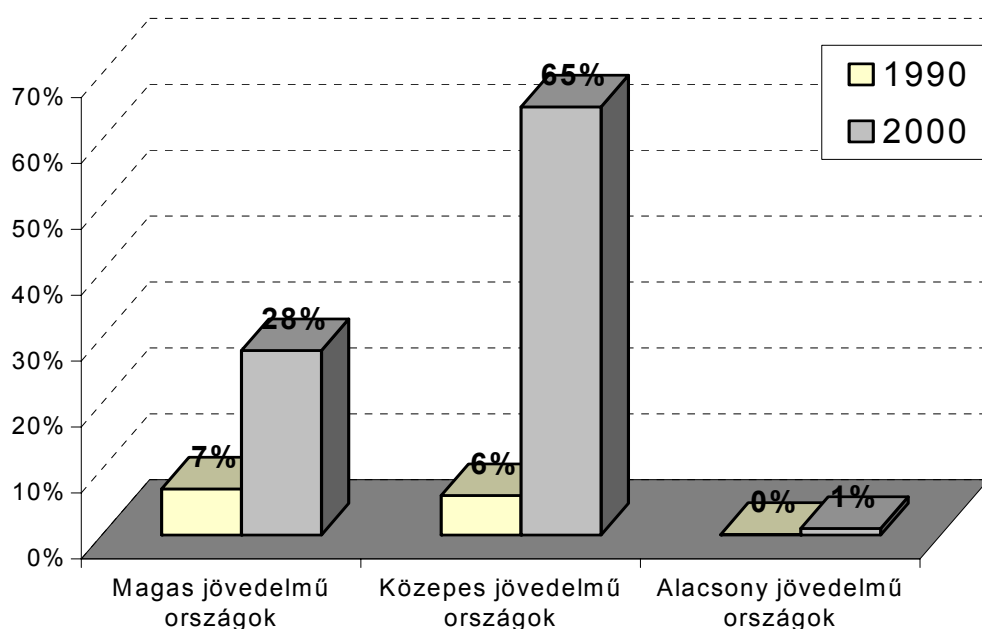
Classens és szerzőtársai [2003a] azt is kiemelik, hogy a helyi tőzsde megléte nélkül nem jön létre az a piaci mikro-struktúra, mely nélkülözhetetlen a potenciális kibocsátóknak ahhoz, hogy alkalmazkodjanak a tőkepiaci finanszírozás feltételeihez. A kis és közepes méretű nyilvános kibocsátások hazai piac létezése nélkül aligha jönnének létre. Ez ellen szóló érv, hogy nincs jelentős számú ilyen kibocsátás az új EU tagállamokban, valamint – amint azt az előző fejezetben láttuk – a kis és közepes vállalatok finanszírozásában a hitelintézetek (és esetleg a kockázati tőke) kapnak jelentősebb szerepet.

A pro és kontra érvek ütköztetése után nézzük, mi is a „nettó” hatás?

Levine és Schmukler [2003] tanulmányukban 55 ország 3200 vállalatát vizsgálták 1989 és 2000 között. Eredményeik alátámasztják, hogy a külföldi megjelenés után az adott cég papírjainak kereskedése súlypontot vált a hazairól a fejlettebb piac javára. A nagyvállalatok likviditásának csökkenése miatt a piaci szereplők érdeklődése vagy a teljes hazai piac iránt csökken, vagy éppen a nemzetközi mércével is elfogadott vállalat kap nagyobb figyelmet, torzítva ezzel a csak hazai piacon kereskedett vállalatok likviditását.

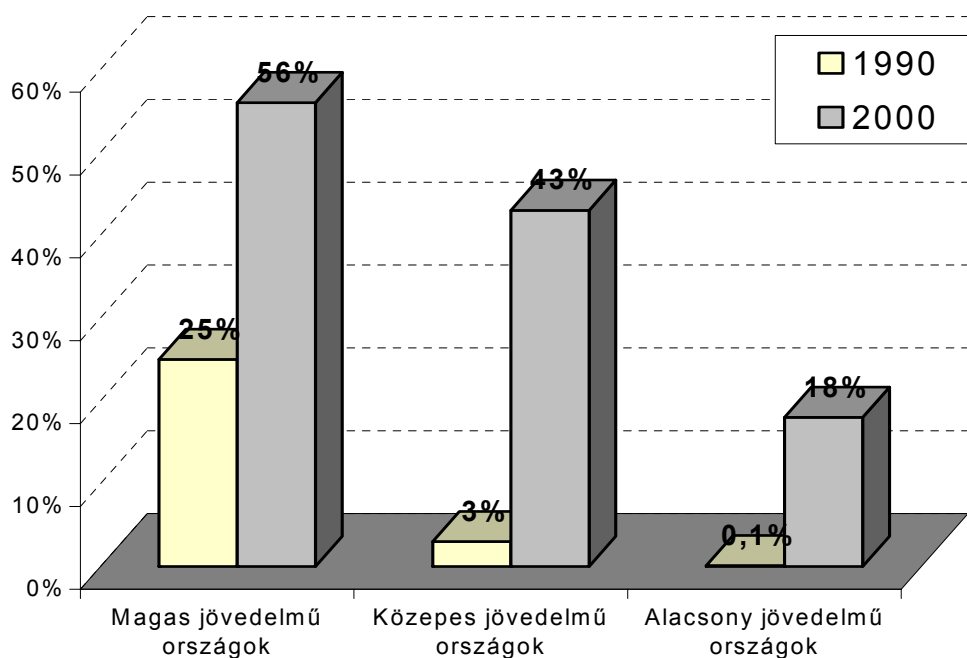
Levine és Schmukler [2005] munkája a nemzetközi piacon való megjelenésnek a hazai piacra gyakorolt negatív hatását két komponensre bontja: az elvándorlás (migration) közvetlen hatására, illetve ennek közvetett hatására (*spillover*) az összpiaci forgalom csökkenésére. Ez utóbbi abból adódik, hogy a piac működtetésének fix költségeit (a brókercégek működési költségei, az elszámolási és klíring költségek, stb.) a hazai piacon maradó vállalatok forgalmazásának kellene fedeznie, hiszen így nő az egy kereskedésre jutó költségük. Claessens és szerzőtársai [2006] nagy mintán elemzik a különböző országcsoporthoz tartozó vállalatok migrációs tendenciáit. A következő ábrákon látható, hogy éppen a feltörekvő, azaz a közepes jövedelmű országokban a legerősebb a tendencia (20. ábra, 21. ábra, 22. ábra).

20. ábra: A külföldi tőkepiacon bevont tőke a hazai piacon bevont tőkéhez képest



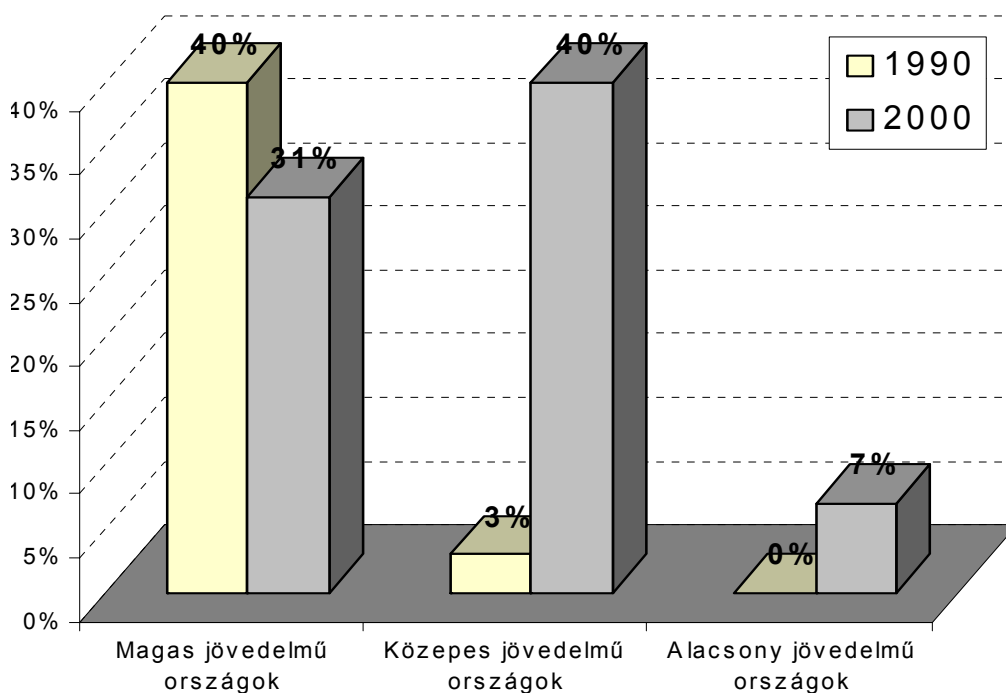
Forrás: Claessens és szerzőtársai [2006] adatainak felhasználásával

21. ábra: A külföldön jegyzett vállalatok piaci kapitalizációja a teljes piaci kapitalizációhoz képest



Forrás: Claessens és szerzőtársai [2006] adatainak felhasználásával

22. ábra: A külföldi forgalom nagysága a hazai százalékában



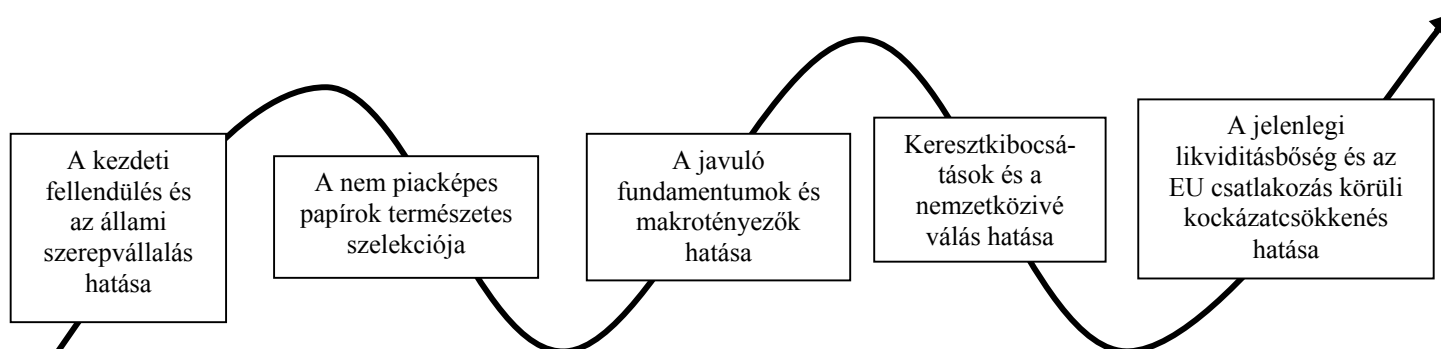
Forrás: Claessens és szerzőtársai [2006] adatainak felhasználásával

Csehország, Magyarország, Lengyelország és Észtország esetében a nemzetközi porondon lévő vállalatok kapitalizációjának és a teljes piaci kapitalizációnak az aránya jelenleg kétharmad fölött van. Szlovákia és Litvánia követi őket közel egyharmados aránnyal. A forgalom viszonylatában hasonló következtetések vonhatók le. Lengyelországban és Észtországban például a piaci forgalom 60%-a nem a hazai piacon bonyolódik. A hazai piac tőkepiaci kibocsátóinak száma is jellegzetes fordított „U” alakú mintát követ (ez alól Szlovákia képez kivételt). Bár Lengyelországban az ezredfordulón történt jelentős visszaesést követően újra több vállalatot is bevezetnek a helyi tőzsdére, más országokban (pl. Magyarországon) a trend nem fordult vissza.

A globális elvándorlás tehát fokozódó mértékben szükségszerűen bekövetkezik, mely egyre nagyobb nyomás alá helyezi a helyi tőzsdéket, vagyis vállalati oldalról nem tudunk meghatározó igényről, mely elősegítené a helyi tőzsde fontosságát, de még életképességét sem.

Összegezve a fentiek a szabványosított tőkepiacok teljesítménye az elmúlt bő másfél évtizedben egy jellegzetes hullámmozgást mutatott (23. ábra).

23. ábra: A tőzsdefejlődés vázolt evolutív útja: a tőkepiacok teljesítményének (pl. forgalom, likviditás, kapitalizáció, stb) jellegzetes „hullámmozgása”



Forrás: saját konstrukció

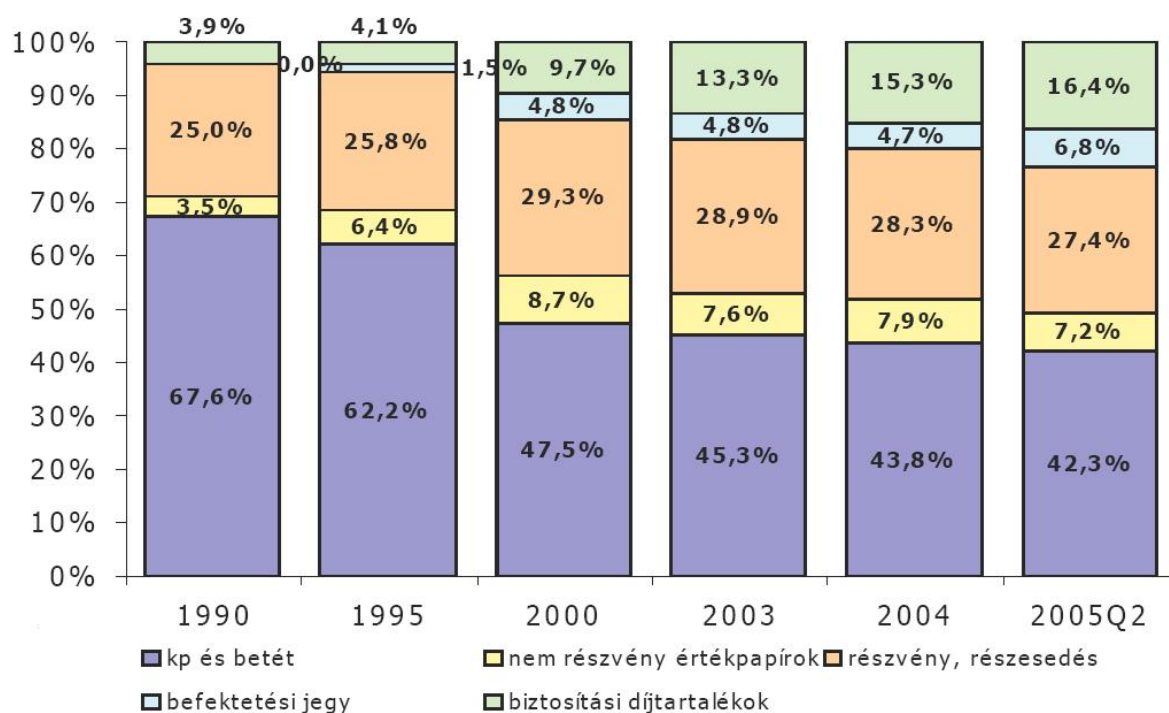
Ezen emelkedések és letörések a reálszféra üzleti ciklusaitól szinte teljesen függetlenül következtek be. E tény két kérdést vet fel: (i) e változások vajon hozzájárultak-e a tőkepiac mélyüléséhez, és (ii) ezzel összefüggésben vajon a jelenlegi szárnyalást milyen mértékű korrekció követi? Az empirikus részben az új EU tagállamok tőzsdéinek funkcionális hatékonyságát fogom vizsgálni, mely segítségével választ adhatok e kérdésekre.

A HÁZTARTÁSOK

A sajtóban, de még tudományos fórumokon is sokat hallani arról, hogy meg kell változtatni az emberek hozzáállását és gondolkodásmódját a pénzzel, de különösen a tőzsdei befektetésekkel kapcsolatban, hiszen tarthatatlan, hogy a lakosság nagy része nem takarít meg, vagy ha igen azt is a párnába varrva, vagy jó esetben látra szóló betétszámlán tartja. A Budapesti Értéktőzsde stratégiájában is megfogalmazta és road-show-k keretében igyekszik is felkelteni a lakossági érdeklődését a tőkepiac által nyújtott szolgáltatások iránt.

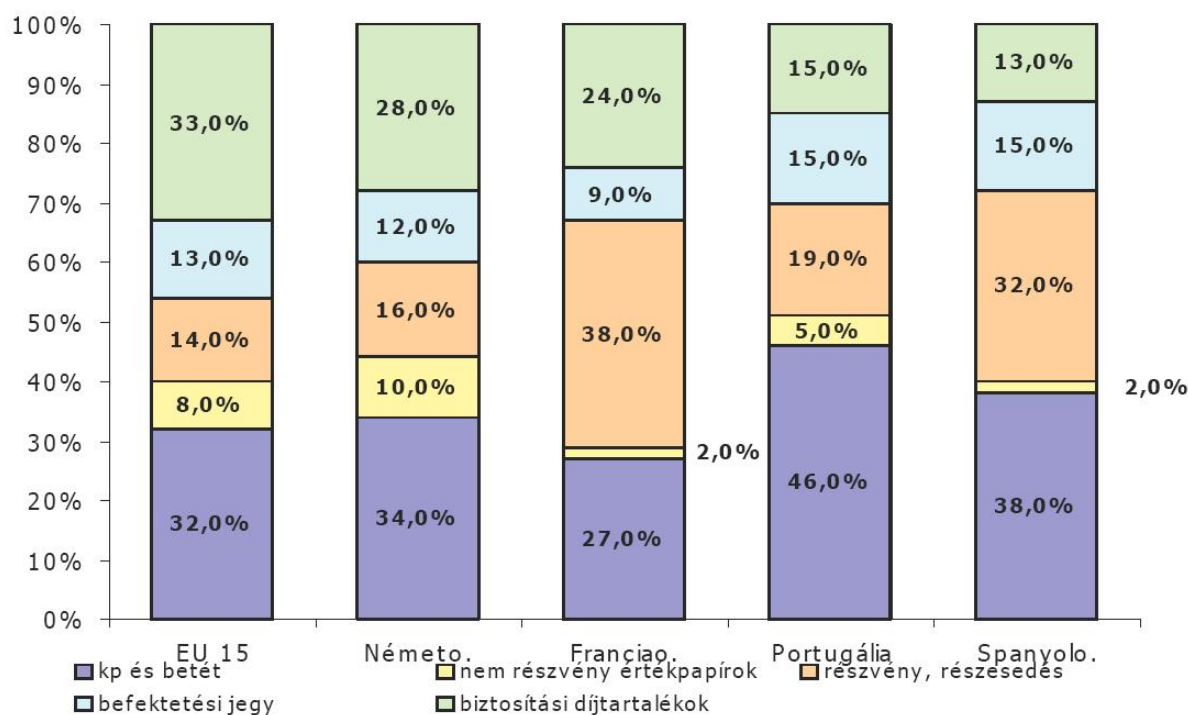
Felvetődik azonban a kérdés, hogy vajon nincs-e mélyebb oka, a tájékoztatatlanságon és az ismeretlentől való természetes idegenkedésen kívül annak, hogy a tőkepiaci, azaz a kockázatosabb befektetési lehetőségek nem válnak általánossá a vizsgált országokban. A 24. ábrán időben, a 25. ábra segítségével pedig térben válik összehasonlíthatóvá a magyar lakosság megtakarítási szerkezete.

24. ábra: A magyar lakosság megtakarítási szerkezetének változása (1990-2005)



Forrás: MNB [2005]

25. ábra: Lakossági megtakarítási szerkezetek az EU-ban (2005)



Forrás: MNB [2005]

Látható, hogy a teljesen likvid, minimális kockázatú befektetések adják a teljes megtakarítási állomány közel felét¹²⁸, mely (Portugáliát leszámítva) nem jellemző még a kontinentális Európára sem. A kockázatos értékpapírok állománya pedig alig nőtt 1990 óta, 2000 óta pedig egyáltalán nem. Még a 2003-2005 közötti „árfolyambumm” ellenére sem.

A megtakarítási kultúra ilyen alig észrevehető változása felveti a kérdést, hogy vajon más, mélyebb magyarázó oko(ka)t lehet-e találni e jelenségre, pl. van-e összefüggés a pénzügyi rendszer és a lakosság kulturális jellemzői között.

Az irodalomban több helyen is lehet találkozni utalásokkal arra vonatkozóan, hogy az egyén kockázati viszonyulása, kockázati attitűdje, adott szituáció kezelésének módja jelentősen függ a nemzeti kultúrától, melyben az adott személy él. Hofstede kérdőíves felmérése módot ad arra, hogy kvantitatív módszerekkel is vizsgáljuk az egyes kultúrák kockázattól való idegenkedésének mértékét (UAI érték)¹²⁹.

Kwok és Tadesse megteszik ezt (Kwok és Tadesse [2006]). Keresztmetszeti elemzésük 41 ország pénzügyi rendszerére vonatkozó adatok felhasználásával – a szokásos torzító tényezők és az endogenitás kezelése után – szignifikánsan támasztja alá fő hipotézisüket, mely szerint: azon országok pénzügyi rendszere, melyek magasabb UAI értékkel rendelkeztek, nagyobb valószínűséggel tartoztak a bankok által vezérelt rendszerhez, míg ahol a bizonytalanságtűrő képesség magasabb, ott a piac által vezérelt rendszer kialakulása jellemzőbb.

Eredményeik robusztusságát újabb kontrollváltozók (pl. jogrendszer, gazdasági fejlettség, makroökonómiai és politikai kondíciók, illetve az intézményi fejlettség általános szintje) bevonásával biztosították. Mitöbb egy alternatív (logit) modellt is építettek, mely szintén megerősítette eredményeiket.

Bár Kwok és Tadesse 41 országot tartalmazó mintájában nem szerepelnek tranzíciós országok, Hofstede dimenziói ezen országcsoportra is elérhető (7. táblázat).

¹²⁸ Ezen még a 2006. szeptemberi kamatadó bevezetése is alig változtatott.

¹²⁹ Hofstede [1991] igen meggyőzően definiált és számszerűsített öt kulturális dimenziót, melyek nagyjából függetlenek egymástól: 1. Individualista vagy kollektivista-e (IND) az adott társadalom; 2. Kicsi vagy nagy a hatalmi távolság (PDI); 3. Férfias vagy nőies (MAS) a társadalom; 4. Milyen az átlagos egyéni bizonytalanságtűrő-képesség (UIA); 5. Hosszú távú szemlélet jellemzi-e az embereket (LTO).

7. táblázat: Hofstede dimenziói az új EU tagállamok esetében

Ország	PDI	IDV	MAS	UAI	LTO
Bulgária	72	31	40	84	
Csehország	35	58	45	74	
Észtország	40	60	30	60	
Lengyelország	68	60	64	93	32
Magyarország	46	80	88	82	
Románia	89	29	42	90	
Szlovákia	104	53	110	52	38
Szlovénia	71	26	19	87	

Forrás: Hofstede [2006]

A 7. táblázat tanúsága szerint a vizsgált országok UAI értéke igen magas, melyből a kultúrák alacsony bizonytalanságtűrő képessége tükröződik. Érdekes a számokat összevetni Kwok és Tadesse értékeivel. A szerzőpáros azt találta, hogy a bankok által vezérelt pénzügyi rendszerrel bíró országok átlagos UAI értéke 72,6, míg mindössze 53,7 a piac által vezérelt közvetítéssel rendelkező országokban.

Ez természetesen még nem jelenti azt, hogy a tőkepiacok nem életképesek ezekben az országokban, azt azonban igen, hogy a lakosság kulturális gyökerei miatt a bankrendszert, mint pénzügyi közvetítőt könnyebben fogadja el, így igényt is a típusú közvetítés iránt támaszt.

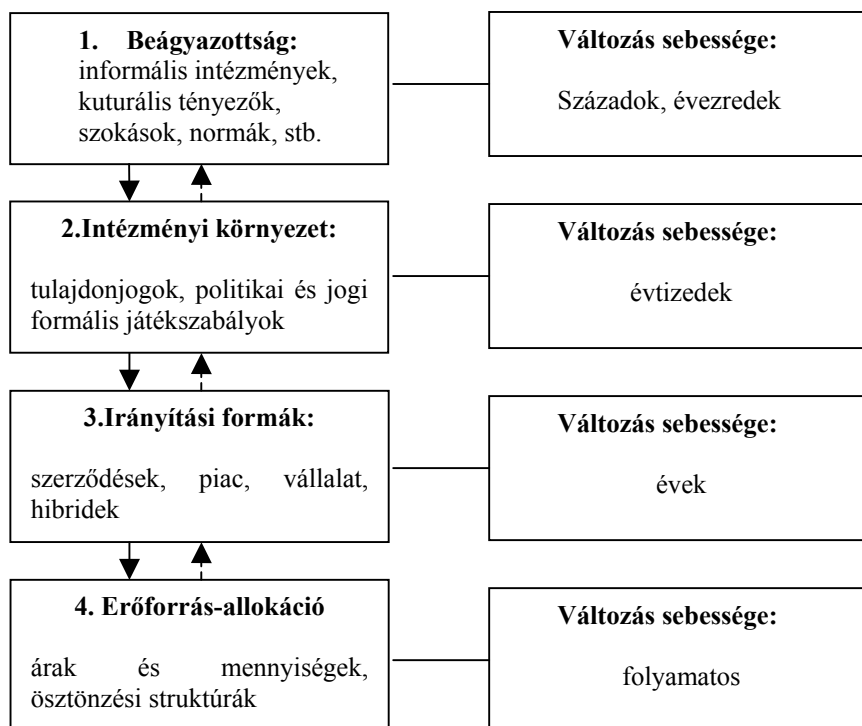
Hofstede szerint a nemzeti kultúrák igen stabilak, időben csak lassan változnak. A kulturális változások pedig alapértékek, a szemléletmódbeli és viselkedési minták változásán keresztül következnek be. De vajon milyen időtávot jelent ez a lassú változás?

Williamson [2000] társadalmi elemzés szintjeiről írott gondolatait felidézve, az intézmények négy szintjét különböztethetjük meg (26. ábra). A legfelső a szociális beágyazottság, a kulturális tényezők, a szokások, a normák, azaz az informális intézmények szintje. Williamson szerint e szint megváltozásának időigénye évszázados, akár évezredes nagyságrendű is lehet.

Mindezek figyelembevételével azt állítom, hogy térségünk országaiban a tőkepiacok által nyújtott pénzügyi szolgáltatások iránt a lakosság igénye is – hasonlóan a vállalatokéhoz –, meglehetősen korlátozott jelenleg, és ennek megváltozása időben

nem mérhető a normál gazdasági folyamatok időigényéhez. Azoknál jóval hosszabb, évszázados nagyságrendű probléma.

26. ábra: A társadalmi elemzés szintjei



Forrás: Williamson [2000 597.o.]

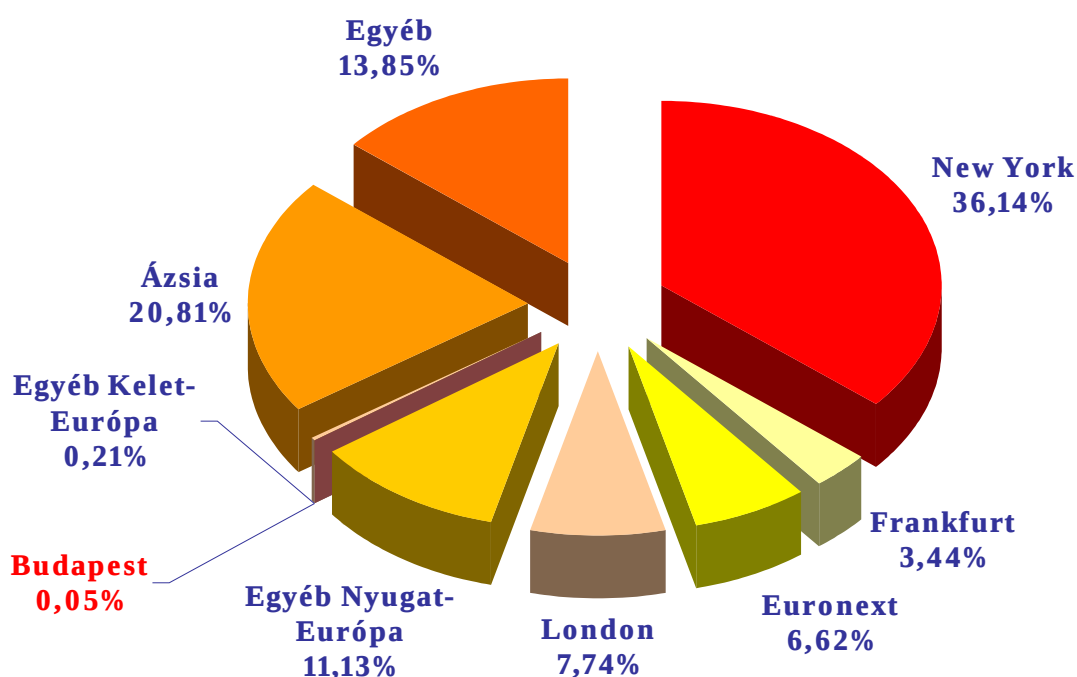
E megállapítás egy fontos következtetéshez vezet. Egyfelől a magyar tőzsde által szervezett road-show-k, melyeken a lakosságot próbálják meggyőzni arról, hogy változtassák meg befektetési szokásaikat és invesztáljanak kockázatosabb eszközökbe, a fentiek tükrében reménytelennek tűnik. Másfelől azonban valahogy el kell kezdeni, annak érdekében, hogy száz év múlva már más legyen térségünkben a lakosság befektetési attitűdje.

A továbbiakban azt fogom megvizsgálni, hogy milyen stratégiá(ka)t követhetnek az új tagállamok szabványosított értékpapírpiacai, hogy (i) fennmaradjanak és/vagy (ii) valóban segíteni tudják a gazdasági növekedést funkcionális hatékonyságuk növelésével.

INTEGRÁLÓDÁS, KAPCSOLATKERESÉS

A fentiek tükrében a feltörekvő országok tőzsdéinek szerepe és lehetősége igencsak korlátozott. Nagyságuk világviszonylatban jelentéktelen (27. ábra). Mi lehet akkor a jövő útja e piacok számára? E kérdésre annak tükrében fogok válaszolni, hogy milyen tendenciák figyelhetők meg Európában egyrészt a szabályozás, másrészt a különböző piacok integrálódási és kapcsolatkeresési szándéka tekintetében.

27. ábra: A globális részvénytőzsi piac struktúrája (2004)



Forrás: Horváth [2004]

Az Európai Unión belül a tőkepiacok egységes szabályozási keretének kialakítása tovább nehezíti majd a kis piacok fennmaradását. A Lámfalussy Bizottság által kidolgozott Pénzügyi Szolgáltatási Akcióterv (*Financial Service Action Plan, FSAP*) az egységes európai tőkepiac megteremtését célozva egységes szabályozási környezetet teremt. Ez az átláthatóság és a nyilvánosság kritériumainak egységesítése miatt még tovább erősödő verseny miatt okoz további nehézségeket a feltörekvő piacok számára. Ekkor ugyanis lehetővé válik a partnerek számára bármely pénzügyi tranzakció piacának szabad választása, vagyis a jövőben – ha a legjobb teljesítés (*best execution*) feltételei fennállnak – a koncentrált piacot elkerülve is megköthetők az

ügyletek. A versenyt pedig az egységes engedélyezés (*single passport*) rendszere is növeli, mely vonatkozik majd mind a kibocsátókra, mind a befektetési szolgáltatókra.

A kilencvenes évektől Európában is megfigyelhetők voltak azok a kísérletek, melyekben különböző országok tőkepiaci szervezetei közeledtek egymás felé kapcsolatépítési szándékkal. Ez a konszolidációs folyamat, bár sajátos jegyeket hordoz, nem új jelenség. Az USA-ban az 1849-es aranyláz idején kezdődött meg a tőzsdék alapítása, majd a polgárháborút követően, 1865-re huszonegy börze működött a tengerentúlon, sőt a huszadik század első éveire számuk meghaladta a kétszázat! 1934-ben a Glass-Steagall-törvények¹³⁰ hatására már csak 49 maradt belőlük, míg napjainkra számuk fél tucatra csökkent (Clayton és szerzőtársai [1999]). Az ide vezető út persze sokkal kevésbé volt rögzös egy országon belül, mint sok, különböző jogrendszerrel, társadalmi-politikai hozzáállással és infrastruktúrával rendelkező ország esetében. Talán éppen ezért, e tendencia még csak körvonalazható, nem alakultak ki egyértelmű erővonalak az angolszász országokon kívüli tőkepiacokon. A legtöbb piac – a költségek csökkentésével és alternatív bevételi források felkutatásával – önerőből próbál továbblépni.

A feltörekvő országok tőzsdéi számára – a nemzetközi kapcsolatépítés intenzitásának függvényében – négy alapvető modell különböztethető meg:

- I. a. Izoláció, egyedi kiútkeresés a nemzetközi trendekkel szemben
 - b. Egyedi kiútkeresés, de a helyi piac elszámoló brókeren keresztül kapcsolódik valamelyik nemzetközi tőzsdehálózathoz
 - II. Laza regionális szövetség létrehozása, a környező országok tőzsdéi között
 - III. Egy vezető tőzsdével történő stratégiai szövetség kialakítása
 - IV. Teljes összeolvadás egy fejlett tőzsdével vagy tőzsdeszövetséggel (felvásárlás, egyesülés)
- I. Ami az első lehetőséget illeti (a, b), a helyi tőzsdék elsorvadása – racionalizálással, konjunktúrapolitikával, a pillanatnyi helyzetnek megfelelő finomhangolással – csak elnyújtható, nem megállítható. Ez akkor sincs

¹³⁰ Securities and Exchange Commission Act

másképp, ha különböző technikákkal növelhető a piac likviditása. Ideiglenes megoldást jelenthet például a külső tagság (*remote membership*) megszervezése, ahol a külföldi befektetőket a hazai brókercégek kikapcsolásával engedik kereskedni a hazai börzén. A legnagyobb költséghelyek, így pl. az IT és szoftverfejlesztések kiszervezése is gyakori megoldás. A tőzsde és a kapcsolódó intézmények fúziója szintén nem szokatlan.

Leginkább a szűken vett Kelet-Közép-Európa országainak tőzsdéi (Prága, Pozsony, Ljubjana, 1999-ig Varsó, 2004-ig Budapest) és Bukarest követik ezt a kényszerű stratégiát. Egyelőre nem találnak nemzetközi partnert, egyedi kiutat keresnek, egyre nehezebbé váló körülmények között. Jellemző példái voltak ennek a Budapesti Értéktőzsde és a Budapesti Árutőzsde 2005. november 2-ai vagy a Bukaresti Értéktőzsde és a román OTC tőzsde, a Rasdaq, 2005. december 1-i fúziói, melyek jól mutatják a költséghatékonyság növelésének kényszerét.

E stratégia bár a fennmaradáshoz elégséges, a tőzsde, mint funkcionálisan hatékony pénzügyi intézmény létrejöttéhez közel sem. Ezért e stratégia csupán egy szűk érdekcsoport számára lehet optimális, vagyis állami oldalról semmiképpen sem kéne támogatni e stratégia továbbvitelét.

- II. Regionális szövetség kiépítésére speciális körülmények között van csak lehetőség. Szigorú feltételeknek kell teljesülniük ahhoz, hogy a szinergiahatásokat igazságosan osszák szét, és a résztvevők közül senki se törekedjen vezető szerepre.

Sikeresen működő regionális hálózat Európában a NOREX, mely a skandináv országok (Dánia, Svédország, Norvégia és Izland) tőzsdéinek kapcsolatrendszere. 1998 januárja óta a NOREX-en bonyolódik tagjai részvényforgalmának 80, kötvényforgalmának 90 százaléka. A harmonikus rendszert a következő szabályok alapozzák meg:

- közös tagság (minden résztvevő tagsága biztosított mind a négy ország piacán);

- ❑ egyedi kibocsátás (azaz duális kibocsátás nem engedélyezett egymás között);
- ❑ közös kereskedési rendszer (1999 óta az OM által kifejlesztett SAX 2000 rendszeren folyik a kereskedés a méretgazdaságosságot kihasználva); valamint
- ❑ a közös jogi szabályozás.

Látható tehát, hogy a tőkepiaci intézményrendszer és infrastruktúra igen magas foka szükséges egy regionális szövetség működtetéséhez.

1999 tavaszától regionális szövetség víziója körvonalazódott a balti országok esetében is. Észtország, Lettország és Litvánia tőzsdéi együttműködési nyilatkozatot fogalmaztak meg a likviditás növelése, a balti piacok és közös kereskedési rendszer fejlesztése érdekében. Ez a megállapodás 2001 februárjáig élt, amikor a Helsink-i Tőzsde többségi részesedést szerzett a tallini piacon, azt követően, hogy 2000-ben a balti tőzsdék majd egy évig tárgyaltak a NOREX-szel. 2001 augusztusában a Litván Tőzsde írt alá megállapodást a Varsói Tőzsdével (WSE) a szervezeti és technológiai szinergiák kihasználása érdekében. Tény, hogy a támogató egységek (marketing, sales, elszámolás, klíring, információszolgáltatás, egyéb adminisztráció, stb.) kompatibilissé tétele jó alap egy későbbi szorosabb együttműködés megvalósulásához, jóllehet a balti államok piacait végül a NOREX integrálta.

Itt kell említést tenni a bécsi tőzsde helyzetéről is. Bécs – rendkívül alacsony forgalma miatt – korábban többször is megkörmékezte a Budapesti Értéktőzsdét partnerségi vagy fúziós elképzeléseivel. A 2004-es év jelentett végül fordulópontot, amikor a magyar szabályozás lehetővé tette a 10% fölötti részesedésszerzést a BÉT-ben. Így az osztrák bankok és a bécsi tőzsde által alkotott konzorcium többségi tulajdonossá válhatott, mely egy regionális tőzsdeszövetség kialakítását vetítheti előre, bár konkrét, kézzel fogható eredmények egyelőre nem születtek. Ennek egyik legfontosabb oka, hogy a Varsói Tőzsde helyzete még bizonytalan. Bár kereskedési rendszerükkel az Euronext felé nyitottak, tulajdonosa még mindig 100%-ban az állam. Bécs nyilvánvaló szándéka, jelentős tulajdonrészt szerezni a lengyel piacon is,

hiszen Varsó nélkül e regionális szövetség alig volna jelentősebb forgalomban és kapitalizációban a nemzeti piacoknál.

- III. Egy vezető értékpapírpiachoz történő csatlakozáskor a domináns szereplő adott, így nagyfokú alkalmazkodás és kompromisszumkészség szükséges az újonnan belépők számára. Különösen a menedzsment számára lehet nehéz az önállóság jelentős feladása. Mindeztidáig kevés sikeres ilyen jellegű kapcsolat épült ki, bár próbálkozások voltak (például a Baltikum és a NOREX között). Ennek legfőbb oka, hogy előfeltétel az azonos makrogazdasági fejlettség és politikai-társadalmi tőkepiaci szemléletmód. Közel egyenrangú feleknél pedig a legtipikusabb probléma technológiai eredetű: melyik fél kereskedési rendszere optimálisabb a közös jövőben? Egy már működő megoldás adaptációja általában a gyorsabban járható út, de éppen egy tőzsdeszövetség komplex igényei miatt volna szükség egyedileg fejlesztett rendszerre. Hasonló jelentőségű az elszámolási rendszerek inkonzisztenciája, mely szintén akadályozott már meg integrációt.

Bécs és Frankfurt kapcsolata e változat specialitásának tekinthető. 1999 novemberétől Bécs összekapcsolta kereskedési rendszerét a frankfurti tőzsde Xetra (Exchange Electronic Trading) rendszerével, ami lehetővé tette, hogy a bécsi tőzsde 80 résztvevője közvetlen kapcsolatba kerüljön Frankfurt mintegy háromszáz kereskedőjével, s az addig szinte zárt körben forgó részvények szélesebb európai környezetben mutassák meg magukat. Így az osztrákok gyakorlatilag a Xetra hálózatára kerültek, de nem azonos piacra. Az ő rendszerük jogilag független a Deutsche Börsétől. Tehát itt a tőzsde működésének csak egy pontján alakítottak ki együttműködést a felek.

A regionális helykeresés után a Baltikum piacai végül Helsinkivel léptek magasabb szintű szövetségre. 2001 februárjában a Tallini Tőzsde (TSE) és a HEX megkötötte stratégiai szövetségét. Helsinki 50%-os részesedést szerzett az észt tőzsdében, és 2002 februárjában bevezette a kereskedési rendszerét. Áttekintve lehetőségeit a lett tőzsde is stratégiai partner keresésébe fogott, így 2002 augusztusában a HEX 92,98%-os tulajdonrészt szerezhetett a rigai

piacból. Mind a lett, mind az észt tőzsde függetlenül működik, de az OMX márkaneve alatt¹³¹. A költségcsökkentés legfőbb tényezője a kereskedési rendszer adaptálása volt. 2004 májusában az OMX megszerezte a Vilnusi Tőzsde többségi részesedését is, így fogva össze az Észak-Baltikum összes szabványosított tőkepiacát.

2004 áprilisában az OMX piacai csatlakoztak a NOREX szövetséghez, majd 2004 szeptemberében áttértek a NOREX kereskedési platformjára, a SASSEX rendszerre¹³². 2005 februárjában a Koppenhágai Értéktőzsde (CSE) is csatlakozott az OMX-hez.

Varsó az Euronext felé nyitott, 2001-ben bevezette annak kereskedési rendszerét.

IV. A teljes integráció azt jelenti, hogy feltétel nélkül minden elemében beolvad a csatlakozó tőkepiac egy másik hálózatba. A kezdeti nehézségektől eltekintve hosszú távon így érhető el a maximális költséghatékonyság:

1. Az összes előny egy szervezetnél realizálódik, azaz nem keletkezik súrlódás a szinergiaallokációból, mint ahogyan az lazább kapcsolódásokban történik.
2. A piac vonzási képessége a méretből és a szoros kapcsolatból adódóan hitelesebb.
3. Az egyesült szervezet belső koherenciája magától is összecsiszolja az együttműködő feleket, nem kell azt előre külső biztosítékokkal megoldani, ahogyan lazább kapcsolatépítés esetén.

A tőzsdék szervezete számára így létrejövő előnyök mellett azt is látni kell, hogy ebben az esetben a piac méretéből adódóan ismét csak megnő a kereskedett vállalatok optimális mérete, vagyis a helyi vállalatok egy köre számára elveszik az információs hatékonyság.

Előnyei ellenére kevés egymásra találásnak lehettünk tanúi a múltban, hiszen még ott is sok tárgyalás fulladt kudarcba, ahol a közös szándék megvolt. A

¹³¹ 2003-ban OMX név alatt a HEX Group egyesült az OM-mel, a svéd piac működtetőjével.

¹³² Vilnius csak 2005 májusában adaptálta ezt.

nemzeti identitás eltűnésének sokszor politikai vetületei is vannak. További probléma, hogy az előnyök hosszú távon jelentkeznek, de a szervezetek illeszkedésének kezdeti költségeit egyik fél sem vállalja.

Sikeres példája a fúziós megoldásnak az Euronext esete. Az Euronext 2000-ben jött létre a korábbi francia (Société des Bourses Françaises SA, SBF), holland (Amsterdam Exchanges NV, AEX) és belga (Société de la Bourse de Valeurs Mobilières de Bruxelles SA/Effectenbeursvennootschap van Brussel NV, BXS) tőzsdék egyesülésével. Mindhárom börze az Euronext NV leányvállalata lett¹³³, új nevük: Euronext Paris, Euronext Amsterdam és Euronext Brüsszel. A vállalatok papírjait közös platformon forgalmazzák, így mind kibocsátói, mind kereskedési szempontból az optimális megoldást élvezik. E megoldás sikerét mutatja, hogy az Euronext indulása óta eltelt néhány évben felvásárolták a Londoni Nemzetközi Határidős Tőzsdét, a LIFFE-t (2002. december)¹³⁴, és a portugál értéktőzsde (Lisbon Stock Exchange) is csatlakozott az egyesüléshez. Az Euronext példája azért kivételes, mert a résztvevők képesek voltak megtartani identitásuk főbb elemeit.

2005 májusában hirdették ki az egyesült balti piacok koncepcióját, melyben teljes integráció jött létre a NOREX Group alatt a három balti ország tőzsdéi között (közös értékpapír-kibocsátás, közös kereskedési szabályok, valamint közös tagság, elszámoló és letéti rendszer).

Úgy tűnik tehát, hogy egy feltörekvő tőkepiac számára elkerülhetetlen az önállóság (legalább részleges) feladása és kapcsolódása egy érett, életképes pénzügyi központhoz. De vajon melyik út az optimális? Véleményem szerint egy közös, regionális tőzsde csatlakozása egy nyugati piachoz járhatna a legkedvezőbb hatásokkal:

- A jobb alkupozíció miatt a korábbi menedzsment befolyásának fennmaradása (kompromisszumokkal).
- A lehető legnagyobb nyilvánosság és átláthatóság a forgalmazott vállalatok számára.

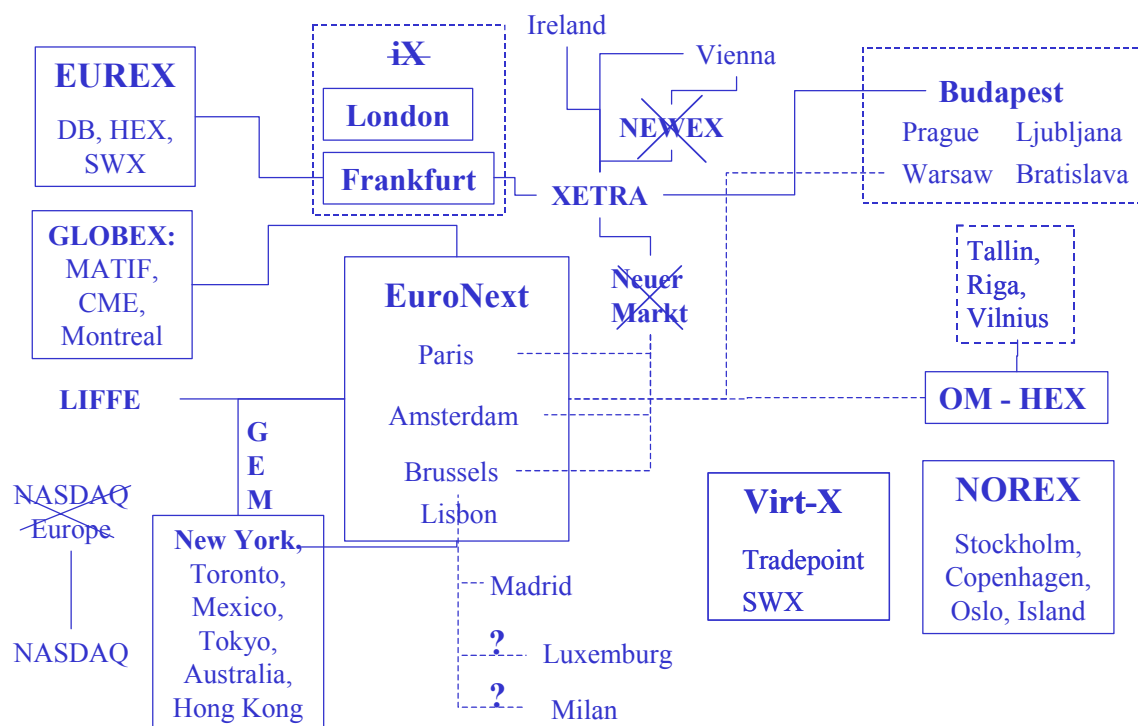
¹³³ A tulajdoni arány a fenti tőzsdék tulajdonosai között rendre 60%, 32%, 8%.

¹³⁴ Azóta az Euronext származékos tevékenységének döntő része a LIFFE elektronikus kereskedési platformján, a Connecten zajlik.

- ❑ Teljes harmonizáció jogi szempontból, és a költségszerkezet tekintetében (az EU direktívának megfelelően).
- ❑ Az egyes nemzeti érdekek és kormányok befolyása és torzító intézkedései alól való kikerülés.
- ❑ A fentiekből következően ez a legvonzóbb megoldás a külföldi befektetők számára is, mely pozitív kört indítva növekvő likviditással és kibocsátási kedvvel párosulna.

Második legjobb megoldásnak az egyedileg történő integrációt látom. Ekkor ugyanis a korábbi menedzsment nagyrészt feladja pozícióit és tacit tudását, kisebb a kényszer a harmonizációra. Az integrálódó kisebb piac elsorvadhat, és kibocsátói kevésbé lesznek láthatóak, vonzóak a nemzetközi befektetők számára, bár összgazdasági szempontból még mindig jobban mint egyedileg, integráció nélkül, hiszen így valós pénzügyi funkcióit betöltő piac jöhet létre.

28. ábra: Az európai tőzsdék kapcsolatrendszere



Forrás: Horváth [2001] aktualizálásával

Térségünk piacai számára lehetséges partner lehet a Deutsche Börse, a Euronext, a LSE és a Norex. A Deutsche Börse és London a legkevésbé valószínű aktív partner.

Mindkét fél – mint a legnagyobb piacok Európában – azt igyekszik elérni, hogy a fejlődő országok vállalatai közül a legjelentősebbek és így a legnagyobb forgalmat bonyolítók, náluk külön jelentkezzenek kibocsátóként.

Mi jelenthet esélyt a csatlakozáshoz a feltörekvő tőkepiacok számára? A 28. ábrán is látható módon egyelőre rendkívül polarizált az európai tőzsdék kapcsolati rendszere. Az integrálódási folyamat azonban olyannyira akadozó, hogy lehetőséget nyújt az újak számára a felzárkózáshoz.

Összeurópai szinten, az amerikai és japán piacokkal való versenyben nyilvánvalóan kíváncsi a legnagyobbak integrációja. A közös európai piac létrejötte már az 1990-es évek elején konkrét elképzelésekben öltött testet, amikor a legnagyobb hat piac összeolvadásának terve meg is született. A kereskedési és elszámolási rendszerek összeegyeztetése azonban túl nagy feladatnak bizonyult. Bár folyamatosan merülnek fel az újabb és újabb egyesülési ötletek, kísérletek¹³⁵, még a kereskedési idők harmonizációja sem valósult meg mindmáig. A közeljövőben pedig a fent bemutatott regionális kapcsolatépítések sem fogják megkönnyíteni az összeurópai tőkepiac kialakulását.

ÖSSZEGZÉS

E fejezetben a kormányzat, a vállalatok és a háztartások szemszögéből elemeztem az új EU tagországok tőzsdéi iránti igényeket. Bár a kormányok a legtöbb országban

¹³⁵ 1998 júniusában kezdődött az első iX-projekt, ahol a London Stock Exchange (LSE) és a Deutsche Börse (DB) közös stratégiai szövetség kialakítását célozták meg. Az első körben egységes kereskedési rendszert terveztek, majd ettől – magas költségei miatt – visszaléptek. A tervek szerint 2000 novemberében indult volna a közös működés, de szinergiahatások hiányában és a tradicionális különbségek miatt a végső megállapodás kútba esett. 2002 első felében felmerült az a lehetőség is, hogy a Nasdaq és az LSE egyesülésével létrejöhet a világ legnagyobb koncentrált tőkepiaca. A németek (a Deutsche Börse AG) erre válaszul ismét vételi ajánlatot tettek a LSE-re. Végül egyik elképzelés sem valósult meg. 2005-ben a német fél még egy alkalommal megpróbálta felvásárolni a LSE-t, de a kisorszvényesek meggyőzése ismét sikertelennek bizonyult. Az LSE részvényeinek megszerzéséért az OM-csoport is jelentkezett, sikertelenül.

Az amerikaiak válaszlépése az volt, hogy a Nasdaq 2001. március elején többségi tulajdont szerzett az Easdaqban, amelynek a neve Nasdaq Europe lett. A Nasdaq a LIFFE-vel, a londoni származékos piaccal is kapcsolatba került, amikor megállapodást kötöttek arról, hogy a New Yorkban kereskedett határidős kontraktusokkal akkor is lehet Európában üzletelni, amikor a tengerentúlon a piacok zárva tartanak.

2006. június 2-án a Euronext és a NYSE, mint egyenlő felek összeolvadását jelentette be, mely az első transzatlanti tőzsdeegyesülés. Sőt 2007. január 31-én a NYSE-Euronext tőzsdekonzolidáció bejelentette, hogy szövetségre lép a világ második legnagyobb börzével, a Tokyo Stock Exchange-dzel (TSE).

igyekeztek egy piac által vezérelt pénzügyi közvetítést kiépíteni, sem a vállalatok, sem a lakosság nem volt fogékony erre.

Fontos észrevétel volt, hogy a feltörekvő tőkepiacok fejlődésének egy adott szakaszában fellendülésük és hanyatlásuk azonos forrásból származik. Éppen a makrogazdasági fundamentumok javulása, az átláthatóság és a hatékonyságnövekedés vezet oda, hogy a vállalatok egyre nagyobb köre képes megfelelni a nagy és hatékony tőkepiacok elvárásainak, mind likviditás, mind volumen tekintetében. A külföldön való megjelenés a fejlődés párhuzamos velejárója, és abból adódik, hogy, bár a tőkepiac adott területeken fejlődőképes és látszólag lépést tart a fejlett tőkepiacokkal, valójában a belső pénzügyi közvetítés funkcionálisan nem hatékony¹³⁶. A migráció következtében a vállalatok tőkevonzó képessége növekszik, miközben olcsóbban, rövidebb határidővel, nagyobb befektetői körben tudják teríteni papírjait. A befektetők számára pedig még nagyobb likviditást és így alacsonyabb implicit költségeket jelent a nagyobb piac. A külföldi kibocsátás negatív hatása a hazai tőkepiacra annak természetes marginalizációját okozza. Ennek mértékét és ütemét lehet késleltetni, hosszú távon pozitív és negatív hatásokkal. Negatív mechanizmusokat indukál, ha a tőke szabad áramlását, illetve a hazai pénzügyi közvetítőik portfólióját jogi eszközökkel, adminisztratív korlátozásokkal befolyásolják, ahogy erre – az elmúlt másfél évtized tapasztalata alapján – számos példa hozható¹³⁷. Pozitív folyamat, ha a tőzsdék költségeinek racionalizálásával, nemzetközi stratégiai partner keresésével képesek a kibocsátók minél szélesebb körére támaszkodva működni. Az állam szerepe sem torzító, amennyiben a gazdaságpolitikai döntéshozók a makrogazdasági stabilitás fenntarthatóságára, a külföldi tőke megnyerésre törekednek a kisebb, de tőzsdéképes vállalatok számára.

Azt is láttuk, hogy a társadalom piackonform magatartása és a piaci szemlélet kialakulása nem következhet be releváns időtávon belül, így a belső megtakarításokra csak igen korlátozott mértékben lehet számítani, azok nem képesek átvenni a

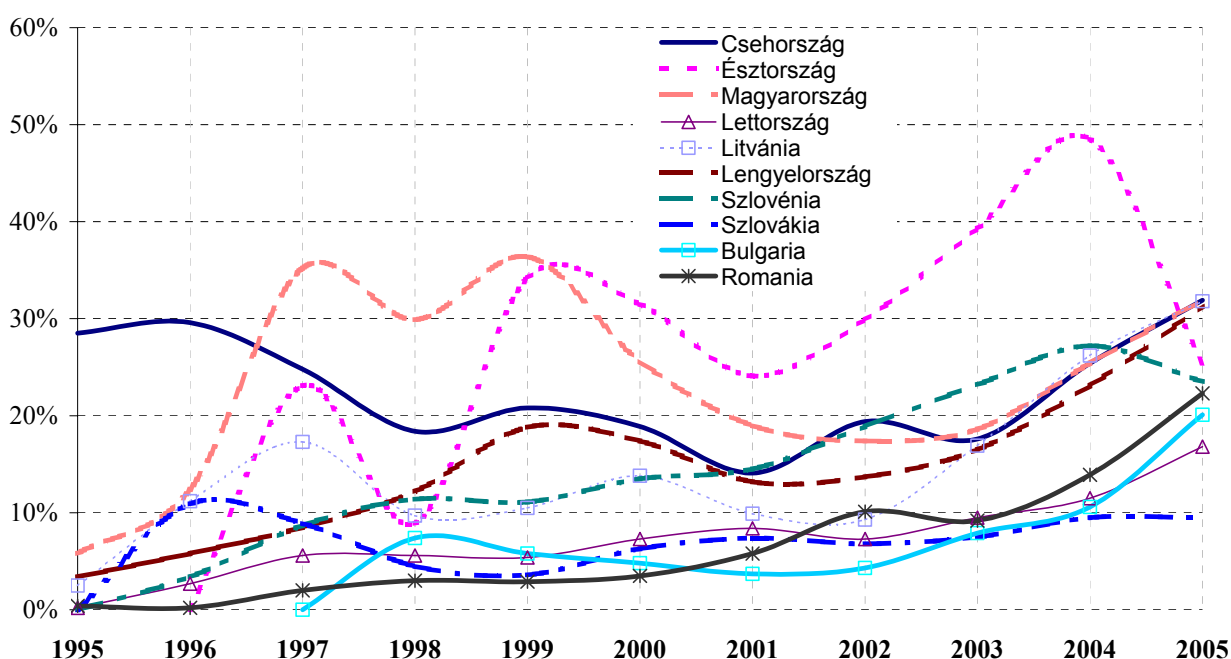
¹³⁶ Antal László éles szemmel vette észre és hívta fel a figyelmet arra, hogy e fordított U alakú viselkedés, és a „fel-le ugrásos” fejlődés szoros összefüggésben áll azzal, hogy a tőkepiac miért nem hatékony és miért nem járul hozzá a gazdasági növekedéshez a mélyülés első szakaszában.

¹³⁷ Lengyelországban például még az 1990-es évek végén is egy nyugdíjalap portfóliójának legalább 95%-át belföldön kellett befektetnie, így a kockázatsökkentés természetes módja (diverzifikáció) helyett más megoldást kellett találnia a kockázat csökkentésére, mely szuboptimális eszközallokációhoz vezetett.

külföldi tőke szerepét, amikor azok intenzitása és volumene a nagyvállalatok migrációját vagy általános tőke kivonást követően visszaesik.

Vessünk egy pillantást a tőzsdei kapitalizáció GDP-hez mért arányára, és ennek alakulására a vizsgált országokban. Ez egyben gyakran alkalmazott mértéke a pénzügyi közvetítés mélységének a tőkepiac oldaláról, mely az EU-15 országokban, de Máltán és Cipruson is 120% fölött van. Látható, hogy az elemzett tíz ország közül 2005-ben a listavezetők sem érték még el az EU-15 átlagának negyedét sem (29. ábra).

29. ábra: Tőzsdei kapitalizáció/GDP



Forrás: EBRD Transition Report [2006]

Az ezredfordulót követően minden országban bekövetkezett a kapitalizáció visszaesése, majd ismételt növekedése. Azonban – ahogy e fejezetben elméletben alátámasztottam –, ez koránt sem jelenti, hogy az új növekedés már a szerkezeti transzformáció jegyében egy egészséges, funkcionálisan működő tőkepiacon zajlik. Az elméleti alátámasztás mellett egy mélyebb ökonometriai vizsgálatot, az ún. szinkronitásvizsgálatot az empirikus fejezetben végzek el.

5. tézis: *Egy ország tőkepiacát addig semmiképpen sem tekinthetjük érettnek, ameddig nem a pénzügyi intézményektől elvárt funkcionális hatékonysággal működik, függetlenül attól, hogy likvidításban és kapitalizációban mennyire közelíti meg a fejlett országok hasonló mutatóit. Ilyen értelemben az új EU tagországok szabványosított tőkepiacai kifejezetten fejletlennek tekinthetők.*

5. FEJEZET - A TŐKEPIAC SZEREPÉNEK ÚJRAGONDOLÁSA ÉS JELENTŐSÉGE AZ ÁTALAKULÓ ORSZÁGOKBAN¹³⁸

Az előző fejezetben azokat az érveket mutattam be, melyek a vizsgált országok tőzsdéinek hatékonytalanságát elméletben magyarázzák. Fontos azonban látni, hogy a nemzeti tőzsde intézménye nem egyenértékű a tőkepiaccal. A vegyes pénzügyi közvetítés kialakulása a 4. tézisem értelmében lényeges és különösen időszerű.

Ebben a fejezetben azt fogom megmutatni, hogy a tőkepiac egy olyan eszköz, mely nélkül a gazdasági növekedést hátráltató vállalati tulajdonszerkezet és vállalatirányítási viselkedésmód alakul ki, sőt e nélkül az állam is hajlamosabb ad-hoc módon befolyásolni a vállalatok működési feltételeit.

Ehhez Stulz [2005] modelljét hívom segítségül, és bevezetem a kettős elsajátítási probléma fogalmát. E jelenség vizsgálatának azért szánok egy külön fejezetet, mert egyrészt rámutat számos fontos összefüggésre a pénzügyi globalizáció és a feltörekvő országok intézményrendszere között. Másrészt segítségével igazolni tudom a 4. tézisemben megfogalmazott állításomat, mely szerint az intézményi fejlettség alacsony szintje megakadályozza a pénzügyi közvetítés pozitív hatásait, például azáltal, hogy a külföldi szereplők nem lépnek be a piacra, így nem kényszerítik ki a nagyobb versenyt és hatékonyságot. Harmadrészt pedig a kettős elsajátítási probléma különösen releváns a tranzíciós országokban. Itt ugyanis az átmenet során a gyenge kormányzat és az épp csak formálódó piacgazdaság intézményei párosulnak a keleti-típusú privatizáció során legtöbbször kialakuló tulajdonosi koncentrációval.

¹³⁸ A fejezet egy korábbi, lényegesen hosszabb változata, egy kettős esettanulmánnyal kiegészítve győzött a Magyar Innovációs Szövetség – Menedzsment Képzés Alapítvány Harsányi István pályázatán 2005 szeptemberében. A fejezetben leírt modell egy korai változatát előadtam a Doktoranduszok Országos Szövetségének Tavaszi Szél 2005 konferenciáján.

A KETTŐS ELSAJÁTÍTÁSI PROBLÉMA

A kettős elsajátítási probléma egy olsoni alapokon álló, összekapcsolódó makro- és mikroszintű opportunistá csoportviselkedésből adódó piaci hatékonyságcsökkentő tevékenység. Az egyes elosztási koalíciók (olsoni értelemben) önértéküknek megfelelően befolyásolják a vállalat pénzáramlásait, melyek tulajdonosi érdekeket sértő problémát idéznek elő. A jelenség, mind makro- (állami), mind mikroszinten (vállalatok) releváns, melyek kölcsönhatásban vannak, ezért kettős az elsajátítási probléma. E jelenség akkor jelentős, amikor mind az állam, mind bizonyos vállalati érdekcsoportok (melyeket a tulajdonosi-menedzsment összefonódás miatt bennfenteseknek nevezek) saját hasznosságukat növelendő negatívan befolyásolják a vállalatok pénzáramlásait. E probléma torzítja a vállalatok tulajdonosi szerkezetét, finanszírozási döntéseit, ezeken keresztül pedig csökkenti hatékonyságukat és végső soron a gazdasági növekedést.

Ha a kettős elsajátítási probléma jelentős, a szórt tulajdonosi struktúra nem lehet hatékony, azaz a vállalat egyedi kockázata nem osztható szét a különböző (nemzetközi) befektetők között, így a bennfentesnek kell vállalnia azt. Ez pedig – ahogy majd látni fogjuk – a pénzügyi szektor lassabb fejlődéséhez, kevesebb külföldi befektetett tőkéhez, a fogyasztás magasabb ingadozásához, kisebb vállalati mérethez és alacsonyabb gazdasági növekedéshez vezet.

Mi is ennek a kettős problémának a működési mechanizmusa? A vállalati bennfentes érdekcsoportok számtalan módon képesek opportunistá módon járadékot elvonni, mellyel a vállalat szabad cash-flow-ját csökkentik. Ott, ahol a tulajdonjogok kikényszeríthetősége és a befektetők jogi védelme erős, a menedzsment hatalmának elburjánzásában, „birodalomépítésben” érhető tetten (klasszikus ügynöki probléma – pl. az angolszász országokban), máshol erre nincs szüksége a vállalat vezetésének, mert közvetlenebb módon (például az üzleti terv befolyásolásával, „fiktív” számlázással, vagy akár lopással¹³⁹) is képes elsajátítani a vállalat pénzáramlásának egy részét.

¹³⁹ Az orosz olajvállalatok esetében, például egyszerűen a menedzsment-közei vállalkozások messze a világszármazékhoz (Desai és szerzőtársai [2004]).

Mikroszinten tehát a vállalat érintettjeinek egy adott csoportja, akiket bennfenteseknek (insiders) nevezhetünk¹⁴⁰ sajátíthatja el a cég pénzáramlásának egy részét. Makroszinten az állam a külön érdekeket védelmező csoportok hatására hajtja végre Cash-flow torzító tevékenységeket különböző formában (adókon, járulékokon keresztül, bizonyos tevékenységeket korlátozó jogalkotással, eszközök lefoglalásával, megvesztegethetőséggel, stb., de ide sorolható a teljes államosítás valószínűséggel súlyozott mértéke is). Olson [1987] 5. következtetésének megfelelően: „Az óriás szervezetek [...] ösztönzése kiterjed arra is, hogy a szervezet tagságát előnyben részesítő jövedelem-újraelosztást a lehető legkisebb többletteleher mellett hajtsák végre...” Vagyis az egyes elosztási koalíciók önértéküknek megfelelően befolyásolják az államot, mely előidéz egy elsajátítási problémát. Ezen elsajátítás okozta fenyegetés hozza létre a kettős elsajátítási probléma második részét. Rajan és Zingales [2003] a pénzügyi piacok politikai fejlődéelméletének kidolgozásakor szintén rámutat, hogy a politikai elit hajlamos minden alkalmat megragadni, hogy akadályt gördítsen a nyitott és hatékony pénzügyi piacok kialakulása elé, hiszen e piacok csökkentik pénzügyi hatalmuk forrásait.

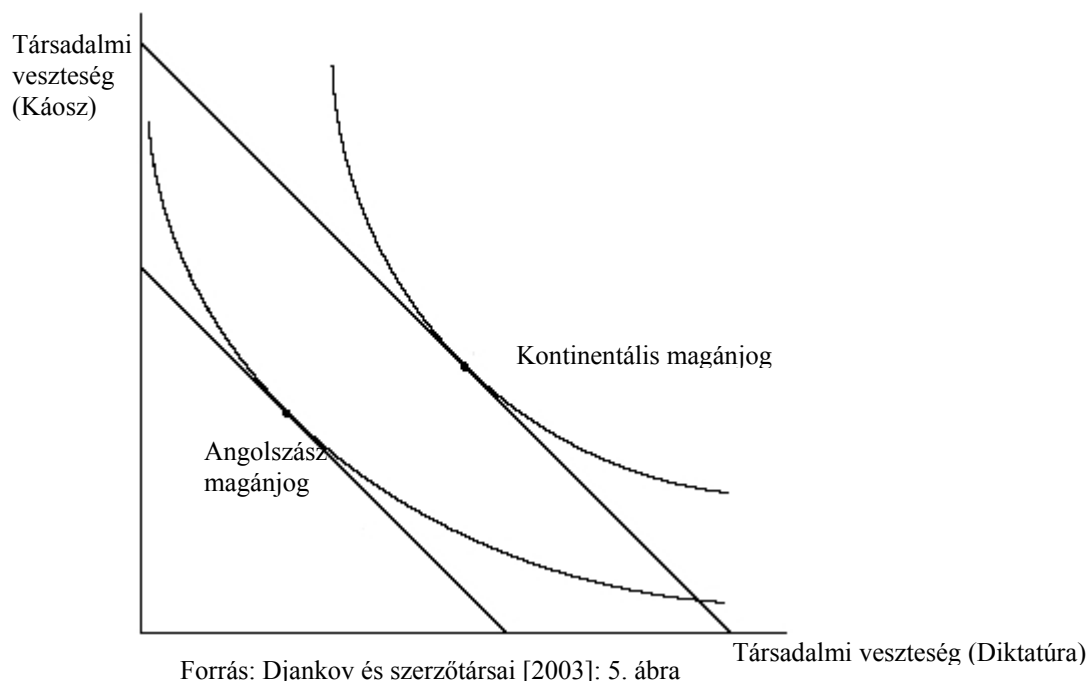
Ha az állam működése gyenge lábakon áll, az épp hatalmon lévő elosztási koalíciók önértékkövetése kerül előtérbe ahelyett, hogy a tulajdonjogok és a szerződések kikényszeríthetőségének erősítésén fáradoznának. Pinkowitz és szerzőtársai [2006] a korrupció hatását vizsgálták a vállalati pénzáramlásokra. 6000 vállalatot tartalmazó mintájukon végzett méréseik eredménye szerint alacsony korrupció esetén 1 USD szabad pénzáramlás átlagosan 0,91 USD-t ért a kisbefektetők számára, míg mindössze 0,33 USD-t azokban az országokban, ahol a korrupciós index magas volt. Sőt, a szerzők azt is megmutatták, hogy az osztalékot magas korrupció esetén messze többre értékelték a befektetők, mint alacsony korrupciós környezetben, ahol az állami elsajátítás veszélyétől sokkal kevésbé kellett tartani.

A vállalati bennfentesek elsajátítását két tényező korlátozza. Egyrészt az esetleges „lebukás” után várható büntetés. Ez állami hatáskör, a befektetővédelmi jogszabályok kikényszeríthetőségének erősségétől függ. Másrészt a vállalat is képes határt szabni a bennfentesek elsajátításának, ennek leghatásosabb eszköze a

¹⁴⁰ Ahogy azt majd megmutatom, a tulajdonosi és menedzsment funkciók szükségszerűen összefonódnak ott, ahol a kettős elsajátítási probléma jelentős.

nyilvános kibocsátás és a tőkepiacon való megjelenés, mely együtt jár a kötelező, időszakos (negyedéves) beszámolókkal, a minősített auditorok alkalmazásával, stb. Vagyis a tőkepiac – függetlenül attól, hogy földrajzilag hol helyezkedik el – nélkülözhetetlen eszköz azon vállalatok tulajdonosai kezében, akik korlátozni szeretnék a kettős elsajátítási probléma miatti elsajátításokat. Ez nem egy új funkciója a tőkepiacnak, hanem az ellenőrző-információs funkcióinak speciális, a fejlődő/feltörekvő országok számára kiemelkedő jelentőségű funkciója.

A kettős elsajátítási probléma ilyen értelmezése Djankov és szerzőtársai [2003] cikkével azonos alapokra építkezik, ahol a szerzők megmutatják, hogy az intézmények feladata annak az iker veszélynek (*twin dangers*) kezelése, melyet a diktatúra (*dictatorship*) és a káosz, a teljes zűrzavar (*disorder*) dichotómia jelent. Az egyik véglet (a káosz) társadalmi költsége az egyén opportunistá viselkedéséből adódó privát elsajátítás. A másik véglet (a diktatúra) társadalmi költsége az állami elsajátítás. Épp e dichotómia működési mechanizmusát figyelhetjük meg a kettős elsajátítási probléma kétféle megjelenésekor. Acemoglu [2005] modellje megmutatja, hogy az erős és gyenge állam torzító hatásai között miért van trade-off. Ezt grafikusan is bemutatja a 30. ábra. A két tengelyen a túl erős illetve a túl gyenge állam által okozott társadalmi veszteség található. Mivel mindkettő egyformán káros, egy az egyhez átváltást feltételezve egy 45 fokos negatív meredekségű egyenessel képezhető le a trade-off a káosz és a diktatúra között, mely a teljes társadalmi költséget mutatja. A görbék az intézményi lehetőségek görbéi (*Institutional Possibility Frontier (IPF)*), melyek megmutatják, hogy az állam erejének egységnyi növelésével milyen mértékben csökkenthető a káosz okozta társadalmi veszteség. Minden jogrendszer illetve társadalmi rend meghatározott kikényszerítő erővel rendelkezik. Ahogy már Coase [1960] kiemelte nincs szabály, mely teljesen kikényszeríthető volna, és nincs intézmény, mely teljes mértékben megszüntetné a tranzakciós költségeket. Az egyes intézményrendszerek ugyanakkor e tekintetben eltérő hatékonyságúak (30. ábra). Adott rendszert jellemző görbe és a társadalmi összköltség érintési pontja adja az optimális intézményi kombinációt egy társadalom számára.

30. ábra: Az egyes jogrendszerek a káosz és diktatúra dichotómia függvényében

Amennyiben a kettős elsajátítási probléma releváns, az adott ország intézményi felépítése jelentősen befolyásolja a pénzügyi eszközök kereskedését és árazását, még ott is, ahol nincsenek explicit korlátozások, azaz az ország integrálódott a nemzetközi tőkeáramlás folyamatába. Ennek legszembeötlőbb bizonyítéka a jogrendszer hatása a vállalatok tulajdonosi szerkezetére. Csak az angolszász országok befektetővédelmi szabályai biztosítják a feltételt a szórt tulajdonú részvénytársaságok általánossá válásához (La Porta és szerzőtársai [1998]), hiszen ez az a rendszer, amelyben minimális az állami és a vállalati bennfentesek (menedzserek vagy többségi tulajdonosok) opportunistá magatartásából adódó elsajátítás mértéke (30. ábra).

Tehát e kettős veszély mértéke országspecifikus. A szórt tulajdonosi szerkezet csak átlátható működés mellett alakulhat ki, ez azonban nagy mértékben kiszolgáltatottá tenné a vállalat kisérszvényeseit mind az állami, mind a bennfentes elsajátításnak. A kettős elsajátítási probléma erősödése egyre kifizetődőbbé teszi a tulajdonosi részesedés növelését, vagyis e jelenség egyértelmű oka annak, hogy a legtöbb országban a koncentrált tulajdonosi forma dominál.

A bennfentesek vállalati részesedésének mértékét növeli az elsajátításból származó várható hozam, de csökkenti a kockázattal járó hajlandóságuk mértéke. Minél nagyobb részesedéssel rendelkeznek ugyanis, annál több egyedi kockázatot

kénytelenek vállalni. Részesedésük növelésének az is határt szab, hogy elsajátításuk mértékének növekedése csökkenti egyrészt befektetőtársaik befektetési hajlandóságát, másrészt a vállalat működési pénzáramlásait. Kockázati averziójuk a legfőbb oka annak, hogy a bennfentesek kénytelenek más befektetőket bevonni. A járadékfelvonásnak tehát van egy költsége a domináns vállalati érdekcsoportok számára. Ez a költség egyrészt függ az elsajátítás mértékétől, másrészt a befektetőket védő szabályozás kikényszeríthetőségének erősségétől. Egy küszöbérték fölött a bennfentesek által elvont pénzáramlások hatására a vállalat értéke nagyobb mértékben csökken, mint az elvont cash-flow jelenértéke, hiszen ez hatást gyakorol a vállalat további külső forrásainak költségére. Ez a többlet egy holtteher veszteség, mely szintén befolyásolja a bennfentesek döntését az elsajátítás mértékét illetően, a vállalat végső pénzáramlásának nagyságán keresztül. Így – adott intézményi keretben¹⁴¹ – kialakul egy átváltás.

A vizsgálatba bevonva az állami elvonások mértékét is, ennek növekedése nyilvánvalóan emeli a vállalati bennfentesek elsajátításának mértékét, valamint a vállalat átláthatóságának csökkenését. Azokban az országokban, ahol a kettős elsajátítási probléma jelentős, a tulajdonosi szerkezet koncentráliódik, hiszen az állami elvonások mértéke erősíti a bennfentesek elvonási kényszerét. Ennek nyilvánvaló oka, hogy a vállalati érdekcsoportok ezt az állami elsajátítás előtt képesek realizálni, míg a vállalat végleges pénzáramlásaiból csak azt követően részesednének. Bár az állami elvonások növekedése a bennfentesek által elsajátított pénzáramlások növekedéséhez vezet, az állam képes korlátozni ebben a vállalati érdekcsoportokat a megfelelő jogi és az általános intézményi stabilizálás megteremtésével.

A koncentrált tulajdonszerkezet a kockázatok korlátozott alokációját eredményezi, így lassítja a pénzügyi közvetítés mélyülését és a gazdasági növekedést. Ez természetes módon összecseng Olson [1987] 4. és 7. következtetésével, mely szerint „... a különérdekeket védelmező csoportok és hallgatólagos egységek résztvevői csökkentik a hatékonyságot és az összjövedelmet, ...” „Az elosztási koalíciók lassítják az új technika bevezetését, valamint az erőforrások változó feltételeknek megfelelő újraelosztását, így csökkentik a gazdasági növekedés ütemét.”

¹⁴¹ Itt feltételezem, hogy meghatározott intézményi keretben adott az állami elvonás mértéke is.

A kockázatok allokációjának korlátozott lehetőségei ugyanakkor csökkentik a pótlólagos projektek megvalósításának lehetőségét, mely egyértelműen lassítja a pénzügyi globalizáció terjedését.

A KETTŐS ELSAJÁTÍTÁSI PROBLÉMA ÉS A NEOKLASSZIKUS ELMÉLET

A neoklasszikus elmélet olyan konkrét, explicite definiálható korlátokat épít be modelljeibe, mint a tőkeáramlási korlátozások, vagy a pénzügyi eszközök kereskedésének megadóztatása. Friedman [2005] is úgy fogalmaz, hogy a globalizáció a világot „lapossá” teszi, azaz eltörli azokat az akadályokat, melyek a múltban a vállalatok és az egyének között kialakuló intenzív versenyt csökkentették. Nem meglepő módon a neoklasszikus modellekben a korlátozások csökkenésével együtt járó jólétnövekedés egyértelműen igazolja a pénzügyi globalizáció jótékony hatásait. A mainstream befektetéselmélet szerint a befektetők a lehető legjobban diverzifikált portfóliót tartják, azaz az egész világra kiterjedő eszközoptimalizációt hajtanak végre, vagyis befektetési döntéseik nem országspecifikusak (Karolyi és Stulz [2003]).

Ezen elméleteket ütköztetve az empirikus eredményekkel számos paradoxont tart számon a szakirodalom¹⁴². Ilyen többek között hazai befektetések iránti elfogultság (*home bias*), a Feldstein-Horioka puzzle, vagy a Lucas paradoxon. Vagyis a neoklasszikus modellek, melyek ugyan jól írják le a globalizáció általános tendenciáit, a valóságos tényeknél gyorsabb folyamatokat jósolnak. A kettős elsajátítási probléma egy olsoni gondolati keretben olyan magyarázó erővel bír, mely indokolja a neoklasszikus elméletektől való eltéréseket. Így azt is – amint Crafts [2004] áttekintő cikkében állítja –, hogy a pénzügyi globalizáció pozitív hatásai miatt csak korlátozottan érvényesülnek a fejlődő/feltörekvő országokban.

Ám, hogy ne essek a monokauzális érvelés csapdájába, röviden áttekintem, hogy milyen más okok magyarázhatják a pénzügyi globalizáció térnyerésének gátját, vagy

¹⁴² Bár a szakirodalomban bevett szó a paradoxon, véleményem szerint itt nem erről van szó. Ez a szó ugyanis azt implikálja, hogy itt valamilyen ellentmondás, kontraszt, feszültség van. Valójában azonban a neoklasszikus modellek predikciói jók, az ettől való eltérést az intézményi környezet, a piaci szereplők magatartása és ezek változása okozza. A bemutatott modellem is éppen azt fogja bizonyítani, hogy milyen intézményi és viselkedési tényezők magyarázzák a mainstream megállapításaitól való eltéréseket.

legalábbis lassulását, illetve azt a tényt, hogy a tulajdonosi struktúra, a vállalatok mérete és tőkeszerkezete, valamint a vállalatirányítás jellemzői továbbra is igen heterogének a világon.

Nyilvánvaló, hogy míg egyes belépési korlátok gyengülnek, addig helyettük mások erősödnek meg. Török [2003] szemléletesen mutatja be, hogyan következett be egy átváltás a korábban jelentős természeti és jogi-adminisztratív korlátozások és a jelenleg releváns „láthatatlan” stratégiai korlátok között.

Csaba [2003] szerint a globális trendekkel szemben alapvetően négy fő folyamat érvényesül helyi szinten, elsősorban a kulturális különbözőség miatt. Ezek a vállalatirányítás, a munkapiac, a közigazgatás működési mechanizmusának kultúrafüggősége, valamint az a tény, hogy az intenzív versenyben mindig valamilyen egyedi megoldás jelenthet előnyt. Éppen ezért emeli ki Csaba [2005] a globális piacok kialakulására adható válaszként a lokális politika fontosságát.

A neoklasszikus pénzügyi elmélet néhány „hiányosságára”¹⁴³ a pénzügyi viselkedéstan is képes volt meggyőző magyarázatot adni. Az egyén magatartásának sajátos motívumai nyilvánvalóan befolyásolják a globális trendek mellett lokálisan bekövetkező folyamatok diverzitását.

A KETTŐS ELSAJÁTÍTÁSI PROBLÉMA EGYSZERŰ MODELLJE

A kettős elsajátítási probléma alapvető verbális jellemzése után egy egyperiódusos modellben bemutatom a befektetővédelem erőssége és a vállalati belső érintettek privát hasznainak érdekében történő járadékok elsajátítása közti kapcsolatot. A modellépítésben Stulz [2005] valamint Shleifer és Wolfenzon [2002] modelljére is támaszkodom. Az eredeti modelleket számos helyen finomítottam, és tettem alkalmassá állításaim alátámasztására. A modell

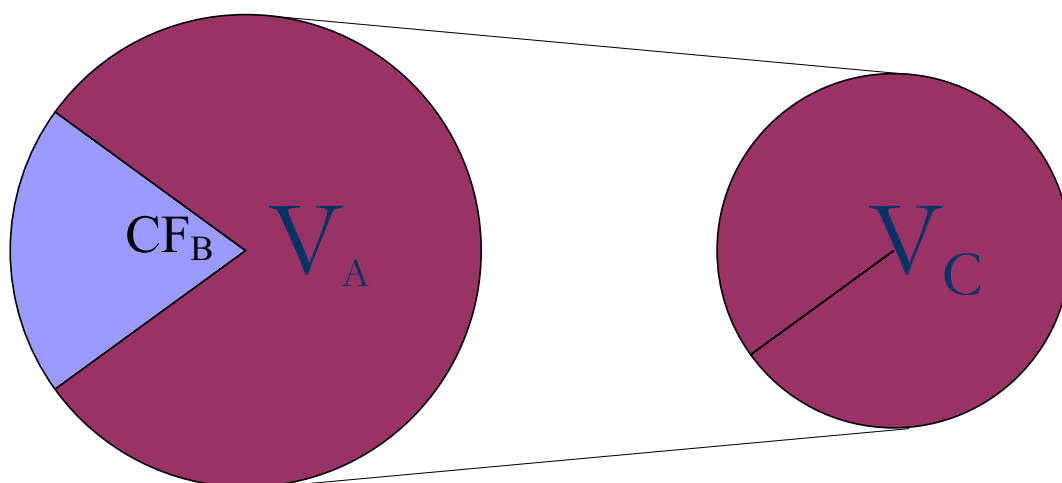
- endogenizálja az állami elsajátítás lehetőségét,
- nem hagyja figyelmen kívül a befektetők kockázati averzióját és portfólió optimalizációját,
- figyelembe vesz egy holtteherveszteséget, mely abból adódik, hogy a különböző érdekcsoportok képesek elsajátítani bizonyos részt a vállalati

¹⁴³ Itt is szeretném hangsúlyozni, hogy bár a szakirodalomban sokszor hiányosnak, elégtelennek, nem teljesnek tekintik a neoklasszikus modelleket NEM erről van szó.

pénzáramlásokból egyéni hasznosságuk növelése érdekében, és ez hatást gyakorol a vállalat további külső forrásainak költségeire.

Ez a holtteherveszteség ($V_A - CF_B - V_C > 0$) csökkenti a teljes vállalat értékét (31. ábra), hiszen ha CF_B nagyságú pénzáramlást vonnak el a különböző elosztási koalíciók, akkor a fennmaradó V_C rész kisebb, mint a $V_A - CF_B$ különbsége.

31. ábra: Az elsajátításból adódó holtteherveszteség ($V_A - CF_B - V_C > 0$)



Forrás: saját konstrukció

Mivel a hitelezők a kielégítési rangsorban megelőzik a részvényeseket, a holtteher veszteség elsődlegesen a saját tőke érték csökkenésében jelentkezik¹⁴⁴. Tehát az elsajátítás növekedése a modellben a likvidációs osztalék (azaz a periódus végi saját tőke érték) csökkenését eredményezi, így ceteris paribus minél inkább koncentrált a vállalat tulajdonosi szerkezete, annál költségesebb – a holtteherveszteségen keresztül – az elsajátítás. Ugyanakkor, ha a bennfentesek növelik vagyonukat a vállalaton belül, akkor ezzel egyedi kockázatot is vállalnak, ezért szükségük van kistrésztvényesekre, akikkel megoszthatják kockázatukat. Feltéve persze a befektetők szokásos kockázati averzióját, azaz azt, hogy a kockázat növekedése ceteris paribus csökkenti hasznossági függvényüket. Például

¹⁴⁴ A csődoption keresztül a hitelezőket is érinti, mely fokozott monitoringra ösztönzi őket. Ez pedig további oka lehet a vállalati forrásköltségek növekedésének.

$$U = E(r_{ins}) - 1/(2\lambda) \cdot \sigma_{ins}^2 \quad (7)$$

ahol U az egyéni hasznossági függvény, r_{ins} , és σ_{ins} a bennfentesek portfóliójának várható hozama és szórása, λ a befektető kockázati preferenciáját kifejező konstans. A modellben kétféle befektetőt különböztethetünk meg. A vállalkozót, akiből bennfentes, irányító tulajdonos lesz, és a pénzügyi befektetőt, akiből kisebbségi részvényes lesz. A bennfentes tulajdonosi részesedésétől függetlenül képes járadékot elvonni, elsősorban az alapító okiratban/társasági szerződésben rögzített pénzáramláshoz való jogosultságának arányát meghaladó szavazati jogának kihasználásával. Az elsajátítás mértéke ceteris paribus csökkenti a kisbefektetők hajlandóságát arra, hogy társbefektetőkké váljanak. Így tehát a jogszabályok kikényszeríthetőségének erősségétől függetlenül létezik optimuma az elsajátítás mértékének. Az elsajátítás költsége országonként változó és nagymértékben függ a befektetőket védő intézmények fejlettségétől.

Amennyiben feltesszük, hogy az állami elvonás a modellben nem sztochasztikus, akkor az a belső érintettek számára előre látható. Később majd megvizsgálom a feltétel feloldását is.

Legyen most A_0 a vállalat befektetéseinek nagysága a vizsgált időszak kezdetén, mely a szokott módon csökkenő határhaszonnal bír. Az elsajátítások előtt a vállalat periódus végi értékének eloszlását leíró valószínűségi változó $\tilde{A}^1$. Normális eloszlást feltételezve a periódus végi pénzáramlás $\bar{A}^1$ várható értékkel és σA^0 várható szórással rendelkezik¹⁴⁵. Így a beruházások átlagos hozama A^0 -tól és $\tilde{A}^1$ -től függő valószínűségi változó: $\tilde{R}_A = (\tilde{A}^1 - A^0)/A^0$.

Amennyiben $\tilde{A}^1$ -ből a vállalat elosztási koalíciói f nagyságú, az állam $(1-g)$ nagyságú részt sajátítanak el, akkor az α cash-flow hányaddal rendelkező bennfentesek $g\alpha(1-f)\tilde{A}^1$ értékű likvidációs osztalékra számíthatnak a periódus végén. Azok a vállalkozók, akik nem sajátítanak el, pénzügyi befektetővé válnak, a többiek ϵ mértékig büntetlenül vonhatnak el a pénzáramlásból, e fölött azonban a

¹⁴⁵ A továbbiakban a szakirodalomban bevett módon $\tilde{}$ jellel a valószínűségi változót, $\bar{}$ jellel pedig a várható értéket jelölöm.

holtteherveszteség polinomiális mértékben (itt kvadratikusan) növekszik¹⁴⁶. Legyen a holtteherveszteség nagysága, mely nyilvánvalóan függ $\tilde{A}^l$ -től is:

$$DWC = 0,5 \cdot \max(f - c; 0)^2 \cdot \tilde{A}^l. \quad (8)$$

Endogenizálандó az intézményrendszer fejlettségét, tegyük fel, hogy a jogrendszer és a befektetővédelmi szabályok b monoton növekvő függvényei, így b egy országspecifikus változó, mely növeli az elsajátítás költségét. Ekkor legyen a privát járadékok elvonásának költségfüggvénye a következő:

$$b \cdot DWC, ahol b > 0.$$

Így tehát a bennfentesek kifizetési függvénye az alábbi módon írható le:

$$P = f\tilde{A}^l + g\alpha(1-f)\tilde{A}^l - b \cdot 0,5 \max(f - c; 0)^2 \tilde{A}^l \quad (9)$$

A vállalat különérdekeket képviselő csoportja olyan mértékben sajátít el, azaz választja meg f -et, mellyel maximalizálhatja P -t. Mivel az elsajátítás a pénzáramlás nagyságának biztossá válása után történik, ezért ennek kockázata nem befolyásolja az erre vonatkozó döntést. Az optimális f nagysága¹⁴⁷:

$$f = c + \left(\frac{1 - \alpha g}{b} \right) \quad (10)$$

A pénzügyi befektetők által elvárt hozammal (WACC) diszkontálva a vállalat teljes elvonások utáni pénzáramlását, annak jelenértéke:

¹⁴⁶ Ha csak lineárisan növekedne, akkor a holtteherveszteség önmagában nem szabna határt az elsajátításnak. Az exponenciális növekedést pedig közgazdaságilag semmi sem indokolná.

¹⁴⁷ $\frac{\partial P}{\partial f} = \tilde{A}^l - g\alpha\tilde{A}^l - b\tilde{A}^l(f - c); \frac{\partial^2 P}{\partial f^2} = -b\tilde{A}^l \neq 0$

$$V_0 = \frac{\left[I - \left(c + \frac{I - \alpha g}{b} \right) \right] g (I + \tilde{R}_A) A^0}{I + WACC} \quad (11)$$

Vegyük észre, hogy e modell segítségével kiegészíthetjük és formalizálhatjuk a hagyományos nettó jelenérték számítás eredményeit a kettős elsajátítási probléma által okozott torzításokkal.

Ha $g=1$, vagyis nincs állami elsajátítás, vagy $f = c + \left(\frac{I - \alpha g}{b} \right) = 0$, vagyis nincs bennfentes elsajátítás, akkor éppen a marshalli gazdasági profit képletét kapjuk (Marshall [1890] 142.o.). A $\left[I - \left(c + \frac{I - \alpha g}{b} \right) \right] g$ kifejezés tehát egy olyan tényező, mely segítségével alkalmassá tehetők a korábbi modellek a külön érdekeket védelmező csoportok mikro- és makroszintű torzító hatásainak figyelembevételére.

A MODELL KONZISZTENCIA VIZSGÁLATA

Vizsgáljuk meg a különböző változók hatását, és azt, hogy ez összecseng-e az elméleti (a verbális modellben leírt) várakozásainkkal. Tekintsük először a (10) összefüggést.

Látható, hogy c arányú elvonást mindig érdemes megvalósítani, hiszen ez nem jár „büntetéssel”, illetve c növekedése növeli az elsajátítás mértékét $\frac{\partial f}{\partial c} > 0$. $\frac{\partial f}{\partial b} < 0$, azaz az elsajátítás nagysága csökken, ha a befektetők védelmét biztosító jogi szabályozás erősödik. Érdekes azonban, hogy $\frac{\partial f}{\partial \alpha} < 0$, azaz ha a bennfentesek tulajdonosi részesedése nő, akkor ceteris paribus a privát hasznok költségei (a holtteher veszteség miatt) nőnek, vagyis kevésbé érdemes elsajátítani. $\frac{\partial f}{\partial g} < 0$ azt jelenti, hogy – várakozásainknak megfelelően – ha a bennfentesek nagyobb állami elvonásra $(1-g)$ számítanak, akkor növelik az elvonást megelőző jövedelmüket, azaz többet sajátítanak el.

A (4) összefüggésből: $\frac{\partial V_0}{\partial A^0} > 0$, $\frac{\partial V_0}{\partial \tilde{R}_A} > 0$, azaz ha a befektetett tőke, illetve ha a megvalósított projektek átlagos megtérülése nagyobb, a vállalat értéke is az. $\frac{\partial V_0}{\partial c} < 0$, azaz, ha a belső koalíció tagjai könnyebben sajátíthatnak el következmények nélkül, akkor a vállalat összértéke alacsonyabb. A vállalat értéke és az elvárt hozam közti negatív kapcsolat ($\frac{\partial V_0}{\partial WACC} < 0$) nyilvánvalónak tűnhet, azonban ez csak akkor igaz, ha a befektetők számára csak a nem diverzifikálható kockázat a fontos. Ekkor ugyanis csak a pénzáramlás kockázata számít, a vállalat értékére ható többi tényező nem. Tény azonban, hogy a valóságban nagyobb hozamot várnak el a befektetők a nagyobb országhoz tartozó kockázattal és kevésbé átlátható tulajdonosi kontrollal rendelkező cégek után.

$\frac{\partial V_0}{\partial \alpha} > 0$ alátámasztja azt a várakozásunkat, hogy ha a bennfentesek részesedése nő, akkor nagyobb az elsajátítás költsége, ezért kisebb lesz f . Vagyis kisebb a holtteher veszteség és nagyobb a vállalat összértéke. A részesedés növelése egyedi kockázat viselésével jár, mely pénzügyi befektetőtársak bevonásával csökkenthető. Az optimális részesedés nagyságát (α) a bennfentesek hasznossági függvényük (7) maximalizálásával biztosíthatják, ahol a várható hozamot ki kell egészítenünk a (9)-ben leírt kifizetésfüggvény által biztosított várható hozammal ($\bar{r}_P$).

$$E(\tilde{r}_{ins}) = (1 - w^*)E(\tilde{r}_P) + w^*E(\tilde{r}^*) = (1 - w^*)\bar{r}_P + w^*\bar{r}^* \quad (12)$$

$$\sigma_{ins}^2 = (1 - w^*)^2 Var(\tilde{r}_P) + w^{*2} \sigma^{*2} + 2(1 - w^*)w^* Cov(\tilde{r}_P; \tilde{r}^*) \quad (13)$$

ahol w^* a bennfentesek vagyonának az a hányada, melyet nem a vizsgált vállalatba, hanem alternatív lehetőségekbe fektetnek¹⁴⁸, ennek várható hozama és szórása pedig $\bar{r}^*$ és σ^* .

¹⁴⁸ A bennfentesek tehát $1 - w^*$ részt fektetnek a vállalatba, így jogosulttá válnak a vállalati cash-flow α hányadára.

A bennfentesek érdekeit képviselő csoport tehát w^* szerint maximalizálja hasznosságát, majd éppen annyi külső forrást vesz igénybe, társbefektetőkön keresztül, hogy az optimális α nagyságú tulajdoni hányada maradjon.

Eddig csak a kettős elsajátítási probléma egyik felére összpontosítottam, vagyis arra, hogy a bennfentesek elsajátításának mértékét mi befolyásolja, és hogyan képes hasznosságát maximalizálni. Nem hagyhatók azonban figyelmen kívül az állami elvonások korlátai sem. A vállalat jelenértéke (V_0) és az állami elvonás mértéke ($1-g$) közötti kapcsolatot fordított multiplikátor hatás jellemzi¹⁴⁹: az állami elvonás hatásának 1%-os csökkenése 1%-nál nagyobb mértékben emeli a vállalat értékét, mert ez a bennfentesek által elsajátított cash-flow-t is csökkenti. Az állam szerepe ugyanakkor b hatásán keresztül is megnyilvánul: $\frac{\partial V_0}{\partial b} > 0$. Fontos észrevenni tehát,

hogy a központi hatalmat befolyásolni képes elosztási koalíciók szerepe – közvetve – mind a gazdasági növekedésben, mind annak korlátozásában jelentős lehet. Mitöbb, az $(1-g)$ különböző iparágakra vonatkozó nagyságának változtatása diszkriminációra is lehetőséget ad. Egyes iparágak egyoldalúan negatív megkülönböztetésben részesülhetnek az állami elvonás mértékét illetően¹⁵⁰.

Downs [1957], Buchanan és Tullock [1962], illetve North [1981] munkái óta tudjuk, hogy a makroszintű döntéshozatalért felelős érdekcsoportok szintén elemezhetőek, mint hasznosságmaximalizáló szereplők. Azzal, hogy negatív irányba torzítják a vállalati cash-flow-t, növelhetik ugyan jelenbeli járadékaikat, de egy bizonyos szint fölött ez csökkenti hatalmi pozíciójukat, azaz jövőbeli hasznukat is. Demokráciában ez nyilván az újraválasztás esélyének romlását jelenti, diktatúrában pedig a diktátor megbuktatásának valószínűségét növeli.

Ahogy azt korábban láttuk, az állami elvonások emelkedésére a bennfentesek növelik a saját elsajátításuk mértékét ($\frac{\partial f}{\partial g} < 0$). Így bekövetkezhet az az eset is, amikor olyan projektek megvalósításába is belekezdenek a vállalkozók, melyek nettó jelenértéke negatív lenne g adott szintje mellett, de mivel f növelésével az állam által

¹⁴⁹ Fontos (és érdekes) kérdés lehet, hogy milyen feltétel mellett érvényes a fordított multiplikátor? Azaz ha az állami elvonás csökken a gazdaság összteljesítménye nő. Mikor és meddig, illetve milyen tényezők hatását érdemes még bevonni a relációba? Ezek vizsgálata azonban nem tartozik disszertációm fő csapásirányába, azzal későbbi kutatásaim során kell majd foglalkoznom.

¹⁵⁰ Lásd pl. a bankszektor sűjtő külön adók bevezetését Magyarországon 2005-ben.

elvonható rész csökkenthető, a bennfentesek számára az értékteremtővé válhat, még akkor is, ha a $V_0 < A_0$. Ez utóbbi viszont azt jelenti, hogy a beruházás összességében értéket rombol¹⁵¹, mely makroszinten nyilván a hatékonyságcsökkenéshez és a gazdasági növekedés lassulásához vezet.

Meg kell jegyezni, hogy a vállalatot irányító érdekcsoportoknak f növelése mellett számos más eszközük is van a kettős elsajátítási probléma állami részének csökkentésére. Ilyen például a vállalat átláthatóságának csökkentése, de a beruházási és finanszírozási politika, valamint speciális szerződések is lehetőséget nyújtanak erre¹⁵².

Az utóbbiból két következtetés vonható le. Ha nagy az állami beavatkozás veszélye, akkor egyrészt a szórt tulajdoni szerkezet nem hatékony. Másrészt a külön érdekeket védő csoportok igyekeznek fenntartani pozícióikat a vállalat irányításában is, hogy korlátozhassák az állami elvonások terheit, ezért a tulajdonosi és menedzsment feladatkörök nem válnak el teljesen¹⁵³. A modellből tehát egyértelműen következik, hogy az angolszász vállalat típus nem lehet hatékony a fejlődő/feltörekvő országokban, de még a fejlettek mindegyikében sem. A szórt tulajdon és a transzparens működés akkor és csak akkor hatékony, ha a befektetők jogi védelme biztosított (vagyis b magas), és ha az állami intervenció mértéke $(1-g)$ is alacsony és kiszámítható. Mivel az intézményi változások idődimenziója jóval hosszabb, mint a vállalatok operatív és stratégiai döntéseie¹⁵⁴, ezért lényeges elválasztanunk egymástól azt a két kérdést, hogy: (i) az angolszász vállalatok teljesítménye meghaladja-e a többi vállalat teljesítményét; és azt, hogy (ii) az angolszász vállalati forma (*ceteris paribus*) hatékonyabb-e a többinél? A második fejezetben említettem már, hogy az első kérdésre egyértelműen igenlő választ kell adnunk. Az amerikai vállalatok teljesítményének (hozamának) mediánja a huszadik században átlagosan évi 3,5%-kal volt magasabb annál, amit a világ összes vállalata elérni volt képes (Jorion és Goetzmann [1999]). Ugyanakkor – ami a második kérdést illeti – más országok

¹⁵¹ $NPV = V_0 - A_0 < 0$

¹⁵² Gondoljunk például az értékcsökkenési leírás módjára, de ha magas a központi hatalom intervenciójának veszélye, akkor egy állami tulajdonban lévő banktól való rövid lejáratú hitelfelvétel is gátat szabhat a vállalati pénzáramlások állami elsajátításának.

¹⁵³ Ezt empirikusan is bizonyítják többek között Bitler és szerzőtársai [2005].

¹⁵⁴ Lásd a williamsoni társadalmi elemzési struktúrát (Williamson [2000]).

intézményi környezetében, más struktúra az optimális, így a második kérdésre a válasz nemleges.

Eddigi elemzésemben az állami elsajátítás determinisztikus volt. Ennek feloldása a következő hatásokkal jár: Ha az állami elvonások a bennfentesek számára nem előre látható, akkor változatlan tulajdoni hányaduk nagyobb egyedi kockázat vállalását jelentené, vagyis ceteris paribus csökkentenék részesedésüket. Azokban az országokban azonban, ahol magas az állami elsajátítás veszélye, a bennfentes érdekcsoportok éppen e kockázat csökkentése érdekében növelnék befolyásukat a vállalatban. Hogy a két hatás közül melyik az erősebb az nyilvánvalóan b értékétől függ. A befektetőket védő erős intézmények esetén az első hatás dominálja a másikat, ellenkező esetben a tulajdonosi koncentráció még kifizetődőbbé válik, mint determinisztikus állami elvonás esetén.

A modellben levezettem az állami és a tulajdonosi érdekcsoportok elsajátítása közötti átváltás (trade-off) logikáját, minden egyéb paraméter változatlansága esetén. Azt is észre kell azonban venni, hogy b növekedésével a bennfentesek elsajátításának költsége nő, de ez nem feltétlenül vezet azonnal f csökkenéséhez, ha mind az állami, mind a vállalati érdekcsoportok képesek járadékaikat növelni a kisbefektetők rovására. Vagyis ha a kettős elsajátítási probléma két oldalán álló koalíciók képesek alkut kötni, akkor egyik fél sem igyekszik csökkenteni (a modellnek megfelelő módon) a másik fél elsajátításának nagyságát. Ebben az esetben különösen nagy szerepet kaphat az átmeneti országok pénzügyi közvetítése. A bankrendszer, a negyedik fejezetben elemzett módon kikényszeríti ugyan a működési pénzáramlás elégséges szintjét, ez azonban nem megoldás a kisebbségi tulajdonosok számára. Ők tőkepiac hiányában nem tudnak hatékonyan fellépni a kettős elsajátítás együttes növekedése ellen¹⁵⁵. Vagyis már itt ki kell emelnem, hogy csak a pénzügyi közvetítés, de különösen piacorientált formája képes ellensúlyozni az elosztási koalíciók torzító hatásait, feltéve, hogy az teljesíti a funkcionális hatékonyság korábban tárgyalt feltételeit.

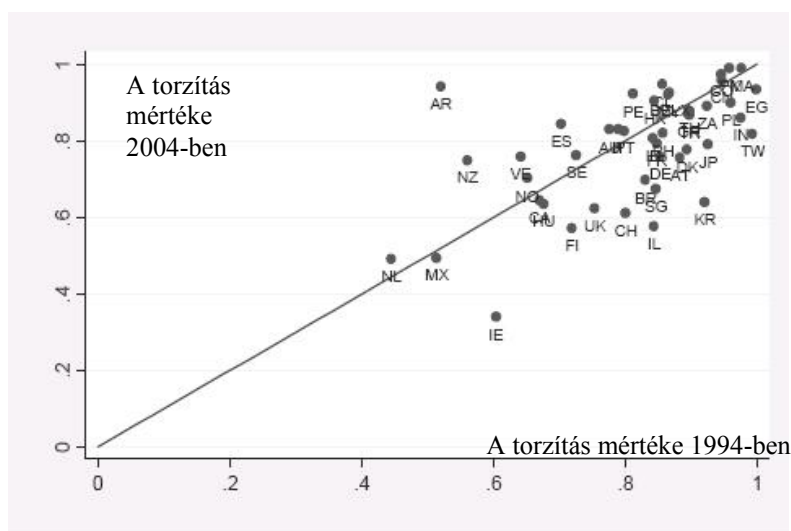
¹⁵⁵ Nem tudom megjegyezés nélkül hagyni, hogy Magyarországon 2003-2005 között a Brau felvásárlása körüli botrány is ennek példája. A hatékony tőkepiac hiányában a kisértőzvényesek estek áldozatul a Heineken felvásárlási ajánlatának, melyet a PSZÁF végül jóvá is hagyott!

A KETTŐS ELSAJÁTÍTÁSI PROBLÉMA JELENSÉGÉNEK „MAGYARÁZÓ EREJE”

A modell bemutatását követően itt amellett érvelek, hogy ha a neoklasszikus elméletet kibővítjük a kettős elsajátítási probléma hatásával, kielégítő választ tudunk adni egy sor a korábbi fejezetekben bemutatott jelenségre, sőt a nemzetközi közgazdaságtan, valamint a vállalati pénzügyek néhány nevezetes paradoxonára is.

- I. A mainstream befektetéselmélet szerint, amint egy ország lebontja (explicit) korlátozásait, és részesévé válik a nemzetközi tőkeáramlás folyamatának, a befektetők portfóliójuk tökéletes diverzifikációja érdekében az adott ország piaci portfóliója helyett globális szinten allokalják vagyonukat. French és Poterba [1991] munkája irányította rá a figyelmet arra, hogy az eszközök árazásának egyik nagy rejtélye a „home bias” hatás, azaz hogy a befektetők túlsúlyozzák a hazai papírokat portfóliójukban. Ez ugyan időben némileg csökkenő tendenciát mutat, de még ma is igen jelentős (32. ábra). Az ábra a torzítás mértékét mutatja be, adott ország tekintetében az x tengelyen az 1994-es, az y-on a 2004-es értékekkel.

32. ábra: a hazai befektetések iránti elfogultság (home-bias) 1994 és 2004 között



Forrás: Kho és szerzőtársai [2006]

Látható, hogy a Kho és szerzőtársai [2006] által vizsgált 46 országban, 27-ben csökkent némiképp a torzítás, ám 19-ben nőtt. Az átlagos csökkenés a vizsgált

tíz évre mindössze 2,7%, sőt nem vethető el az a hipotézis, hogy az átlagos csökkenés zérus (a p érték 0,155).

Mivel az integrált tőkepiacok kialakulása előtt létrejött vállalatokat irányító érdekcsoportok csak hazai vállalkozókból formálódhattak, ezért a kettős elsajátítási probléma hatására bekövetkező tulajdonosi koncentráció a pénzügyi globalizáció ellenére megmarad. Még ha a kisbefektetők tökéletes globális diverzifikációt folytatnak is, a bennfentesek dominálta tulajdonhányad továbbra is hazai kézben összpontosul.

- II. A pénzpiacok liberalizációját követő nagyobb diverzifikációs lehetőségek csökkentik a befektetők által vállalt egyedi kockázat mértékét. Ezért a részvények után elvárt hozam csökken, mely elméletileg több beruházáshoz és nagyobb gazdasági növekedéshez vezet. A kettős elsajátítási probléma azonban e folyamatot is hátráltatja, hiszen a bennfentesek tulajdonosi koncentrációja révén a tőke költség csökkenése csak korlátozott mértékben érvényesülhet, és abból elsősorban a pénzügyi befektetők profitálnak¹⁵⁶. Ahol ugyanis a kettős elsajátítási probléma jelentős, ott az addicionálisan megvalósítható projektek egy része nem finanszírozható. Ennek oka egyrészt hogy külső forráshoz – éppen az elsajátítás kockázata miatt – magasabb elvárt hozam tartozna, másrészt maga a vállalkozó sem fektet többet a vállalatba kockázati averziója miatt. A külföldi befektetők számára jelentős torzító tényező marad az országhoz tartozó kockázat, mely függ az állami elsajátítás mértékétől. Sőt ha a különböző érdekcsoportok erősek, akár a lebontott korlátozások visszaállítását is elérhetik. A fenti hatások összességében teljességgel eltüntethetik a tőke költség csökkenéséből adódó előnyöket. Vagyis a neoklasszikus modell a valósághoz képest túlsúlyozza a pénzügyi globalizáció tőke költségen keresztül érvényesülő előnyeit.

¹⁵⁶ Ez speciális esetben azt is jelentheti, hogy a korábbi vállalkozó portfólió-befektetővé válik, és nem fog bele újabb projektekbe, nem alapít új vállalatokat.

III. Feldstein és Horioka [1980] híres cikke óta ismert, hogy a beruházások és a megtakarítás különbsége a legtöbb országban a nullához áll közel¹⁵⁷. Egy ország megtakarítása a vagyon (stock) és a megtermelt jövedelem (flow) nagyságának függvénye, míg a beruházásokat elsődlegesen a növekedési lehetőségek határozzák meg. Tökéletes nemzetközi diverzifikáció esetén e két makrováltozó jelentősen elszakadhatna egymástól. Bár a szerzők 1974-ig tartó mintát elemeztek, mely nyilvánvalóan nem tükrözi a pénzügyi globalizáció jelenlegi turbulenciáját, Obstfeld és Rogoff [2000] illetve Feldstein [2005] úgy találták, hogy e jelenség, bár csökkenő mértékben, de továbbra is érvényes talány, különösen a nagy, meghatározó megtakarítási és beruházási hányaddal rendelkező OECD országok esetében¹⁵⁸.

A kettős elsajátítási probléma egyszerű modelljében a befektetési lehetőségek akkor és csak akkor jönnek létre, ha a vállalkozó elindítja vállalkozását és képes társ-befektetőket bevonni. Ez pedig függ az előző időszak megtakarítás nagyságától, mind a vállalkozók, mind a pénzügyi befektetők részéről. Ha a hazai vállalkozó az előző periódusban sikeres volt és vagyona növekedett, akkor a következőben is képes projektjébe pénzügyi befektetőket bevonni, és elindítani azt. Sőt megtakarításait éppen ide fogja irányítani. Így tehát a bennfentesek viselkedése miatt közvetlen kapcsolat áll fenn e két fontos makroökonómiai változó között.

IV. Lucas [1990] feltette a kérdést: Miért nem áramlik több tőke a gazdag országokból a szegényekbe? Neoklasszikus feltételek esetén ugyanis, a fejlődő/feltörekvő országok alacsony bérei a tőke magasabb határtermékét biztosítanák, mely elszívna a tőkét a gazdag országokból, amíg az egyensúly létre nem jön. A kiegyenlítődési folyamat azonban az empirikus kutatások szerint jelentősen elmarad a várakozásoktól¹⁵⁹. Valójában az IMF adatai alapján

¹⁵⁷ A különbségek átlaga a GDP 1,3%, szórása mindössze annak 1%-a (Feldstein-Horioka [1980] 320.o.)

¹⁵⁸ Az évek során a Feldstein-Horioka puzzle megfajtására számos alapvető fontosságú magyarázat született, bár ezek empirikus alátámasztása máig hiányos.

¹⁵⁹ Lucas egyébként a megoldást három tényezőre vezette vissza: a humán tőke eltérő adottságaira, ennek külső hatásaira és a tőkepiacok súrlódásaira.

1996 és 2004 között a legkevesbé fejlett országokból 67,4 milliárd dollár értékű tőke áramlott KI!

Egy lehetséges magyarázatot nyújt a kettős elsajátítási probléma létezése is. Ha ez jelentős, akkor a portfólió befektetések megtérülését számottevően csökkenteni mind a vállalati, mind az állami érdekcsoportok elsajátítása. Vagyis azokban az országokban, ahol ez a kettős probléma fennáll, a nemzetközi tőke határmegtérülése sokkal kisebb annál, mint amit a neoklasszikus modellek alapján várnánk. Ennek eredményét éppen a $g\left[1 - \left(c + \frac{1-\alpha g}{b}\right)\right]$ kifejezés torzítja. Így egyensúlyban kevesebb befektetés jut a fejlődő/feltörekvő országokra¹⁶⁰.

- V. Mivel a kettős elsajátítási probléma országspecifikus tényező, ezért az befolyásolja a különböző projektek hozamait. Vagyis, még ha azonos iparágakról, tevékenységtípusokról van is szó, azok nettó megtérülése országonként jelentősen különbözni fog, ahogy ezt a gyakorlat igazolja is.
- VI. A kettős elsajátítási probléma arra is választ ad, hogy miért nem korrelál jól az egyes országok fogyasztása. Miért nem esik az egyformán vissza a különböző országokban világgazdasági recesszió idején, vagyis miért szegmentáltak az árupiacok. Ennek első felismerése és empirikus bizonyítása McCallum [1995] cikkéhez köthető¹⁶¹. A bennfentesek jövedelme ugyanis sokkal inkább a hazai viszonyoktól, azaz a saját cégük által termelt pénzáramlástól függ, mint a pénzügyi befektetőké, akik a globális piaci portfólióba fektetnek. Így egy ország aggregált keresletét – egyéb tényezők mellett – a tulajdonosi koncentráció mértéke is jelentősen befolyásolja.

¹⁶⁰ Egy érdekes kutatási kérdés lehet a jövőre vonatkozóan a következő: Egy olyan regressziós modellt kellene építeni, melyben szerepel Lucas három tényezője, továbbá a kettős elsajátítási probléma torzítása is. Ekkor meg lehetne tudni, hogy vajon mennyire jelentős egymáshoz képest a négy hatás.

¹⁶¹ Bár McCallum 1980-as évekbeli mintára támaszkodik, de a timbergeri gravitációs modellt használva megmutatta, hogy ceteris paribus a kanadai provinciák közti kereskedelem 20-szorosa volt a Kanada és az USA közti kereskedelemnek. A különböző országok árupiacai közötti szegmentációból Gorodnichenko-Tesar [2005] kiszűrte azt, mely csak és kizárólag a határ meglétével magyarázható Kanada és az USA illetve Japán és az USA között. Megmutatták, hogy bár a szegmentáció fennáll, azt a határ-hatás szignifikánsan nem magyarázza.

- VII. Ahogy a második fejezetben megmutattam, a tőkepiacok az elmúlt száz évben jellegzetes „U” alakú fejlődésen mentek keresztül. Cohen [1996] magyarázatának bemutatásakor utaltam már rá, hogy a különböző érdekcsoportok hatása miként játszott ebben szerepet. Itt tovább pontosíthatom az érvelést, hiszen – a modellből következően – a múltban a kettős elsajátítási problémát előidéző elosztási koalíciók hatalmának függvénye volt a pénzügyi közvetítés mélyülésének sebessége.
- VIII. Az első fejezetben leírt módon a pénzügyi közvetítés attitűd semlegessége endogén módon létrejön, ha kellő számban van optimista és racionális piaci szereplő. Adott intézményi környezetben a profit warningok, fogyasztói bizalom indexek, a jegybankelnökök és más gazdasági elemzők kilátásai, stb. hatást gyakorolnak az optimizmus szintjére. Ez is összefüggésben áll a gazdasági ciklusokkal, hiszen az optimizmus visszaesése a vállalkozói magatartás csökkenését eredményezi. Az optimista magatartásra azonban hatást gyakorol az állam és a mikroszinten tapasztalható jelzések is. Ez magyarázatul szolgál arra is, hogy a gazdasági aktivitás miért eltérő az egyes országokban. Azokban a gazdaságokban, ahol a kettős elsajátítási probléma jelentős, kialakulhat egy „attitűd csapda”: kevesebb optimista piaci szereplő és így kevesebb pénzügyi közvetítő jön létre. Ez egy lehetséges oka annak, hogy miért kisebb a feltörekvő országokban a pénzügyi közvetítés mélysége, valamint annak, hogy miért van annyi pesszimista egyén a feltörekvő országok befektetői között.
- IX. Arra is magyarázattal szolgál a modell, amit Berglöf és Bolton [2002] „szakadéknak” (*great divide*) nevez: ahogy a harmadik fejezetben bemutattam, egyre növekvő különbség van az átalakulásban élenjáró és lemaradó országok között. Ott, ahol a kettős elsajátítási probléma jelentős, mert az állami elsajátításnak nem szabnak gátat bizonyos ösztönzők – mint pl. az uniós intézményrendszer standardjai által biztosított fix pontok –, nem jön létre makroszinten annak feltételrendszere, ami elősegítené a piacgazdasági

intézmények mikorszintű alkalmazkodását. Ezzel pedig erősödik az érdekcsoportok vállalaton belüli elsajátítása is.

- X. A vállalatok méretét meghatározza, hogy a bennfentesek – a tulajdonosi koncentráció miatt¹⁶² – mekkora kockázatot hajlandók/képesek vállalni. Ez pedig – a korábban tárgyalt módon – határt szab a saját tőkéből való finanszírozásnak, azaz idegen tőkét kell bevonniuk. Így tehát ahol a kettős elsajátítási probléma jelentős, a vállalatok kisebbek, nagyobb tőkeáttétellel működnek és bankok által vezérelt pénzügyi közvetítés alakul ki. Ez tehát azt is magyarázza, hogy miért jön létre ez a rendszer szükségszerűen a gazdasági fejlődés kezdeti szakaszában.
- XI. Végül, de nem utolsó sorban a modell magyarázó erővel bír a negyedik fejezetben tárgyalt jelenségre a részvényt piacok érési folyamatával összefüggésben. Konkrétan Durnev és szerzőtársai [2004] érvelnek azzal, hogy az alapvető intézmények gyengesége esetén az átmeneti gazdaságok tőzsdéire sokkal inkább jellemző a „csordahatás”, mint a fejlettekére. Az együttmozgás kézenfekvő magyarázata az ún. kockázati arbitrázsőrök¹⁶³ hiánya a piacokról, akik a két elsajátítási probléma együttes jelentkezése miatt nem képesek a részvények valós fundamentumait értékelni. Amíg a makroszintű érdekcsoportok hatására folyamatosan a jogalkotás, az állam engedélyeztetési kötelezettségeket vezethet be, vétójoggal bír mikroszinten, illetve az elsajátítás más eszközeivel rutinszerűen él, a politikai kockázat mértéke ellehetetleníti a tervezést. Mitöbb az erős befektetővédelmi szabályozás hiányában, az információs asszimetriából adódóan a kockázati arbitrázsőröket elrettentik a noise-traderek és a bennfentesek, akik belső információk alapján kereskednek. A bennfentesek mikorszintű információs többlete tehát ellehetetleníti a piaci hatékonyság közepes szintjének fennállását biztosító fundamentális elemzők munkáját.

¹⁶² Illetve, éppen hogy elkerüljék a tulajdonosi szerkezet felhígulását.

¹⁶³ A kockázati arbitrázsőr olyan spekuláns, aki tényleges fundamentumai alapján árazza a részvényeket és arra fogad, hogy ettől tartósan nem térhet el az árfolyam (ez a stratégia egy aszimptotikus gyenge arbitrázs).

A PÉNZÜGYI GLOBALIZÁCIÓ ÉS A KETTŐS ELSAJÁTÍTÁSI PROBLÉMA KÖLCSÖNHATÁSA

Az a tény, hogy a külön érdekeket képviselő csoportok erejében bekövetkező változás összefügg a pénzügyi globalizáció történeti fejlődésével, részben új megvilágításba helyezi elemzésemet. Eddig a kettős elsajátítási problémát részben, mint a pénzügyi globalizáció gátját vizsgáltam. A logikai láncon azonban fordíthatunk is. A(z ismételt) dominánssá váló pénzügyi globalizáció az, amely visszaszorítja a különböző érdekcsoportok elsajátításának mértékét és ennek hatásait. Vagyis mind térben, mind időben dinamikus átváltás (trade-off) van a két jelenség között. Ez a felismerés azért (is) nagyon fontos, mert elvezet egy fontos állításhoz: E makro és mikroszintű jelenség szoros összefonódásából létrejövő kettős elsajátítási probléma csökkentése és ezáltal a feltörekvő országok vállalatainak versenyképesség-növelése csak a pénzügyi globalizáció pozitív hatásainak kihasználásával lehetséges. Ehhez pedig nélkülözhetetlen a transzparencia, a nyilvánosság erősítése, melynek leghatékony eszköze a tőkepiac.

Az állítás alátámasztásául itt először azt mutatom meg, hogy a pénzügyi globalizáció miként ösztönzi a vállalatokat az elsajátítás visszaszorítására, majd ennek eszközeit részletezem.

A liberalizációval együtt járó tőke költség csökkenés arra sarkall, hogy több külső forrást használjon a vállalat. Ez azonban éppen azt jelenti, hogy a vállalat egyre inkább a pénzügyi közvetítés kontrollja alá kerül. A 3. fejezetben a kockázati tőkés szerepének elemzésekor arra is kitértem, hogy ez a folyamat együtt jár a felelős vállalatirányítás (*corporate governance*) megerősítésével. Ennek következtében a vállalat értéke (V_0) nő, egészen addig, míg az állami elvonások emelkedése ennek gátat nem szab. A pénzügyi globalizáció a bennfentesek vagyonára csak az olcsóbb külső forrásokon keresztül hat¹⁶⁴. Bár V_0 növekedésével részesedésük értéke nő, a felelős vállalatirányítás elsajátításuk mértékét is csökkenti. Doidge-Karolyi-Stulz [2004] azonban rávilágít arra, hogy azon bennfentesek számára, akik korábban engedik vállalatuk felelős irányítását kiépíteni, az első hatás az erősebb, mely egyértelműen erős ösztönzőt jelent annak megvalósítására. Akik később teszik ezt meg, azon

¹⁶⁴ Hiszen ez – a korábban részletezett feltételeknek megfelelően – addicionálisan megvalósítható projektekhez, így nagyobb pénzáramláshoz vezet.

vállalatok számára ugyan a nyilvánossá válás és az átláthatóság növekedése kisebb azonnali értéknövekedést eredményez, de mégis szükségszerű, mert a már tőkepiaci finanszírozású vállalatokkal szemben a tőke költségében relatív versenyhátrányba kerülnek a hazai piacon is.

De vajon mi ösztönzi a másik oldalt az állami elvonások mérséklésére? A korlátozások lebontásának egyenes következménye az országok közötti verseny intenzívebbé válása. Így olyan országok vállalatai is belépnek a piacra, ahol a befektetők védelme erős, és a kettős elsajátítási probléma marginális. Mivel az e vállalatok által biztosított hozamot nem csökkenti holtteherveszteség, a tőke marginális költségében komparatív előnyük lesz. Ezt kompenzálандó a frissen liberalizáló országokban vagy visszaállítják a korábbi korlátozásokat, vagy hasonló versenyfeltételeket teremtenek. Éppen ez utóbbi az, amely a makroszintű érdekcsoportokkal szemben kényszerítő erőként jelentkezik és az állami elvonások csökkenését eredményezi. Ha a versenyhátrány hosszú távon megmarad, de a tőkeáramlás szabad, akkor a hazai befektetők exportálják tőkéjüket, mely egyoldalú tőkekiáramláshoz, a folyó fizetési mérleg felborulásához, a gazdasági növekedés fenntartható szintjének csökkenéséhez, sőt pénzügyi válságokhoz vezethet.

A kettős elsajátítási probléma tehát magyarázatát adja a közelmúlt pénzügyi válságainak is. Ebből a nézőpontból ugyanis nem a tőkepiaci liberalizáció a nagy volatilitású tőkeáramlás és az így kialakuló krízisek fő oka, hanem a fejlődő/feltörekvő országokban meglévő, a pénzáramlások elsajátítására irányuló fenyegetés. A kettős elsajátítási problémát mérséklő intézmények – így a tőkepiac és a befektetővédelmi jogszabályok – megerősödése tehát elősegíti a pénzügyi globalizáció valós – a neoklasszikus modellek által jósolt – pozitív hatását.

Korábban bemutattam, hogy a kettős elsajátítási probléma két oldalán álló érdekcsoportok miként csökkenthetik egymás elsajátítási lehetőségeit. Azt kell még megmutatnom, hogy a pénzügyi globalizáció hatására saját járadékaikat (amennyiben felismerik ennek hosszú távú előnyeit) hogyan, milyen eszközökkel képesek csökkenteni.

Állami részről nyilván jogszabályok segítségével lehet az elosztási koalíciók elvonási magatartását mérsékelni, egyúttal a befektetők jogainak védelmét, annak

kikényszeríthetőségét erősíteni. Ennél sokkal lényegesebb, hogy a vállalati bennfentesek privát járadékaik mértékét hogyan képesek csökkenteni.

- I. A vállalat hozhat szervezeti döntéseket, így például külső tagokat ültethet a cég igazgatótanácsába. Ez folyamatos kontroll alatt tarthatja a működési folyamatokat.
- II. A vállalati imázs, reputáció, jó hírnév is gátat szabhat a kisrésztvényesek vagyonát csorbító elsajátításoknak.
- III. A külső kényszer eredményeként bekövetkező magatartásalakító tényezők még hatásosabbak lehetnek. A pénzügyi közvetítés fokozott igénybevétele, pl. hitelfelvétel esetén a bankok monitoring szerepe, nyilvános kibocsátás esetén a piac fegyelmező ereje csillapíthatja a bennfentesek elsajátítását.
- IV. Ez utóbbi eszköz integrálja a fenti hatások mindegyikét, hiszen a cég tőzsdei szereplése együtt jár annak transzparens működésével, a vállalat folyamatos nyilvánossága a közvélemény előtt pedig biztosítja annak jó hírnevét, a vállalatvezetés kontrollját és a felelős pénzügyi döntéseket is.

Vagyis a vállalatok számára akkor is adott a lehetőség, hogy biztosítsák a befektetőket jogaik érvényesüléséről és hogy megszabadulhatnak a kettős elsajátítási probléma hatékonyságcsökkentő terheitől, ha a törvényi és az általános intézményi keret erre nem alkalmas¹⁶⁵. A legnagyobb vállalatok ugyanis képesek „importálni” a fejlett intézmények kényszerítő erejét azáltal, hogy részvényeiket egy nemzetközi pénzügyi központban bocsátják ki. Ez azonban a tőke költségében versenyelőnyt hoz a belső piacra is, mely kényszerítő erőként hat a többi vállalat illetve a gazdaságpolitika döntéshozói számára is.

A KETTŐS ELSAJÁTÍTÁSI PROBLÉMA RELEVÁNCIÁJA AZ ÁTALAKULÓ GAZDASÁGÚ ORSZÁGOKBAN

Láttuk, hogy a kettős elsajátítási probléma tulajdonosi koncentrációhoz vezet, mely nagyobb egyedi kockázatvállalással, rosszabb erőforrásallokációval és így

¹⁶⁵ Jóllehet hosszú távon nem váltható ki az állami szabályozás megerősítése, hiszen ez csupán egy szerződéses (így visszavonható) biztosíték.

alacsonyabb gazdasági növekedéssel jár. Sőt makroszinten a kockázatok szuboptimális allokációja miatt a belső sokkok felerősödéséhez vezet.

Ebben az alfejezetben azt vizsgálom meg, hogy mennyire releváns a kettős elsajátítási probléma az átalakuló gazdaságú országokban. Ehhez három kategóriát vizsgálok: a kormányzat minőségét, a befektetők védelmének (transzparencia) mértékét, valamint a tulajdonosi koncentráció kiterjedését.

A KORMÁNYZAT MINŐSÉGE

A Világbank rendszeresen értékeli a különböző országok (209 ország) kormányzatait, mind kvantitatív, mind kvalitatív eszközökkel. A számszerű értékelés hat szempont szerint történik¹⁶⁶:

1. Elszámoltathatóság (*voice and accountability*)
2. Politikai instabilitás és erőszak (*political instability and violence*)
3. Kormányzati hatékonyság (*government effectiveness*)
4. A törvényalkotás minősége (*regulatory quality*)
5. A jog szerepe (*rule of law*)
6. A korrupció feletti ellenőrzés (*control of corruption*)

Ezen adatbázisból kigyűjtve a releváns országokat a 8. táblázatot állítottam össze:

8. táblázat: Térségünk országainak kormányzati indikátorai 1996-2004

	2004	2002	2000	1998	1996
1. Elszámoltathatóság					
Bulgária	0,58	0,56	0,51	0,40	0,17
Csehország	1,03	0,90	0,99	1,14	1,06
Észtország	1,13	1,05	0,89	0,82	0,77
Magyarország	1,16	1,17	1,14	1,15	1,06
Lettország	0,96	0,91	0,76	0,72	0,52
Litvánia	0,97	0,89	0,95	0,84	0,76
Lengyelország	1,13	1,11	1,12	1,01	0,99
Szlovákia	1,10	0,92	0,90	0,45	0,37
Szlovénia	1,12	1,10	0,98	0,92	0,99
Románia	0,36	0,41	0,43	0,24	0,03
Átlag	0,95	0,90	0,87	0,77	0,67
2. Politikai instabilitás és erőszak					
Csehország	0,84	1,07	0,84	0,97	1,08

¹⁶⁶ Részletes értelmezését lásd Kaufmann és szerzőtársai [2005]: D melléklet.

Bulgária	0,13	0,56	0,30	0,44	0,19
Észtország	0,92	1,02	0,84	0,95	0,84
Magyarország	0,85	1,11	0,78	1,19	0,79
Lettország	0,95	0,95	0,69	0,54	0,77
Litvánia	0,85	1,03	0,53	0,54	0,68
Lengyelország	0,35	0,73	0,84	0,80	0,66
Szlovákia	0,65	0,99	0,73	0,95	0,61
Szlovénia	0,99	1,34	1,00	1,14	1,10
Románia	0,22	0,34	0,01	0,20	0,56
<i>Átlag</i>	<i>0,68</i>	<i>0,91</i>	<i>0,66</i>	<i>0,77</i>	<i>0,73</i>
3. Kormányzati hatékonyság					
Bulgária	-0,08	-0,02	-0,16	-0,94	-0,45
Csehország	0,63	0,72	0,70	0,72	0,78
Észtország	0,99	0,85	1,00	0,45	0,61
Magyarország	0,68	0,79	0,78	0,78	0,60
Lettország	0,60	0,70	0,36	0,19	0,04
Litvánia	0,70	0,65	0,36	0,18	0,06
Lengyelország	0,47	0,64	0,38	0,86	0,63
Szlovákia	0,67	0,43	0,28	0,08	0,28
Szlovénia	1,02	0,89	0,82	0,68	0,61
Románia	-0,15	-0,30	-0,59	-0,61	-0,55
<i>Átlag</i>	<i>0,55</i>	<i>0,54</i>	<i>0,39</i>	<i>0,24</i>	<i>0,26</i>
4. Törvényalkotás minősége					
Bulgária	0,60	0,62	0,22	0,47	-0,08
Észtország	1,61	1,41	1,33	1,06	1,41
Csehország	0,97	1,12	0,67	0,78	1,18
Magyarország	1,22	1,19	1,12	1,15	0,60
Lettország	1,02	0,92	0,53	0,72	0,53
Litvánia	1,16	1,04	0,52	0,21	0,38
Lengyelország	0,64	0,65	0,62	0,83	0,45
Szlovákia	1,15	0,75	0,37	0,29	0,27
Szlovénia	0,89	0,85	0,66	0,74	0,50
Románia	-0,06	0,04	-0,27	0,30	-0,43
<i>Átlag</i>	<i>0,92</i>	<i>0,86</i>	<i>0,58</i>	<i>0,66</i>	<i>0,48</i>
5. A jog szerepe					
Bulgária	0,05	0,01	-0,13	-0,22	-0,09
Csehország	0,69	0,69	0,59	0,62	0,64
Észtország	0,91	0,78	0,71	0,54	0,35
Magyarország	0,85	0,84	0,84	0,78	0,66
Lettország	0,48	0,42	0,24	0,08	0,19
Litvánia	0,60	0,45	0,25	0,19	-0,15
Lengyelország	0,51	0,58	0,62	0,57	0,46
Szlovákia	0,49	0,35	0,30	0,13	0,12
Szlovénia	0,93	1,06	0,87	0,91	0,52
Románia	-0,18	-0,15	-0,22	-0,25	-0,29
<i>Átlag</i>	<i>0,53</i>	<i>0,50</i>	<i>0,41</i>	<i>0,34</i>	<i>0,24</i>
6. A korrupció feletti ellenőrzés					
Bulgária	-0,04	-0,15	-0,13	-0,50	-0,67

Csehország	0,30	0,36	0,40	0,35	0,59
Észtország	0,82	0,72	0,78	0,49	0,05
Magyarország	0,65	0,59	0,78	0,69	0,63
Lettország	0,23	0,09	0,04	-0,10	-0,56
Litvánia	0,36	0,26	0,29	0,07	-0,13
Lengyelország	0,16	0,40	0,49	0,49	0,41
Szlovákia	0,39	0,29	0,27	-0,08	0,41
Szlovénia	0,97	0,91	1,10	0,83	1,05
Románia	-0,25	-0,32	-0,45	-0,38	-0,18
Átlag	0,36	0,32	0,36	0,19	0,16
ÁTLAG	0,67	0,67	0,54	0,49	0,42

Forrás: saját összeállítás Kaufmann és szerzőtársai [2005] adatbázisának felhasználásával

A kettős elsajátítási probléma szempontjából különösen fontosak az aggregált értéken kívül a jogra és a korrupcióra vonatkozó számok. Az összehasonlíthatóság miatt ezek átlagát kiszámítottam a fejlett és a feltörekvő országokra is (9. táblázat).

9. táblázat: A fejlett és feltörekvő országok kormányzati indikátorai 1996-2004

	2004	2002	2000	1998	1996
<u>USA, Kanada, EU-15</u>					
Összes átlaga	0,91	0,92	0,92	0,92	0,92
5. A jog szerepe	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93
6. A korrupció feletti ellenőrzés	0,93	0,93	0,93	0,93	0,91
<u>Feltörekvő országok</u>					
Összes átlaga	0,54	0,54	0,54	0,53	0,53
5. A jog szerepe	0,53	0,54	0,55	0,54	0,54
6. A korrupció feletti ellenőrzés	0,54	0,54	0,54	0,53	0,50

Forrás: saját összeállítás Kaufmann és szerzőtársai [2005] adatbázisának felhasználásával

Mind átlagosan, mind az egyes kategóriákat tekintve az új EU tagállamok kormányait jellemző indikátorai 1996 és 2004 között közelítettek a fejlett országokéhoz. Sőt úgy tűnik, hogy ebben az időszakban a többi feltörekvő országnál gyorsabban fejlődtek, hiszen 2000-ig azok teljesítménye alatt, 2000 után azonban azt meghaladóan teljesítettek a kormányok. Ugyanakkor az is látszik, hogy jelentős az elmaradás a fejlett országokhoz képest. Nagyon fontos azt is kiemelni, hogy éppen az utolsó két dimenzióban (a jogrendszer és a korrupció) – amelyek a kettős elsajátítási probléma

szempontjából a legfontosabbak – ezek az országok még 2004-ben is a feltörekvő országok átlaga alatt voltak, messze-messze elmaradva a fejlettek átlagától¹⁶⁷.

A TULAJDONOSI KONCENTRÁCIÓ

A Worldscope adatbázisa csak 25 cseh, 33 magyar és 63 lengyel vállalat tulajdonosi szerkezetére vonatkozóan tartalmaz adatokat. Mindhárom országban a tulajdonosi koncentráció magasabb, mint az EU-15-beli vállalatok hasonló átlagos értéke.

Klapper és szerzőtársai [2005] 74 cseh vállalatot vizsgálva megállapították, hogy átlagosan a legnagyobb tulajdonos a vállalatok 69 százalékával, a legnagyobb öt pedig 89 százalékával rendelkezik. Magyarországon ezek a számok 52% és 96%, míg Lengyelország esetében 39% és 64%.

Pajuste [2002] mérései szerint Csehországban a legnagyobb tulajdonos átlagosan a szavazatok 61,1%-val rendelkezett, Magyarországon 44,7%-éval, Lengyelországban pedig 44,6%-ával.

A BEFEKTETŐK JOGI VÉDELME NEK KIKÉNYYSZERÍTHETŐSÉGE

Berglöf és Pajuste [2005] tanulmánya számszerűsíteni igyekszik, hogy az egyes Kelet-Európai országok vállalatai milyen mértékben tesznek eleget a törvényben foglalt közzétételi kötelezettségeiknek. Bár az általuk számolt index nem vethető össze a fejlett országokéval (mert arra nem számolták ki, csak 370 db kelet-európai vállalatra), a szerzők következtetése az, hogy a vizsgált államokban a befektetők számára nélkülözhetetlen transzparencia még a törvényben foglalt normáknak sem felel meg. Vagyis ezek kikényszeríthetősége gyenge.

Mindhárom szempont (kormányzat minősége, tulajdonosi koncentráció és a befektetők jogi védelme) tehát arra mutat rá, hogy a kettős elsajátítási probléma és így az általa okozott torzítások jelentősek a „felemelkedő Európa” országaiiban.

¹⁶⁷ Erdemes azért felfedezni a kivételt is, Szlovénia esetét.

ÖSSZEGZÉS

A kettős elsajátítási probléma két része szorosan összefügg egymással, hiszen azok hol egymást erősítik, hol trade-off van köztük. A külön érdekeket védő csoportok elsajátítása tulajdonosi koncentrációhoz vezet, ám ezt mérsékeli a pénzügyi globalizáció terjeszkedése. Vagyis a kettős elsajátítási probléma és a pénzügyi globalizáció között is átváltás van.

Ez azt jelenti, hogy sajnos gyenge kormányzat és fejletlen jogi környezet fejletlen pénzügyi piacokkal párosul. Fejletlen pénzügyi intézmények esetén pedig nincsenek meg az ösztönzők, hogy egyrészt a vállalatok védjék befektetőiket, másrészt a politikai döntéshozók reformokat hajtsanak végre. Ez egy negatív kör.

Éppen a pénzügyi globalizáció segíthet megtörni ezt a kört azáltal, hogy segíti a vállalatokat elérni első körben a fejlett tőkepiacokat (intézmények importja), majd hosszabb távon a verseny megteremtésével létrehozni a belső tőkepiacot.

A fentiekből tehát az következik, hogy a pénzügyi közvetítés szerepe, különös tekintettel a tőkepiacra, megkerülhetetlen az elsajátításokból adódó hatékonyságcsökkenés mérsékléséhez. Így a 6. tézisem a következő:

6. tézis: *Egy makro és mikroszinten egyaránt releváns, vállalati pénzáramlást torzító jelenség, az ún. kettős elsajátítási probléma csökkentése és ezáltal a feltörekvő országok vállalatainak versenyképesség-növelése csak a pénzügyi globalizáció pozitív hatásainak kihasználásával lehetséges. Ehhez nélkülözhetetlen egyrészt a transzparencia, a nyilvánosság erősítése, melynek egyik hatékony eszköze a tőkepiac, másrészt a megfelelően stabil intézményrendszer. Utóbbi nélkül a pénzügyi globalizáció negatív hatásai erősebbek. Vagyis nincs lehetőség arra, hogy a pénzügyi közvetítés fejlődésének korai szakaszát átugorva gyorsítsuk meg a gazdasági fejlődést, átalakulást.*

6. FEJEZET – A FELÁLLÍTOTT TÉZISEK EMPIRIKUS ALÁTÁMASZTÁSA¹⁶⁸

Az empirikus kutatás célja, hogy a korábbi fejezetekben ismertetett kérdésekre és felvetett problémákra tapasztalati úton, kvantitatív módszerek segítségével próbáljak meg választ adni, kiemelt figyelmet fordítva az újszerű, elméleti alapon megfogalmazódott gondolatok tesztelésére. A kutatás céljai között egyaránt megtalálható a felderítés, a leírás és magyarázat, a hangsúly azonban a kapcsolatok és összefüggések feltárásán van. A tesztelt hipotézisek megfogalmazásánál és az empirikusan vizsgált kérdések kiválasztásánál alapvetően két szempontot tartottam fontosnak. Egyrészt törekedtem arra, hogy a szakirodalomban elméleti szinten tárgyalt, de empirikusan nem (vagy kevés szerző által, nem meggyőző módon) tesztelt hipotéziseket vizsgáljak meg, másrészt az általam felvetett újszerű, elméleti szinten megfogalmazott gondolatokat tapasztalati úton erősítsem (vagy cáfoljam) meg, ezáltal empirikus eredmények bemutatására, interpretálására is lehetőségem legyen. Ennek megfelelően itt – a korábbi elméleti és leíró statisztikai igazoláson túl – alapvetően három területet elemzek mélyebben.

Annak érdekében, hogy a kapott számokat további mérések input változójaként használhassam, elsőként a hatékonyság kérdésével és az 5. tézisem statisztikai vizsgálatával foglalkozom (i. rész).

Ezt követően az 1. tézisem állítását vizsgálom regressziós elemzéssel a kapott adatok és más rendelkezésemre álló adatbázisból nyert információk felhasználásával (ii. rész).

¹⁶⁸ „Ha valamit nem tudsz megmérni, úgy tudásod sovány és elégtelen” – idézi Lord Kelvin szavait a Chicagói Egyetem társadalomtudományi fakultásának épületére elhelyezett márványtábla (Bernstein [1998] 229. o.) Ahogy azt a fizikában népszerű szállóige is tartja: „Egy mérés nem mérés”. Egy mérés ugyanis általában nem bizonyítja egy elmélet magyarázatának multikauzalitását. Olson is megfogalmazza: „Mivel az okozati erők sokasága létrehozhat egy igaznak tetsző hamis, vagy hamisnak látszó igaz elméletet, valószínűleg nem elégséges és korántsem meggyőző az elmélet egyedi tesztelése.” (Olson [1987] 41.o.) Ezért állításaimat több módszer alapján is megvizsgálom.

Végül összefüggésben az előzőekkel a 2. tézisemet megerősítő mennyiségi elemzést végzek (iii. rész).

I. RÉSZ: AZ ÁTALAKULÓ ORSZÁGOK TŐZSDÉINEK HATÉKONYSÁGA

A tőkepiacok teljesítményének, hatékonyságának vizsgálata az irodalomban egymástól jól elkülönülő két fogalom elemzését jelenti. Az egyik a Fama-féle gyenge, közepes és erős piaci hatékonyság fogalma (Fama [1970]). A három hatékonysági szint között hierarchikus sorrend áll fent, vagyis ha egy piac gyengén nem hatékony, akkor közepesen, vagy erősen biztosan nem az. Az információközvetítés és forrásallokáció szempontjából, természetesen e piaci hatékonyság megléte is lényeges, így röviden ezzel is foglalkozom, ezt is mérem, mégpedig az árfolyamok *időbeli függetlenségét* véve nagytó alá.

Dolgozatom szempontjából azonban a másik hatékonysági fogalom, a funkcionális hatékonyság bír kiemelkedő fontossággal. Tobin [1984] volt az, aki elsőként beszélt a pénzügyi piacok funkcionális hatékonyságáról. Ő ez alatt azt értette, hogy a piac, mely Hayek [1937, 1945] szerint a gazdasági aktivitás komplexitásának növekedésével egyre inkább dominálja a „bürokráciát” (Tobin terminológiájában), a tőke allokációjában képes-e hatékonyan és hatásosan működni.

Dolgozatomban a funkcionális hatékonyság mérésére egy újszerű megoldást javaslok és mutatok be: a részvényárfolyamok *keresztmetszeti* függetlenségének vizsgálatát.

A Fama-féle hatékonyság tekintetében a magyar piacra vonatkozóan az első jelentősebb tesztek, melyek számára már legalább 5 éves idősor állt rendelkezésre, egyértelműen elutasítják a vizsgált piacok hatékonyságát, mert az árfolyamok bizonyos szintű előrejeltheségét, megjósolhatóságát bizonyították (Macskási-Molnár [1996]). Ez azt támasztja alá, hogy a magyar piacon a nemzetközi piacok hatása már viszonylagosan nagy volt a 90-es évek eleje óta.

Az átfogóbb munkák – Petrov [1999], Tcaciuc [2001] és Vosvrada és szerzőtársai [1998] – szintén elvetik a piaci hatékonyság közepes formáját térségünk tőkepiacain.

Ugyanakkor Palágyi és Mantegna [1999] már a kilencvenes években is hatékonynak találta a Budapesti Értéktőzsde négy legnagyobb részvényében (MOL, OTP, MATÁV, TVK) folyó kereskedést¹⁶⁹.

Bechev [2003] a magyar, cseh és lengyel piacot tesztelte, mind az index, mind egyedi részvények adatai segítségével. Az idősorok vizsgálatából arra a következtetésre jutott, hogy mindhárom piac konvergál a hatékony piacok felé, és a magyar piac hatékonysága áll a legmagasabb szinten. Több szempontú ökonometriai tesztek¹⁷⁰ követően ugyanerre az eredményre jutott Worhington és Higgs [2003, 2006] is. Az európai felemelkedő országok tőzsdéi a véletlen bolyongás, azaz a piaci hatékonyság gyenge formája, tekintetében mindössze Magyarország (a Budapesti Értéktőzsde) bizonyult hatékonynak.

Faragó [2006] 1999 és 2005 közötti intervallumban tesztelte a magyar piacot (BUX, MOL, OTP, MTELEKOM). Dolgozatában az árfolyamok eloszlásának vizsgálata és autokorrelációs számításokon túl sorozatpróbát is végzett. Elemzésébe 362(!) technikai indikátort bevonva arra a megállapításra jutott, hogy e hét éves időszak alatt a technikai elemzés módszerei hatásosak voltak, azaz a gyenge hatékonyság kritériumának nem felelt meg a Budapesti Értéktőzsde, jóllehet az egyedi részvények esetében ez kevésbé volt egyértelmű, mint a piacot reprezentáló index (BUX) esetében.

Hogy a legfrissebb adatokat is figyelembe véve alkothassunk véleményt, a Breusch-Godfrey LM teszt segítségével én is megvizsgáltam a véletlen bolyongás hipotézisét a dolgozatom számára releváns tíz ország tőzsdeindexére¹⁷¹. Az egyes országok tőzsdeindexeinek adatait a Bloomberg rendszerből nyertem. A khi-négyzet próbát

¹⁶⁹ Negyedéves periódusokban vizsgálva az árfolyamok logaritmus napon belüli változását, azt állapították meg, hogy minden időszakra a kötésenkénti eloszlás jól közelíthető a Lévy eloszlás segítségével. Ezt felhasználva becslést adtak az eloszlás alfa paraméterére. Ez a megfigyelési időszak alatt növekvő trendet követett. A piaci hatékonyság tesztje a piac „emlékezőtehetségének vizsgálatára”, azaz az egymást követő tranzakciók autokorreláltságának időbeli hosszára vonatkozott. Ilyen szempontból hatékonynak bizonyult a magyar piac.

¹⁷⁰ Bővített Dickey-Fuller (ADF), Phillips-Perron (PP) és Kwiatkowski, Phillips, Schmidt és Shin (KPSS) egységgyök tesztek valamint MVR (multiple variance ratio) teszt

¹⁷¹ A Breusch-Godfrey Lagrange multiplikátor teszt nullhipotézise, hogy a hozamváltozások fehér zajt követnek, azaz az egyes hozamok közötti autokorreláció zérus. H_0 : nincs autokorreláció, a folyamat fehér zaj ($\rho_1=\rho_2=...=\rho_k=0$); H_1 : van autokorreláció (van legalább egy $\rho_k \neq 0$).

2000. január 1. és 2006. május 12. között¹⁷² – a szakirodalomban javasolt 5 napos késleltetéssel – Eviews-ban futtattam.

Az eredmények – melyeket az 1. mellékletben helyeztem el – azt mutatják, hogy még Magyarországon sem mondhatjuk, hogy a napi hozamok véletlen bolyongást végeznek, azaz az egyes hozamok közötti autokorreláció zérus, hiszen a mérések eredményei szignifikáns kapcsolatot mutatnak. A hozamok közötti rövid távú autokorrelációs együtthatók szignifikánsan különböznek nullától.

A fentiekből arra következtethetünk, hogy a Fama-féle hatékonysági kritérium tekintetében az új EU tagországok tőzsdéi még a gyenge kritériumnak sem felelnek meg¹⁷³.

A másik hatékonysági kritérium a funkcionális hatékonyság. Pontosabban definiálva Tobin [1984] fogalmát, funkcionálisan akkor hatékony a pénzügyi közvetítőrendszer, ha az első fejezetben bemutatott öt alapvető funkciót képes betölteni. E hatékonysági kritérium mérésével eddig a szakirodalomban nem találkoztam, így ebben hosszabban elmélyülök.

A MÉRÉS MÓDSZERTANA

A szakirodalmi tanulmányok nagy része a pénzügyi közvetítés mélységét csak a banki közvetítés mélységeként értelmezi. Mások, melyek foglalkoznak egyáltalán a tőkepiaccal, meglehetősen egyszerű mértékeket használnak, mint a kapitalizáció-GDP (*market capitalization ratio*) vagy a forgalom-GDP arány (*total value-traded ratio*). Még Levine [2002] is – akinek tanulmánya épp a bank és a tőkepiaci pénzügyi közvetítés megkülönböztetését célozza, és így bevezet olyan mértékeket, mint

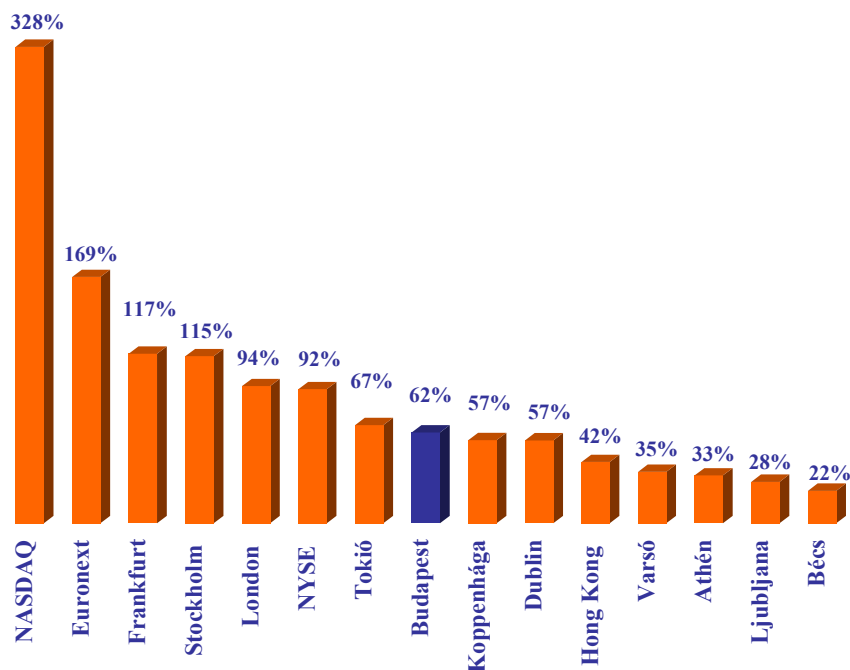
¹⁷² Bulgária és Románia esetében 2006. december 31-ig tartó időszakkal dolgoztam.

¹⁷³ E dolgozatban nem célom a piacok gyenge hatékonyságának további, mélyebb elemzése. A fenti vizsgálatot a saját adataim egyfajta tesztjének szántam, hogy lássam eredményül az idézett munkákkal összecsengő eredményt kapok-e. Tisztában vagyok mérés eredményeinek korlátaival, többek között azzal, hogy amint arra Fama [1970] is felhívja a figyelmet, nehéz megítélni, hogy milyen nagyságrendű autokorrelációs együtthatók utalnak előrejelezhetőségre a hozamok között, továbbá, hogy a hozamok között lehetnek bizonyos nemlineáris összefüggések, melyeket az autokorrelációs együtthatók nem mutatnak ki.

Pénzügyi-Aktivitás (Finance-Activity), Pénzügyi-Hatékonyság (Finance-Efficiency) és Pénzügyi-Kiterjedtség (Finance-Size) – igen egyszerű mértékeket használ¹⁷⁴.

A részvénykapitalizáció forgási sebessége (éves részvényforgalom/kapitalizáció). Néhány piac esetében ez a következőképpen alakult (2004-ben).

33. ábra: A részvénykapitalizáció forgási sebessége néhány ország tőzsdéjén (2004)



Forrás: Horváth [2004]

E mutatót is elemzi hosszabb távon Levine és Zevros [1998] már idézett tanulmánya 1976 és 1993 között. Megmutatják, hogy sok esetben ez nem konzisztens mértéke a tőkepiac valós likviditásának, ugyanis félrevezető lehet egy fejlődő piac esetében. Látható például, hogy a Budapesti Értéktőzsdére számolt érték a Japán piacéval vetekszik. A mutató értéke azonban nem csak akkor magas, ha nagy a piac likviditása, hanem ha hiányoznak a megfelelő tőkeerejű vállalatok. A BÉT esetében a forgalom majdnem egészét az a 4 vállalat (MTelekom, Mol, OTP, Richter) adja, mely külföldön is kereskedett. Ezek likviditása jónak mondható, számukra azonban – ahogy arra az előző fejezetben rávilágítottam – nem a BÉT az optimális (releváns) piac.

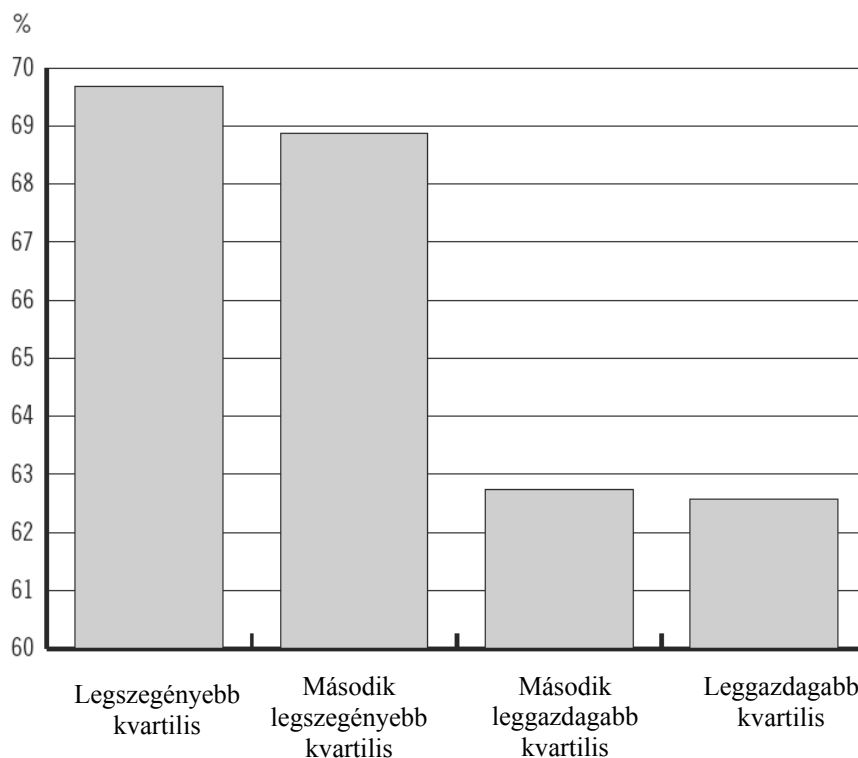
¹⁷⁴ Pénzügyi-Aktivitás = $\ln(\text{forgalom ráta} \times \text{privát hitel ráta})$. Pénzügyi-Kiterjedtség = $\ln(\text{kapitalizáció rátája} + \text{privát kihelyezések rátája})$. Pénzügyi hatékonyság = $\ln(\text{forgalom rátája/egy főre eső költség})$. Pénzügyi-Aggregált mutató = a fenti 3 mutató kombinációja.

Dolgozatomban egy faktor-modellre támaszkodva olyan mértéket javasolok, mely (használva a tőkepiac mélységének hagyományos mértékeit is) átfogó statisztikai eszközt biztosít a funkcionális hatékonyság számszerűsítésére és alkalmasabb az öt alapfunkció együttes mértékeként, mint a hagyományos mutatók. Ez az úgynevezett szinkronitás-index (a továbbiakban: SI). E statisztikai eszköz részletes bemutatását követően amellet érvelek, hogy a szinkronitás-index jobb mértéke a pénzügyi közvetítés mélységének, mint a hagyományos statisztikai mutatók. Mitöbb e mérték felhasználható magyarázó változóként is, mint a tőkepiacok funkcionális hatékonyságának foka.

A RÉSZVÉNYÁRFOLYAMOK EGYÜTTMOZGÁSÁNAK MÉRTÉKE

Az egyedi részvényárfolyamok mozgása egymástól meglehetősen független a fejlett (magas egy főre eső jövedelmű) országok tőkepiacain, de nem ez a helyzet a fejlődő, feltörekvő (közepes és alacsony egy főre eső jövedelmű) országokban (34. ábra).

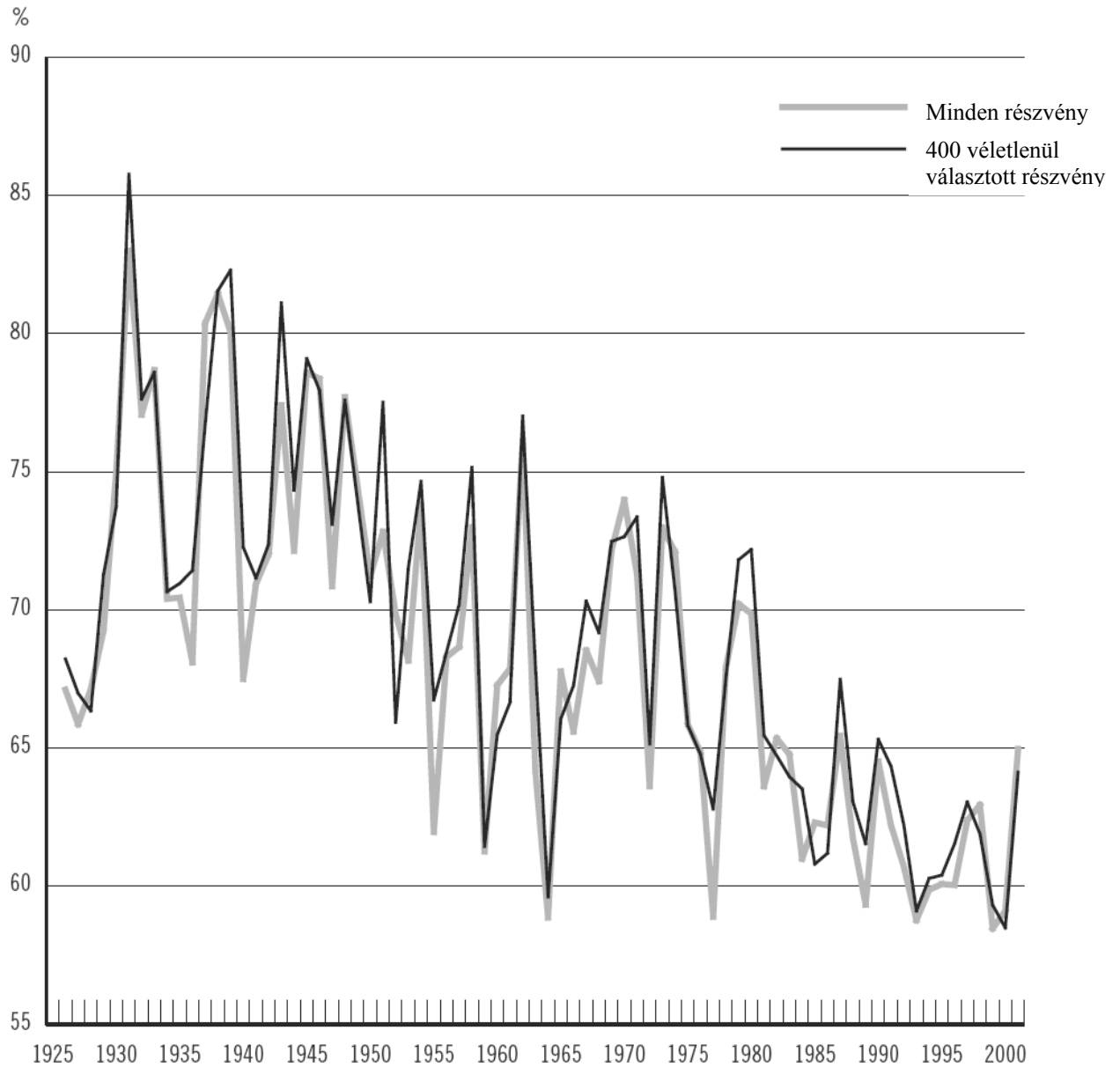
34. ábra: Hozamok együttmozgásának nagysága az egy főre jutó GDP függvényében



Forrás: Mørck-Yeung [2002]

A hozamok együttmozgását az amerikai piacon a 35. ábra mutatja be. Látható, hogy az együttmozgás hogyan csökkent időben, a piac fejlődésével párhuzamosan.

35. ábra: A hozamok együttmozgása az amerikai piacon (1926-2000)



Forrás: Mørck-Yeung [2002]

A magas szinkronitás relatíve nem hatékony mikroszintű tőkeallokációt tükröz, melyet Tobin [1984] a funkcionálisan nem hatékony tőzsdének tulajdonít. Ha a részvények egymáshoz képest relatíve függetlenül mozognak, mint az angolszász

országokban, a piac elvileg képes megkülönböztetni a tőke értékének változását egyedileg, függetlenül az iparág vagy a teljes piac mozgásától. Ha azonban az árak “tandemben” mozognak, mint a fejlődő, feltörekvő országokban, a piac csak a tőke aggregált értékének változását képes valamilyen mértékben tükrözni. Sőt a pénzügyi viselkedéstan arra is rámutat, hogy a túl vagy alulértékelődés sem ritka aggregált szinten, azaz a befektetők érzelmei – melyet Keynes érzékletesen állati szellemnek (“*animal spirits*”) hív – tükröződnek jobban az árakban mint makroökonómiai információk.

Éppen ezért a “keresztmetszeti függetlenség” (*cross-sectional independence*) egy potenciálisan hasznos indikátora a tőzsdék funkcionális hatékonyságnak.

French és Roll [1986] valamint Roll [1988] munkáira alapozva Mørck és szerzőtársai [2000] az egyes részvények hozamának szóródását elemezve készítettek az adott ország piacát jellemző szinkronitás indexet. Első lépésként országonként, az egyedi részvények kétheti hozamait regresszálták a hazai és a világ tőzsdéinek hozamaival (mivel világ tőzsdeindex nincs, az amerikai piac hozamaival számoltak). A regressziós egyenletből (14)¹⁷⁵, pedig R^2 -eket (determinációs együtthatókat) számítottak

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_{1,i} r_{m,jt} + \beta_{2,i} [r_{US,t} + e_{jt}] + \varepsilon_{it}, \quad (14)$$

ahol i a vállalati index, j az ország piacát jelölő index, t a kéthetes periódusokat jelölő index, $r_{m,jt}$ a hazai piac kéthetes hozama, és $r_{US,t}$ az amerikai piac kéthetes hozama. Annak érdekében, hogy a devizaárfolyamok hatása ne tükröződjön az egyenletben, a keresztárfolyamok hozamaival korrigálni kell az amerikai hozamokat (mintegy átváltva azokat egységes devizára), melyet e_{jt} jelöl.

A kéthetes hozamok (melyek napi hozamokból lettek kiszámolva) használatának okai a következők:

- segítségével kiszűrhető a “zaj”, melyet a kereskedés indukál,

¹⁷⁵ Látható, hogy a (14)-es egyenlet valóban egy kétfaktoros index-modell. Jóllehet esetünkben ennek alkalmazása sokkal inkább azon információk tulajdonságainak/minőségének vizsgálatára irányul, melyek beépülnek az árakba, mint magára az árazásra és a kockázat-hozam közti átváltásra, ahogyan ez a faktor-modellek eredeti alkalmazásában szerepelt.

- a kevésbé likvid papírokra is értelmes hozamok adódnak,
- mégis elég rövid az intervallum ahhoz, hogy legyen elég adat a becsléshez.

A (14)-es egyenlet regresszió statisztikái közül az R_{ij}^2 méri, hogy az adott részvény hozamának szóródását hány százalékban magyarázza az ország és a világ tőzsdéinek mozgása. Az összes részvényre kiszámolva a (15) formula segítségével meghatározható az országra jellemző szinkronitás-index:

$$R_j^2 = \frac{\sum_i R_{i,j}^2 \times SST_{i,j}}{\sum_i SST_{i,j}}, \quad (15)$$

Ez tehát egy lehetséges mértéke a tőzsdei árak együttmozgásának, ahol szokásosan $SST_{i,j}$ -vel a teljes eltérés négyzetösszeget jelöljük. Én is ezt a súlyozást, és nem pl. egy egyszerű átlagot használok majd (követve Roll [1988] valamint French és Roll [1986] módszertanát), hogy eredményeim összevethetőek legyenek, különös tekintettel Mørck és szerzőtársai [2000] időben hozzánk legközelebb eső indexeire.

A magasabb R_j^2 tehát azt jelenti hogy az árak együttmozgása gyakran magas az adott ország piacán. A továbbiakban a fent vázolt módszertant alkalmazom az átmeneti gazdaságú országokra.

A funkcionális hatékonyság jó mértékének mind az öt alapvető pénzügyi funkciót meg kell tudni ragadnia. Most, hogy ismertettem a szinkronitás index kiszámításának módját, áttekintem miért is jó mértéke ez a funkcionális hatékonyságnak, hagyományos indikátorokat sem hagyva figyelmen kívül. A tőkepiacok öt alapfunkciója¹⁷⁶:

1. A beruházásokat megelőzően információt biztosít és alokálja a tőkét:

- Itt a hagyományos, a GDP arányos kapitalizáció kielégítő mérték, hisz ez éppen arról ad információt, hogy a gazdaság egészének mekkora része az, amely kiválasztódott, bevezetett a tőzsdére és kereskedett.

¹⁷⁶ A bankrendszer funkcionális hatékonyságának mértékeit itt mellőzve, a tőkepiacra fókuszálva.

- A tőkeallokáció hatékonyságának számításához azonban az együttmozgásokat kell mérni. Minél inkább képes a piac allokálni a tőkét a megfelelő helyre, annál alacsonyabb a *szinkronitás*.
2. A végrehajtott befektetések megfigyelését, a vállalatok kontrollját biztosítja:
 - Ha egy papír be van vezetve a parkettre, a legfontosabb kérdés, hogy az új információkra milyen gyorsan reagál a piac, és hogyan építi be azt az árakba. Ez pedig éppen az, amire a *szinkronitás-index* választ ad.
 3. Egyszerűsíti a diverzifikációt és menedzseli a kockázatokat:
 - Itt ismét – ahogy az első fejezetben is – meg kell különböztetni a likviditási kockázatot a részvény egyedi kockázatától. A likviditási kockázat jó mértéke a forgási sebesség (*turnover velocity*), azaz a kapitalizáció arányos forgalom, de az egyedi kockázatok kezelésének hatékonyságának mértéke ismét a *szinkronitás-index*. Ez egy mértéke ugyanis a részvények egymáshoz viszonyított függetlenségének, mely a diverzifikáció szempontjából nagyon lényeges.
 4. Mobilizálja és összegyűjti a megtakarításokat:
 - Ez a legegyszerűbben mérhető funkció. Egy lehetséges indikátor a tőzsdei kapitalizáció / összes megtakarítás arány.
 5. Segíti a javak kereskedését:
 - Ez a piac információs funkciója. Az árak változása, mintegy iránytűként szolgál a cseréhez. Minél ritkábbak a csordaszellemből adódó együttes árváltozások, annál megalapozottabb az árakra alapozott döntéshozatal. Következésképpen a *szinkronitás* mérése itt is fontos szerepet tölt be, ha a piac irányító, információs funkcióját vizsgáljuk. Választ ad arra, hogy mennyire informatívak az árak.

Röviden összegezve, az árak együttmozgásának mértéke jó indikátor a pénzügyi közvetítés funkcióinak hatékonyságát illetően.

ADATOK

A kutatás során teljeskörű mintavétellel kezdtem adatokat gyűjteni, de a vállalatok nagy száma miatt később csak azokat vontam be az elemzésbe, melyek tagjai valamely vizsgált ország tőzsdeindexének. Tehát a méréshez használt adatbázis a vizsgált új EU tagország tőzsdén jegyzett likvid részvényeinek napi záróárából készült, melyet a Bloomberg rendszeréből gyűjtöttem össze. A vizsgált vállalatok száma országonként a következő (tisztított, végleges minta):

Észtország 13, Csehország 14, Magyarország 12, Litvánia 10, Szlovákia 6 és Lengyelország 117, Románia 10, Bulgária 12 (részletesen a 4. sz. mellékletben). A szlovén és lett adatok elérhetőségére a Bloombergben nem volt lehetőség.

Az adatsorok hosszára vonatkozóan a hosszabb időtáv (több adat) és a megbízható, értelmes és releváns adatok közötti optimumot keresve alapvetően az 1995-2006-os időszakot választottam. Jóllehet számos esetben a vizsgált vállalat bevezetése 1995 után történt meg, így értelemszerűen azok csak a kereskedésük kezdetétől szerepelnek a mintában. Azon vállalatoknál, amelyek a vizsgált intervallumban kivezetésre kerültek, jelentős abnormális hozamokat találtam és így eltávolítottam a mintából. Ha egy értékpapír kereskedése fel lett függesztve, az adott periódusban a mintából szintén kivettem.

A kapott adatbázisban ugrásokat is lehetett találni, olyanokat, ahol a heti hozamok 25%-nál nagyobbak, kivettem a mintából, feltételezve, hogy ez elütés vagy egyedi eseményeknek köszönhető, mely zajt vinne a mérési eredményekbe, torzítva azok megbízhatóságát.

AZ ÁTALAKULÓ ORSZÁGOK TŐZSDÉINEK

SZINKRONITÁSVIZSGÁLATA

A fent vázolt módszertant használva elvégeztem a feltörekvő tőzsdék funkcionális hatékonyságának vizsgálatát.

Elsőként a napi hozamokból heti hozamokat számoltam minden országra. Annak oka, hogy nem kéthetes hozamokat vettem figyelembe az, hogy így egy negyedéven belül több (13) adatom lett. Ennek fele (6-7 adat) túl kevés volna a megbízhatóság

szempontjából. Negyedéves indexekre pedig a mérés egy későbbi szakaszában lesz szükségem, amikor a negyedéves GDP növekedésekre regresszálom a kapott változókat. Úgy vélem, hogy ezzel nem vittem be lényegesen több zajt a hozamokba, így az eredmények összevethetősége megmaradt.

10. táblázat: Nyolc átalakuló gazdaságú ország tőzsdéinek szinkronitás indexei

	né	Észtország	Csehország	Magyarország	Litvánia	Lengyelország	Szlovákia	Románia	Bulgária
1995	I.					0,513			
	II.					0,545			
	III.		0,274			0,457			
	IV.		0,210	0,273		0,586			
1996	I.		0,336	0,446		0,593			
	II.		0,261	0,361		0,406			
	III.		0,560	0,245		0,235			
	IV.		0,158	0,308		0,265			
1997	I.		0,568	0,459		0,630			
	II.		0,435	0,297		0,431			
	III.		0,435	0,497		0,596			
	IV.	0,673	0,679	0,819		0,777			
1998	I.	0,671	0,365	0,381	0,423	0,588		0,450	
	II.	0,794	0,705	0,683	0,802	0,886		0,644	
	III.	0,837	0,684	0,674	0,706	0,939	0,783	0,811	0,573
	IV.	0,690	0,582	0,479	0,636	0,806	0,673	0,734	0,445
1999	I.	0,640	0,752	0,770	0,769	0,856	0,844	0,706	0,339
	II.	0,495	0,341	0,437	0,407	0,509	0,534	0,522	0,234
	III.	0,641	0,671	0,627	0,700	0,679	0,700	0,708	0,495
	IV.	0,676	0,424	0,456	0,540	0,520	0,561	0,437	0,289
2000	I.	0,342	0,155	0,162	0,294	0,232	0,258	0,259	0,151
	II.	0,555	0,387	0,410	0,385	0,458	0,671	0,402	0,162
	III.	0,374	0,360	0,350	0,513	0,398	0,436	0,402	0,416
	IV.	0,436	0,565	0,400	0,488	0,474	0,422	0,318	0,384
2001	I.	0,166	0,224	0,246	0,126	0,184	0,123	0,347	0,392
	II.	0,197	0,326	0,269	0,181	0,390	0,308	0,425	0,360
	III.	0,556	0,596	0,515	0,456	0,597	0,462	0,626	0,899
	IV.	0,212	0,322	0,269	0,287	0,362	0,123	0,222	0,402
2002	I.	0,333	0,411	0,347	0,500	0,523	0,397	0,518	0,399
	II.	0,333	0,167	0,393	0,213	0,402	0,238	0,496	0,253
	III.	0,276	0,233	0,413	0,349	0,357	0,340	0,354	0,305
	IV.	0,256	0,206	0,346	0,391	0,348	0,311	0,411	0,324
2003	I.	0,213	0,242	0,169	0,159	0,254	0,375	0,379	0,208
	II.	0,315	0,423	0,185	0,347	0,324	0,330	0,288	0,289
	III.	0,396	0,355	0,350	0,421	0,330	0,446	0,442	0,215
	IV.	0,292	0,289	0,193	0,389	0,243	0,377	0,350	0,335
2004	I.	0,094	0,011	0,180	0,210	0,083	0,251	0,259	0,258
	II.	0,264	0,435	0,299	0,398	0,428	0,463	0,246	0,181
	III.	0,125	0,157	0,188	0,271	0,315	0,363	0,208	0,397
	IV.	0,028	0,072	0,107	0,123	0,248	0,162	0,266	0,306
2005	I.	0,181	0,234	0,217	0,382	0,322	0,328	0,165	0,616
	II.	0,306	0,413	0,335	0,434	0,522	0,478	0,132	0,347
	III.	0,521	0,523	0,437	0,530	0,544	0,602	0,207	0,282
	IV.	0,398	0,522	0,454	0,462	0,494	0,559	0,230	0,384
2006	I.	0,221	0,311	0,328	0,297	0,300	0,353	0,284	0,147
	II.	0,401	0,455	0,439	0,419	0,385	0,502	0,442	0,444
	III.	0,259	0,298	0,356	0,225	0,269	0,344	0,455	0,391
	IV.	0,190	0,345	0,292	0,249	0,392	0,279	0,153	0,219

Forrás: Saját méréseim eredményei

Ezt követően az adott ország részvényindexéből és az amerikai piac (S&P 500) napi hozamainak felhasználásával itt is heti hozamokat kalkuláltam.

Tekintve, hogy hatalmas számú regressziót kellett futtatnom (194 vállalat * 13 hét * 4 negyedév = 10088 regresszió évente – ezt persze nem lehet még 12-vel a vizsgált időszak éveinek számával beszorozni, hiszen sok vállalat csak később került bevezetésre, de még így is sok tízezer regresszióról van szó), egy Excel munkatáblát készítettem, ahol makrók segítségével számoltam ki az indexeket¹⁷⁷.

A regressziókból tehát kiszámítottam az R_{ij}^2 értékeket minden vállalatra háromhavi időszakokra. R^2 -ket, mely az ország piacának jellemzője, ezek országonkénti súlyozásával kaptam, a (15)-as kifejezéssel számolva. Ahogy ezt fent jeleztem a súlyozáshoz a teljes szórásokat (SST_{ij}) használtam annak érdekében, hogy az eredményeim összevethetőek maradjanak Mørck és szerzőtársai [2000] eredményeivel. Csak abban az esetben szerepeltetem a 10. táblázatban az adott negyedévi indexet, ha azt legalább három részvényből tudtam számolni. Ahol ennél kevesebb állt rendelkezésre, ott nincs érték. Az eredményeket a 10. táblázat tartalmazza.

MIT TÜKRÖZNEK A SZÁMOK?

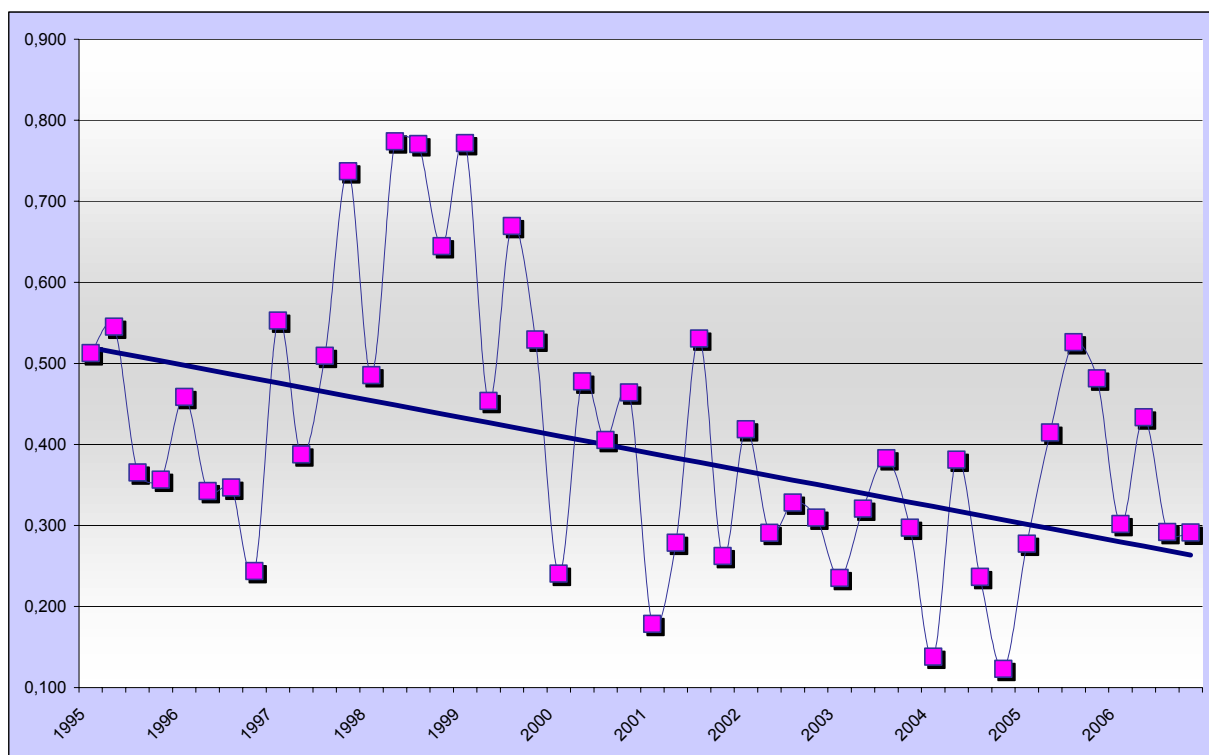
Ahhoz, hogy a legfontosabb általános tanulságokat kiszűrjessük a számok halmazából, először megnézem a szinkronitásiindexek átlagának időbeli alakulását, majd összehasonlítom őket Mørck és szerzőtársai [2000] eredményeivel.

A 36. ábrán a 10. táblázat sorátlagait ábrázoltam. Az első észrevételem, hogy a számok híven tükrözik a piacok hektikusságát, így az egyes krízisek időpontjában a hozamok szinkronitása jelentősen megnő, míg szárnyalás idején lecsökken. A táblázatban szürkével ki is emeltem, az orosz válság, az LTCM bukása körüli globális pénzpiaci megrázkódtatás, a dotcom bumm előtti és a 2004 végi szárnyalás időszakait, valamint a 2001 szeptembert is tartalmazó negyedévet.

¹⁷⁷ Itt köszönöm meg Somay Róbert a kaliforniai Kerio Solutions, Inc. munkatársának segítségét, aki segített, amikor elakadtam a programozásban. A makró szintaktikáját az 1. számú mellékletben helyeztem el.

Időbeli trendet illesztve az adatokra (36. ábra kék egyenes) szignifikánsan (p érték 0,0016) csökkenő (a koefficiens -0,0048) egyenest kaptam. Ez azt jelenti, hogy átlagosan ceteris paribus évi fél százalékponttal csökkent a szinkronitás a vizsgált időszak teljes hosszában (1995-2006). Azt is megvizsgáltam ugyanakkor, hogy 2000 óta milyen a trend. Itt a koefficiens -0,00124, a p érték pedig 0,58 lett, azaz az ezredforduló óta nincs statisztikailag elfogadható csökkenés az indexekben.

36. ábra: A szinkronitásindexek átlaga a vizsgált országokban



Forrás: saját konstrukció

A fentiek arra a megállapításra vezetnek, hogy a funkcionális hatékonyság szempontjából a vizsgált országok tőzsdéi a kilencvenes években csak igen mérsékelten, 2000 óta pedig egyáltalán nem fejlődtek.

Az értékek abszolút nagyságát összehasonlítva Mørck és szerzőtársai [2000] 1995-ben kapott értékeivel (2. számú melléklet) az látszik, hogy néhány kivételes negyedévet (pl. 2000 I. negyedév, 2004 IV. negyedév) leszámítva – amikor hatalmas likviditás és forgalom mellett működtek –, a piacok még a fejlődő országok közül sem emelkednek ki. Ezt figyelembe véve, még ha a teljes időszakra kapott fél

százalékpontos trenddel számolunk, akkor is hozzávetőlegesen fél évszázad kellene, hogy a fejlett országok piacaihoz közeli értékeket kapjunk az átalakuló országok tőzsdéin.

El kell azonban ismerni, hogy a szinkronitás indexek szórása nem kicsi. Így egyes országok, így pl. Észtország a funkcionális hatékonyság szempontjából hatékonyabbnak tűnik, sőt több negyedévben is már a fejlett országok értékeit produkálta, bár krízisek esetén nagy visszaesések (ugrások) figyelhetők meg (pl. 2005. III. negyedév). Sőt az egész Baltikumban egy gyors javulás figyelhető meg. Szintén meglepő lehet, hogy Magyarországon és Csehországban összevetve az 1995-ös értéket a 2006 végével, az index értéke alig csökkent. Lengyelország, Szlovákia, de különösen Románia és Bulgária SI értékei az átlagosnál magasabbak. Ez Lengyelország esetében esetleg magyarázható a nagyobb mintának, ahol a kisebb cégek nagyobb aránya miatt talán nagyobb az együttmozgás¹⁷⁸. Az eredmények rámutatnak arra is, hogy a román és a bolgár tőzsde a másik hat országhoz képest lemaradásban volt, jóllehet 2006-os értékeik, már nem különböznek lényegesen a másik hat országtól.

Összefoglalva azt mondhatjuk, hogy a vizsgált nyolc átalakuló gazdaságú ország tőzsdéjének funkcionális hatékonysága – a szinkronitás index segítségével mérve – igen gyenge, és egyértelmű javuló tendencia sem fedezhető fel a számok mögött.

Itt érdemes szólni a hipotézisvizsgálatok során elkövethető hibákról, valamint a mintán elvégzett elemzés eredményei alapján levonható következtetések érvényességéről. A minta reprezentativitásának kérdését és az alapsokaságot korábban már említettem. Itt a mérési hiba mellett még egy problémát kell megemlíteni, az úgynevezett túlélési torzítást (*survivorship bias*). Ez azzal kapcsolatos, hogy a mintába csak olyan vállalatok kerülnek be, amelyek részvényeivel ma is kereskednek a tőzsdén, míg az elmúlt időszakban onnan kivezetett (esetleg csődbe ment) cégek nem szerepelnek az adatbázisokban. Ezáltal csak az egészséges vállalatok alapján lehet következtetéseket levonni, ami az eredményeket torzíthatja. Ez a probléma általában nem vagy csak nagyon költséges úton kezelhető. A

¹⁷⁸ A fundamentális elemzők a kisebb vállalatokat kevésbé elemzik és kevésbé koncentrálnak rájuk, így a csorda-hatás esetükben erősebb lehet.

Bloombergen igyekeztem egyedenként megkeresni a korábban a vizsgált országok indexeibe tartozó, de kivezetett cégeket, illetve e-mailen megkerestem az egyes tőzsdék információs központjait többek között e kérdésben. Érdemi, átfogó megoldást azonban nem tudtam találni e probléma kezelésére.

A mintavételi hiba mellett nehezen kezelhető probléma, hogy az adatok egy része nem azonos metodikával készült. Szintén torzíthatja az eredményeket, hogy hosszabb időszak adatait használom, így a vizsgált időszakban a vállalatok bizonyos gazdálkodásukban, finanszírozásukban végbement változásainak hatása nincs kiszűrve.

Bár a szinkronitás-index számításánál hűen ragaszkodtam a benchmark (Mørck és szerzőtársai [2000]) módszertanához, éppen az összehasonlíthatóság fenntartása érdekében, annak is van egy hiányossága. Az indexnek nincs analitikus háttere, semmiféle piacműködést jellemző magatartási modellből nem származtatható, tehát valójában egy ad-hoc mérőszám. A túlzottan szintetikus indexek mindig hajlamosak furcsán viselkedni, azaz többféle hatás eredőjének tekinthetők. Ennek ellenére, ahogy azt fent is kifejtettem, e módszert tartom a legalkalmasabnak a funkcionális hatékonyság vizsgálatára.

II. RÉSZ: FUNKCIONÁLIS HATÉKONYSÁG ÉS GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS

E részben azt mérem meg, hogy a tőkepiacok funkcionális hatékonyságának változása miként hatott a vizsgált országok gazdasági növekedésére. Amint láttuk, e tőzsdék funkcionális hatékonysága messze nem meggyőző, mely már előre e mérés inszignifikanciáját valószínűsíti. Mégis érdemes ezt elvégezni, mert ezáltal választ kaphatunk arra, hogy a pénzügyi közvetítés fejlődése mely szakaszban tart azon a görbén, melyet az 1. tézisemben vázoltam fel.

ADATOK

Az adatgyűjtés során alapvetően a Bloomberg pénzügyi adatszolgáltató információs rendszerének adatbázisára támaszkodtam¹⁷⁹, valamint az Eurostat honlapját, az EBRD Transition Report [2006] kiadványát és a www.nber.org adatait használtam. Az adatok elemzését az Eviews programcsomag 4.1-es, a Gretl 1.3.3-as verziójával, valamint az MS Excel segítségével végeztem el.

Az ebben a részben végzett méréshez mind longitudinális, mind keresztmetszeti jellemzőket használtam, így az adatokat elsőként panelbe kellett rendeznem. Az adatfeldolgozás, adatok összegyűjtését és rendezését követő igen fontos lépése a minta felhasználhatóságának érdekében az adatbázis megszűrése volt. Egyrészt a szélsőségesen kilógó (outlierek), másrészt a nem értelmezhető, harmadrészt pedig a valamilyen oknál fogva az eredmények jelentős torzítását okozó adatokat kellett kiszűrni. Az adattisztítás az eredmények megbízhatóságát növeli, ezáltal elengedhetetlen részét képezi a kutatásnak.

AZ ELEMZÉS MÓDSZERTANA

Ebben a részben ismét a regressziós vizsgálatot, mint változók közti kapcsolat elemzésének eszközét hívom segítségül, annak kiderítéséhez, hogy vajon van e valamilyen összefüggés a tőkepiacok funkcionális hatékonysága és a gazdasági

¹⁷⁹ Köszönet illeti a Concorde Alapkezelőt és különösen Móricz Dánielt, hogy elérhetővé tette számomra ezt az adatforrást.

növekedés között. Amennyiben találok kapcsolatot, az természetesen még nem jelent okságot, de indokoltá teszi a további méréseket.

Az alapmodellben a baloldali változó tehát a GDP növekedése, a jobboldali (magyarázó) változó pedig a SI indexek változása. Az alapegyenlet tehát a következő lenne:

$$\Delta GDP_t = c + \beta_t \Delta SI_t + u_t \quad (16)$$

Természetesen ez a regressziós egyenlet még teljességgel használhatatlan. Ennek okai a következők:

1. Az SI változó értelmezési tartománya a $[-1;1]$ zárt intervallum, azaz ez a változó csonkolt. E problémát a változó transzformálása segítségével küszöbölhetjük ki, ezért bevezetem a módosított szinkronitás index (MSI) fogalmát, melyet a következőképpen adok meg:

$$MSI = \frac{I}{I - SI} \quad (17)$$

Így már az MSI értelmezési tartománya megegyezik a gazdasági növekedésének értelmezési tartományával.

2. Meg kell nézni, hogy vajon stacioner folyamat-e a GDP növekedés időszora¹⁸⁰. E nélkül nyilvánvalóan hamis regressziót kapnánk. Mivel az explozív egyenletek nem fordulnak elő a közgazdaságtanban, még a pénzügyekben sem, ezért elég azt vizsgálni, hogy egy folyamatnak van-e egységgyöke (azaz az autoregresszív koefficiense különbözik-e egytől). Ennek vizsgálatához bővített Dickey-Fuller tesztet (*Augmented Dickey-Fuller, ADF*) használok. Egyik ország növekedési adatai sem mutatnak szezonaritást, sem trend meglétét. Az ennek megfelelő tesztek eredményeit a 4. számú mellékletben helyeztem el.

¹⁸⁰ Ez koránt sem nyilvánvaló kérdés. A közgazdaságtan számos klasszikus munkát tart számon, mely éppen azt vizsgálta, hogy van-e egységgyök a gazdasági növekedés idősorában. Ez többek között választ adna arra, hogy a növekedésben az aggregált kereslet (keynesianus modell) vagy inkább a technológiai fejlődés (neoklasszikus elmélet) szerepe a meghatározóbb. Ez azonban mindmáig vita tárgya. Egyebek mellett erről beszéltem Czeglédi Pál előadótársammal a „*Near Unstable Linear Models and Their Economic Applications*” című előadásunkban, 2006 augusztusában Szóvátán a „XXVI. Seminar on Stability Problems for Stochastic Models” című nemzetközi konferencián. Köszönet illeti Kormos János dékán urat, hogy megnézett és támogatott minket e konferencián.

A nullhipotézis az, hogy van az idősorokban egységgyök, mivel a p értékek (Magyarországon 0,0047; Csehországban 0,0084; Lengyelországban 0,0046; Szlovákia 0,0177; Észtország 0,0059; Litvánia 0,0030) kisebbek, mint 5% ezért ezt elvethetem (elhanyagolható az elsőfajú hiba valószínűsége). Vagyis a vizsgált időszakban és országokban a GDP növekedés mindenhol stacionárius folyamat volt.

3. Nyilvánvalóan a pénzügyi közvetítés hatása a gazdasági növekedésre nem azonnali, tehát bizonyos késleltetést érdemes alkalmazni. Modellemben 1, 2, 3 és 4 negyedéves csúsztatásokkal („lag-ekkel”) számoltam.
4. A gazdasági növekedésre számos olyan tényező is hathat, ami a tőkepiacok funkcionális hatékonyságára is¹⁸¹, sőt a gazdasági növekedés is hathat a tőzsdék funkcionális hatékonyságának növekedésére, így szimultanitás, endogenitás állhat fel, mely az OLS becslést torzítottá és inkonzisztenssé teszi. Ennek statisztikai megoldása nem lehetséges, a közgazdasági elméletet kell segítségül hívni. Az elmélet alapján azt kell megtalálni, hogy melyek lehetnek azok a kontrollváltozók, melyeket nem szabad kihagyni. Szerencsére a gazdasági növekedésre ható tényezők irodalma – melyre itt támaszkodni lehet – szinte végtelen. Ez persze rögtön hátrány is, mert mindet nem lehet beépíteni a modellbe.

Ugyanakkor, bár elméletben sok változót azonosíthatunk, melyek egy részét alkalmazzák is a vonatkozó empirikus kutatások, ám éppen az új EU tagállamokra nem vizsgálódnak. Ennek oka, hogy az adatok nem léteznek, hamisak, vagy nem hozzáférhetőek. Ahol léteznek elérhető adatok, ott sem frissek és végképp nem negyedéves gyakoriságúak, sőt sajnos még évesek sem.

Mitöbb, még ha e kontrollváltozókat problémamentesen be is tudnám vonni a modellbe, a szimultanitás még akkor sem volna kezelt.

Ezért a következő módszertant alkalmazom. Először csupán kétváltozós regressziót futtatok a GDP változása és a szinkronitás-index felhasználásával, negyedéves adatokra, hogy lássam van-e egyáltalán valamilyen kapcsolat.

Ezt követően vonom be a többi változót is a modellbe, de itt nem országonként vizsgálódom, hanem a teljes sokaságra panelelemzést végzek, ezen belül pedig az

¹⁸¹ Az eltérésváltozó korrelált a magyarázó változóval.

első differenciákat használó modell kereteit alkalmazom a többváltozós regressziószámítás során.

A kétváltozós regressziók:

Itt tehát hat országra¹⁸² 24db (White-féle heteroszkedaszticitás konzisztens) egyenletet futtattam a dGDP és a dMSI között (konstanst is felvéve az egyenletbe), a fent leírt okból mindenhol 1, 2, 3 és 4 negyedéves eltolással.

A kapott eredmények – melyeket a 6. mellékletben helyeztem el – alátámasztják sejtésemet, hiszen egyik esetben sem volt még 10%-on sem szignifikáns a kapcsolat a gazdasági növekedés és a tőkepiacok funkcionális hatékonyságát reprezentáló (módosított) szinkronitásiindex között.

Ez a módszer tehát (bár az endogenitást itt nem tudtam kezelni) azt bizonyítja, hogy nincs (lineáris) kapcsolat a gazdasági növekedés és a feltörekvő országok tőkepiacainak funkcionális hatékonysága között, vagyis a vizsgált időhorizonton rövid távon (1-4 negyedév) azok szignifikánsan nem segítették a gazdasági növekedést. Egy más metodológiát használva a következőkben a hosszú távú hatásokra helyezem a hangsúlyt.

Panel-elemzés:

Egy alternatív mérési (bizonyítási) eljárásként a panelvizsgálat módszertanát használom. A panelvizsgálat lényege, hogy egyszerre tesz lehetővé horizontális és longitudinális vizsgálódást. A paneladatok (kombinált keresztmetszeti és idősoros adatok) alapján készített ökonometria elemzés során ugyanis nem lehet feltételezni, hogy a különböző időpontbeli megfigyelések független eloszlásúak¹⁸³.

Ahogy azt már fent is hangsúlyoztam, a regressziós becslés során problémát okoz, hogy a gazdasági növekedés korrelál a hibataggal, mert az számos nem megfigyelt változó aggregátuma. A csoportos klasszikus legkisebb négyzetek segítségével (pooled OLS) történő regresszió alkalmazása előtt ezeket a nem megfigyelt változókat, illetve hatásukat eliminálni kell. Az úgynevezett fix hatású ökonometria

¹⁸² Itt Bulgáriát és Romániát nem tartalmazó mintát használtam.

¹⁸³ Nem lehet ugyanannak a megfigyelési egységnek a különböző időpontra vonatkozó ismérveit függetlennek tekinteni.

modellek alkalmasak erre: elsőrendű differenciák képzésével kezelem a problémát (annak egy részét), azaz két különböző időszak adatainak különbségét tekintem, és a változásokra becsülöm a regressziós egyenletet. Ez az endogenitás kezelésének egy lehetséges módja, hiszen a fix hatásokat (pl. országspecifikus tényezők,) melyek nyilvánvalóan hatnak a függő változóra (gazdasági növekedés), így el lehet tüntetni. Az elsőrendű különbözetek (első differenciák) képzésével eliminálni lehet az egyes nem megfigyelt, időben állandó hatásokat. Így az ebből adódó endogenitás kiszűrhető, hiszen így a nem megfigyelt hibatag korreláltsága a magyarázó változókkal megszüntethető, mellyel a becslés konzisztenciája és torzítatlansága javul. Az első differenciákra felírt modellben a (maradék, megszürt) hibatagra már teljesül, hogy az nem korrelál a magyarázó változókkal, ezért elvégezhető a regressziós becslés.

A fenti lépések megvalósítása után egy egyszerű keresztmetszeti egyenlet adódik, amelyben a magyarázó változók időbeli megváltozások. Amennyiben igaz, hogy a gazdasági növekedés a magyarázó változók különbségéből képezett új változókkal nem korrelál, akkor ebben a feltételrendszerben az új magyarázó változókkal is korrelálatlan lesz, azaz teljesül a szigorú exogenitási feltétel. Sajnos azonban nem csak fix hatású változók hatnak a gazdasági növekedésre. Felmerülhet a kérdés, hogy az intézmények hatása 10 éves időtávon tekinthető-e fixnek. A negyedik fejezetben a 26. ábrán bemutatott williamson-i társadalmi elemzés alsó szintjein lévő intézmények biztosan nem, sőt a vizsgált országok esetében, a gazdasági átalakulás során még kevésbé. Így szükséges, hogy az intézmények változásának hatásait mint kontrollváltozó, beépítsem az egyenletbe. Ilyen változók gyűjtésében a Nemzetközi Valutaalap honlapja nyújtott némi segítséget: a World Economic Database-ben és a Doing Business adatbázisban találtam használható adatokat az új EU tagországokra is. Sajnos a Doing Business adatbázis csak 2004 óta létezik, mely reményt ad egy kiterjedtebb elemzésre 5-10 év múlva, jelenleg azonban e kontextusban nem használható. 2006. szeptember 14-én publikálta a Világbank a Financial Structure Dataset állományát, mellyel így most ki tudtam egészíteni az elemzésemet. A beruházások és FDI alakulását mutató változókat a United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) honlapján összeállítható adatriportokból

töltöttem le. Modelletem végül a következő változókkal egészítem ki, melyek kapcsolata a gazdasági növekedéssel egyértelmű a szakirodalomban:

- a. A banki pénzügyi közvetítés mélysége
 - i. Kihelyezett hitelek a GDP arányában (PRIVCRED)
 - ii. A bankok által gyűjtött betétek nagysága a GDP százalékában (DEPGDP)
 - iii. A nettó kamatmarzs nagysága (INTRATMAR)
 - iv. Bankkoncentráció (BANKCONC)
- b. A tőkepiaci közvetítés mélysége¹⁸⁴
 - i. Tőzsdei kapitalizáció / GDP (SMCAP)
 - ii. A tőzsdei kereskedés teljes forgalma / GDP (SMTOTV)
 - iii. Teljes forgalom / kapitalizáció (SMTOR)
- c. A külföldi közvetlen tőkebefektetések nagysága (FDI)
- d. Gazdasági szabadság-index, illetve azok komponensei¹⁸⁵
 - i. A kormányzat mérete (ALLAM)
 - ii. A jogrendszer és a tulajdonjogok biztonsága (JOG)
 - iii. Megbízható pénz (MON)
 - iv. A nemzetközi kereskedelem szabadsága (KULKER)
 - v. A hitel - és a munkapiac, illetve az üzleti élet szabályozása (SZAB)

Fontos megemlíteni, hogy a leglényegesebb magyarázó változó, amire elemzésemben fókuszálok, az MSI, maga is becslés eredménye, melyhez bizonytalanság kapcsolódik. Ettől a teszt során el kell tekintenem, az MSI értékeit megfigyelt értékeként kezelem. Ezáltal nő az elsőfajú hiba elkövetésének valószínűsége, azaz annak az esélye, hogy a becsült regressziós együtthatók nullával való egyezőségére vonatkozó nullhipotéziseket úgy vetjük el, hogy valójában az együtthatók megegyeztek nullával. Ennek következménye, hogy amennyiben a fenti módon elvégzett teszt eredménye valamely együttható esetén a nullhipotézis elfogadását hozná, akkor azt igen robusztusnak lehetne nevezni. Ezzel szemben, ha

¹⁸⁴ Ahogy azt korábban kifejtettem e mértékek hatása a gazdasági növekedésre már vizsgált (pl. Levine [2002], és elméletileg jól kiegészítik a szinkronitásiindexet a funkcionális hatékonyság tekintetében.

¹⁸⁵ Köszönettel tartozom Czeglédi Pálnak, hogy erre felhívta a figyelmemet, és indexeit biztosította az én méréséhez is (Czeglédi [2006]).

a becsült együtthatók szignifikánsnak bizonyulnának, az még nem jelentené biztosan azt, hogy a regressziót a MSI változóra adott más becslésekkel elvégezve is hasonló eredményt kapnánk.

A fentiek mellett a pénzügyi közvetítéshez kapcsolódó változók kvadratikus alakját is betettem a változók közé (MSI2, PRIVCRED2, DEPGDP2 INTRATMAR2, BANKCONC2, SMCAP2, SMTOTV2, SMTOR2). Ennek alapvető oka, hogy az 1. hipotézisemet szépen támasztaná alá egy másodfokú összefüggés a pénzügyi közvetítés mélysége és a gazdasági növekedés között¹⁸⁶.

A regressziós egyenletem tehát a következő alakban írható fel:

$$dGDP_j = \alpha + \beta_1 MSI_j + \beta(X)_{ij} + \varepsilon \quad (18)$$

ahol βX_{ij} a fent felsorolt kontrollváltozókat tartalmazó mátrix.

Az elsőrendű differencia képzés után kapott (becsülhető) egyenlet:

$$\Delta dGDP_j = \Delta \beta_1 MSI_j + \beta(\Delta X)_{ij} \quad (19)$$

A hosszú távú hatások vizsgálata céljából a két időszakot, melyre a differenciákat képeztem úgy állapítottam meg, hogy az ezredfordulónál vágtam ketté a vizsgált 1995-2005-ös intervallumot. A stock típusú változónál az időszak eleji értéket választottam, hiszen ennek hosszú távú hatását kell az egyenletnek tükröznie. A flow típusú változók esetében időszaki átlaggal számoltam.

A becslés szabadságfokának korlátot szab, hogy a szinkronitásiindexek csak 6 országra adóttak, így a fent felsorolt 23 jobboldali változó egyszerre nyilván nem becsülhető. Az ilyenkor szokásos módszer szerint a legfontosabb MSI változóhoz először egy majd kettő, három és négy másik változót veszek be az egyenletbe. Próbálgatva, hogy milyen esetekben kapok szignifikáns becsléseket.

A következőkben bemutatom a legfontosabb becslések eredményeit, majd levonom a következtetéseket.

¹⁸⁶ Természetesen nem csak másodfokú függvényt lehetne alkalmazni, itt csak egy lehetséges megoldásként alkalmazom a kvadratikus tagokat. Megfelelően alátámasztott javaslat esetén szívesen elvégzem az elemzést más függvényformára is.

Bár egyváltozós regressziókat már futtattam országoként, itt most a hosszú távú hatás vizsgálata érdekében a teljes mintán is megnézem, van-e összefüggés a gazdasági növekedés és az MSI között. A becslések eredményei konzisztensek a korábbi megállapításaimmal, bár a koefficiensek előjele a vártak megfelelő, azaz negatív a kapcsolat a gazdasági növekedés és a szinkronitás között, azonban sem az elsőfokú (lineáris), sem a kvadratikus egyenlet nem szignifikáns (a p értékek messze 10% fölöttiek).

Dependent Variable: DGDP

Method: Least Squares

Date: 10/01/06 Time: 16:08

Sample: 1 6

Included observations: 6

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MSI	-0.469277	0.711124	-0.659909	0.5385
R-squared	0.024748	Mean dependent var		0.320002
Adjusted R-squared	0.024748	S.D. dependent var		1.820572
S.E. of regression	1.797903	Akaike info criterion		4.162131
Sum squared resid	16.16228	Schwarz criterion		4.127424
Log likelihood	-11.48639	Durbin-Watson stat		3.148871

Dependent Variable: DGDP

Method: Least Squares

Date: 10/01/06 Time: 16:10

Sample: 1 6

Included observations: 6

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MSI	-0.089832	3.106224	-0.028920	0.9783
MSI2	0.336994	2.059629	0.163619	0.8780
R-squared	0.029279	Mean dependent var		0.320002
Adjusted R-squared	-0.213401	S.D. dependent var		1.820572
S.E. of regression	2.005442	Akaike info criterion		4.490807
Sum squared resid	16.08719	Schwarz criterion		4.421394
Log likelihood	-11.47242	Durbin-Watson stat		3.141082

A következő kérdésfeltevés az volt, hogy az összes tőkepiacot mérő mutató (MSI, SMTOR, SMTOTV, SMCAP) együtt miként hozható összefüggésbe a gazdasági növekedéssel. Az alábbiakban látszik, hogy egyedül a forgalom / kapitalizáció arány vált éppen csak 10%-on szignifikánssá, a többi változó

koefficiensének 0-tól való különbözősége nem vethető el, mitöbb a módosított R^2 mutató szerint a modell magyarázó ereje nagyon gyenge.

Dependent Variable: DGDP
Method: Least Squares
Date: 10/01/06 Time: 14:24
Sample: 1 6
Included observations: 6
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MSI	1.135394	1.389964	0.816852	0.4998
SMTOR	5.555388	1.842446	3.015224	0.0946
SMTOTV	-25.61421	12.11403	-2.114425	0.1688
SMCAP	10.84196	9.301071	1.165668	0.3640
R-squared	0.576115	Mean dependent var		0.320002
Adjusted R-squared	-0.059714	S.D. dependent var		1.820572
S.E. of regression	1.874140	Akaike info criterion		4.328898
Sum squared resid	7.024803	Schwarz criterion		4.190071
Log likelihood	-8.986694	Durbin-Watson stat		2.033988

Hogy a szakirodalomban egyértelműen bizonyított hatást a jogrendszer, pénzügyi közvetítés, gazdasági növekedés között vizsgálhassam, a fenti egyenletbe bevontam a jog változóját. Ahogy az az alábbi táblából látható a becsült paraméterek továbbra is inszignifikánsak maradtak.

Dependent Variable: DGDP
Method: Least Squares
Date: 10/01/06 Time: 14:23
Sample: 1 6
Included observations: 6
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
JOG	4.206040	3.002457	1.400866	0.3947
MSI	1.233104	0.672054	1.834828	0.3177
SMTOR	5.987456	1.615534	3.706179	0.1678
SMTOTV	-24.72932	11.71120	-2.111595	0.2816
SMCAP	17.53387	9.797585	1.789612	0.3244
R-squared	0.818835	Mean dependent var		0.320002
Adjusted R-squared	0.094176	S.D. dependent var		1.820572
S.E. of regression	1.732725	Akaike info criterion		3.812175
Sum squared resid	3.002336	Schwarz criterion		3.638641
Log likelihood	-6.436525	Durbin-Watson stat		1.474525

A továbbiakban bemutatom még néhány becslés eredményét, ahol az MSI mellé különböző (intézményi fejlettséget mérő) változókat vontam be. Először a

jogrendszer és a tulajdonjogok biztonságát (JOG) mérő, majd a pénz megbízhatóságát (MON) mérő, végül a nemzetközi kereskedelem szabadságát (KULKER) mérő indexet vettem be kontrollváltozónak.

Dependent Variable: DGDP

Method: Least Squares

Date: 10/01/06 Time: 16:11

Sample: 1 6

Included observations: 6

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MSI	-1.270381	0.845579	-1.502380	0.2074
JOG	2.799491	1.698421	1.648291	0.1746
R-squared	0.257324	Mean dependent var		0.320002
Adjusted R-squared	0.071655	S.D. dependent var		1.820572
S.E. of regression	1.754133	Akaike info criterion		4.223028
Sum squared resid	12.30793	Schwarz criterion		4.153615
Log likelihood	-10.66909	Durbin-Watson stat		2.542471

Dependent Variable: DGDP

Method: Least Squares

Date: 10/01/06 Time: 16:13

Sample: 1 6

Included observations: 6

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MSI	-1.034464	0.530045	-1.951652	0.1227
KULKER	-1.514541	0.771593	-1.962876	0.1212
R-squared	0.396385	Mean dependent var		0.320002
Adjusted R-squared	0.245481	S.D. dependent var		1.820572
S.E. of regression	1.581405	Akaike info criterion		4.015706
Sum squared resid	10.00336	Schwarz criterion		3.946292
Log likelihood	-10.04712	Durbin-Watson stat		2.800992

Dependent Variable: DGDP

Method: Least Squares

Date: 10/01/06 Time: 16:15

Sample: 1 6

Included observations: 6

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MSI	2.479205	2.193539	1.130231	0.3216
MON	0.794824	0.454905	1.747229	0.1555
R-squared	0.533333	Mean dependent var		0.320002
Adjusted R-squared	0.416667	S.D. dependent var		1.820572
S.E. of regression	1.390485	Akaike info criterion		3.758383
Sum squared resid	7.733790	Schwarz criterion		3.688970
Log likelihood	-9.275150	Durbin-Watson stat		2.862870

Az eredmények minden esetben azt mutatják, hogy feltörekvő országok tőzsdéinek funkcionális hatékonysága nem hozható kapcsolatba a gazdasági növekedéssel, hiszen egyik esetben sem állíthattuk legalább 90%-os biztonsággal, hogy a becült koefficiensek eltérnek 0-tól.

Rátérve az 1. hipotézisem vizsgálatára, mely szerint a gazdasági átalakulás során a pénzügyi közvetítés és a gazdasági növekedés között sajátos kapcsolat áll fent, regressziókat becsültem a banki közvetítés és a gazdasági növekedés között is.

Azt találtam, hogy bár nem mind a négy banki változó volt szignifikáns, de kettő határozottan az volt: az elhelyezett betétek a GDP százalékában és a nettó kamatmarzs nagysága (p értékek 10% illetve 1% alatt).

Dependent Variable: DGDP

Method: Least Squares

Date: 10/01/06 Time: 14:01

Sample: 1 6

Included observations: 6

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DEPGDP	25.23295	11.18936	2.255084	0.0872
INTRATMAR	-57.57895	7.073879	-8.139657	0.0012
R-squared	0.687307	Mean dependent var	0.320003	
Adjusted R-squared	0.609134	S.D. dependent var	1.820573	
S.E. of regression	1.138209	Akaike info criterion	3.357991	
Sum squared resid	5.182083	Schwarz criterion	3.288578	
Log likelihood	-8.073974	Durbin-Watson stat	2.766269	

Vagyis a következő egyenlet szignifikáns összefüggést mutat a banki tevékenység és a gazdasági növekedés között:

$$\Delta dGDP = 25,23 \Delta DEPGDP - 57,57 \Delta INTRATMAR \quad (20)$$

(2,25) (-8,13)

Megbecsültem az egyenletet a banki közvetítés változóinak kvadratikus formáját is bevonva, ám semmilyen kombinációban nem kaptam statisztikailag 0-tól különböző együttthatókat.

Első ránézésre talán úgy tűnhet, hogy a (20) egyenlet e dolgozat mondanivalója szempontjából kevésbé releváns, hiszen egyrészt a tőkepiacoktól függetlenül csupán

a szakirodalomból már ismert (bár az átalakuló országokra egyértelműen még nem bizonyított összefüggést) erősíti meg a pénzügyi közvetítés egy része és a gazdasági növekedés között, másrészt nem igazolja az 5. ábra függvényformáját sem (de nem is cáfolja). Azt viszont igazolja, hogy valóban a bankrendszer képes hatékonyan hozzájárulni a növekedéshez a gazdasági fejlődés kezdeti szakaszában, így később ha a tőkepiac is hatékonyává válik a pénzügyi közvetítés hatása felerősödhet, vagyis ilyen módon implicite mégis igazolja az 1. tézisem állítását.

Összegezve a fejezet II. részében kapott eredményeket az elvégzett mérések szerint a tőkepiaci közvetítés nem hozható sem lineárisan sem kvadrátikus formájában összefüggésbe a gazdasági növekedéssel, jóllehet a banki közvetítés és a gazdasági növekedés között találni statisztikailag jelentős kapcsolatot. E két felismerés alátámasztja az 1. tézisemet, mely szerint a pénzügyi közvetítés hatása a gazdasági növekedésre meglehetősen sajátos az átalakuló országokban, még ha az ott elméletben megalapozott függvényformát az adatok nem is igazolják (ez természetesen nem jelenti, hogy a hipotézis hamis). A kapott eredmények szintén konzisztensek a 3. és 4. tézisemmel, ahol azt emeltem ki, hogy a gazdasági átalakulás első szakaszában a bankrendszer miért és hogyan kap prioritást.

Itt kell még egyszer hangsúlyoznom azt, amit a mérés minden egyes pontján kiemeltem, vagyis, hogy becsléseim robusztusságát a választott módszerek sokféleségével igyekeztem bizonyítani, mert az az adatok mennyisége és minősége által nem volt biztosítható. Bár az összes módszertan szerint kapott eredmények összecsengenek, mégis az eredmények óvatosan, fenntartásokkal kezelendők. Érdekes egy későbbi időpontban több adattal, több kontrollváltozóval, hosszabb intervallumra újravégezni.

III. RÉSZ: AZ ÁTALAKULÓ ORSZÁGOK TŐZSDÉINEK VIZSGÁLATA A DIVERZIFIKÁCIÓS ELŐNYÖK SZEMPONTJÁBÓL

Végül itt a fejezet III. részében a második tézisemben megfogalmazottakat támasztom alá a legfrissebb adatok tükrében. Az (5)-ös formula így festett:

$$\sigma_D = \sigma \sqrt{\frac{(1-\rho)}{2}}, \quad (21)$$

Ez arról árulkodik, hogy a diverzifikációs előnyök nagysága a korrelációs együttható mellett a szórás nagyságától is függ, vagyis ha nő az összpiaci kockázat, még nagy együttmozgás esetén is jelentős diverzifikációs hasznok realizálhatók. Sőt a képletből az is látszik, hogy a korreláció hatásához képest a volatilitás kvadratikusan hat.

37. ábra: A keresztmetszeti volatilitás 100 napos mozgóátlaga (172 átalakuló országbeli vállalat napi hozamaiból számolva)



Forrás: saját konstrukció

E tekintetben megvizsgálandó a feltörekvő országok piacait, kiszámítottam a keresztmetszeti volatilitást (*cross-sectional volatility*) az e fejezet első részében használt vállalatok (4. melléklet) napi hozamainak felhasználásával. Ezt ábrázoltam a 37. ábrán.

Látható, hogy az utolsó hét évben az átalakuló országok tőzsdén jegyzett vállalati hozamainak változékonysága jelentősen csökkent (a csökkenés napi mértéke minden szignifikancia szinten különbözik nullától, a p érték 10^{-437} -en nagyságrendű). Ez a világon egyébként általános tendencia a Long-Term Capital Management bukását jelentős részben okozó 1998-as hatalmas volatilitásnövekedés óta (Cipriani-Kaminsky [2006]).

Fentiekből az következik, hogy a vizsgált országok piacainak szerepe a diverzifikációs előnyök realizálhatósága, azaz a nemzetközi portfólió-befektetések szempontjából is fokozatosan csökken, hiszen a korreláció nő, a keresztmetszeti volatilitásuk csökken.

Egyes időszakokban ugyan átmenetileg megnő a volatilitás, azonban – ahogy Longin és Solnik [2001] megmutatták – éppen ilyenkor a legmagasabb a piacok együttmozgása, vagyis a diverzifikáció éppen akkor nem működik, amikor igazán szükség volna rá.

1. MELLÉKLET – A BREUSCH-GODFREY TESZTEK EREDMÉNYEIT TARTALMAZÓ EViews TÁBLÁK

1. Magyarország:

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-Statistic	3.479183	Probability	0.003925
Obs*R-squared	17.28233	Probability	0.003994

2. Csehország:

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-Statistic	3.174549	Probability	0.002789
Obs*R-squared	11.83799	Probability	0.002793

3. Lengyelország:

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-Statistic	3.272311	Probability	0.003394
Obs*R-squared	12.23234	Probability	0.003399

4. Szlovákia:

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-Statistic	6.874535	Probability	0.001418
Obs*R-squared	13.17447	Probability	0.001422

5. Szlovénia:

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-Statistic	5.949918	Probability	0.001922
Obs*R-squared	16.65932	Probability	0.001949

6. Észtország:

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-Statistic	2.98339	Probability	0.007934
Obs*R-squared	10.98379	Probability	0.007969

7. Lettország:

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-Statistic	5.439876	Probability	0.002093
Obs*R-squared	14.48632	Probability	0.002097

8. Litvánia:

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-Statistic	7.313002	Probability	0.000823
Obs*R-squared	14.02739	Probability	0.000899

9. Bulgária:

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-Statistic	6.93719	Probability	0.001948
Obs*R-squared	16.85739	Probability	0.001973

10. Románia:

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-Statistic	1.53672	Probability	0.000678
Obs*R-squared	11.73849	Probability	0.000699

2. MELLÉKLET – AZ EXCEL MAKRO SZINTAKTIKÁJA

'adott dátumhoz kikeresi az árfolyamot; hiba esetén visszafele lépked max. 7-et

Function ArfolyamKeres(Datum As Long, terület As Range, oszlop As Byte) As Variant

Dim I As Boolean

eredmeny = Application.VLookup(Datum, terület, oszlop, 0)

i = 7

I = (IsError(eredmeny) Or IsNumeric(eredmeny) = False)

While I And i > 0

Datum = Datum - 1

eredmeny = Application.VLookup(Datum, terület, oszlop, 0)

i = i - 1

I = (IsError(eredmeny) Or IsNumeric(eredmeny) = False)

Wend

If I Then

ArfolyamKeres = "-"

Else

ArfolyamKeres = eredmeny

End If

End Function

'többszörös determinációs együttható számítása

'módszer: Hunyadi-Mundruczó-Vita: Statisztika, 695. és 699. oldal

Function R2_Y12(Y As Range, X1 As Range, X2 As Range) As Variant

Dim n As Long 'elemek száma

Dim E_Y As Double 'átlag

Dim E_X1 As Double

Dim E_X2 As Double

Dim nCOV_Y_X1 As Double 'n*kovariancia

Dim nCOV_Y_X2 As Double

Dim nCOV_X1_X1 As Double

Dim nD2_Y As Double 'n*szórásnégyzet (nD2_Y = SST)

Dim nD2_X1 As Double

Dim nD2_X2 As Double

Dim r_Y1 As Double 'lineáris korrelációs együtthatók

Dim r_Y2 As Double

Dim r_12 As Double

Dim i As Long 'ciklusváltozó

On Error GoTo hibakezeles

'elemszám

n = Y.Cells.Count

'várható érték (átlag)

E_Y = Application.Average(Y)

E_X1 = Application.Average(X1)

E_X2 = Application.Average(X2)

'kovariancia és szórásnégyzet

For i = 1 To n

 nCOV_Y_X1 = nCOV_Y_X1 + (Y.Cells(i, 1) - E_Y) * (X1.Cells(i, 1) - E_X1)

 nCOV_Y_X2 = nCOV_Y_X2 + (Y.Cells(i, 1) - E_Y) * (X2.Cells(i, 1) - E_X2)

 nCOV_X1_X2 = nCOV_X1_X2 + (X1.Cells(i, 1) - E_X1) * (X2.Cells(i, 1) - E_X2)

 nD2_Y = nD2_Y + (Y.Cells(i, 1) - E_Y) ^ 2

 nD2_X1 = nD2_X1 + (X1.Cells(i, 1) - E_X1) ^ 2

 nD2_X2 = nD2_X2 + (X2.Cells(i, 1) - E_X2) ^ 2

Next i

'lineáris korrelációs együtthatók

r_Y1 = nCOV_Y_X1 / Sqr(nD2_Y * nD2_X1)

r_Y2 = nCOV_Y_X2 / Sqr(nD2_Y * nD2_X2)

r_12 = nCOV_X1_X2 / Sqr(nD2_X1 * nD2_X2)

'többszörös determinációs együttható

R2_Y12 = ((r_Y1 ^ 2 + r_Y2 ^ 2 - 2 * r_Y1 * r_Y2 * r_12) / (1 - r_12 ^ 2))

Exit Function

hibakezeles:

 R2_Y12 = "-"

End Function

'többszörös determinációs együttható számítása adott dátumintervallumra

Function R2_Y12_datum(Y As Range, X1 As Range, X2 As Range, Datum As Range,
datum1 As Date, datum2 As Date) As Variant

Dim d1 As Long, d2 As Long 'a dátumintervallum eleje és vége (sorok)

Dim i As Long 'ciklusváltozó

```

'a dátumintervallum elejének keresése
i = 1
While (Datum.Cells(i, 1) < datum1 And IsEmpty(Datum.Cells(i, 1)) = False And i <
65536) _
    Or IsDate(Datum.Cells(i, 1)) = False
    i = i + 1
Wend
d1 = i

```

```

'a dátumintervallum végének keresése
While Datum.Cells(i, 1) < datum2 And IsEmpty(Datum.Cells(i, 1)) = False And i <
65536
    i = i + 1
Wend
d2 = i - 1

```

```

'a paraméterként megadott tartományok átméretezése
Set Y = Range(Y.Cells(d1, 1), Y.Cells(d2, 1))
Set X1 = Range(X1.Cells(d1, 1), X1.Cells(d2, 1))
Set X2 = Range(X2.Cells(d1, 1), X2.Cells(d2, 1))

```

```

'többszörös determinációs együttható
R2_Y12_datum = R2_Y12(Y, X1, X2)

```

```
End Function
```

```

'teljes eltérésnégyzet-összeg (SST) számítása adott dátumintervallumra
Function SST_datum(Y As Range, Datum As Range, datum1 As Date, datum2 As
Date) As Variant
Dim d1 As Long, d2 As Long    'a dátumintervallum eleje és vége (sorok)
Dim i As Long                'ciklusváltozó

Dim n As Long                'elemek száma
Dim E_Y As Double            'átlag
Dim nD2_Y As Double          'n*szórásnégyzet (nD2_Y = SST)

```

```
On Error GoTo hibakezeles
```

```

'a dátumintervallum elejének keresése
i = 1
While (Datum.Cells(i, 1) < datum1 And IsEmpty(Datum.Cells(i, 1)) = False And i <
65536) _
    Or IsDate(Datum.Cells(i, 1)) = False
    i = i + 1
Wend

```

d1 = i

'a dátumintervallum végének keresése

While Datum.Cells(i, 1) < datum2 And IsEmpty(Datum.Cells(i, 1)) = False And i < 65536

 i = i + 1

Wend

d2 = i - 1

'a paraméterként megadott tartományok átméretezése

Set Y = Range(Y.Cells(d1, 1), Y.Cells(d2, 1))

'elemszám

n = Y.Cells.Count

'várható érték (átlag)

E_Y = Application.Average(Y)

'kovariancia és szórásnégyzet

For i = 1 To n

 nD2_Y = nD2_Y + (Y.Cells(i, 1) - E_Y) ^ 2

Next i

'teljes eltérésnégyzet-összeg (SST)

SST_datum = nD2_Y

Exit Function

hibakezeles:

 SST_datum = "-"

End Function

3. MELLÉKLET – EGY FŐRE JUTÓ GDP ÉS SZINKRONITÁSIINDEXEK

Mørck és szerzőtársai [2000] sok országra hasonlították össze a szinkronitás mértékét. Vizsgálatuk időpontja 1995 éppen az én idősorom kezdő időpontja. Éppen ezért érdemes összevetni az általuk kapott adatokat empirikus kutatásom eredményeivel.

Az A panel az egy főre jutó GDP alapján rangsorolja az országokat, míg a B a szinkronitásiindex alapján.

Panel A			Panel B	
Ország	Kereskedett részvények száma	1995-ös egy főre jutó GDP (USD)	Ország	R^2_j
Japan	2276	33 190	United States	0,021
Denmark	264	27 174	Ireland	0,058
Norway	138	25 336	Canada	0,062
Germany	1232	24 343	U.K.	0,062
United States	7241	24 343	Australia	0,064
Austria	139	23 861	New Zealand	0,064
Sweden	264	23 861	Portugal	0,068
France	982	23 156	France	0,075
Belgium	283	21 590	Denmark	0,075
Holland	100	20 952	Austria	0,093
Singapore	381	20 131	Holland	0,103
Hong Kong	502	19 930	Germany	0,114
Canada	815	19 149	Norway	0,119
Finland	104	18 770	Indonesia	0,140
Italy	312	18 770	Sweden	0,142
Australia	654	17 327	Finland	0,142
U.K.	1628	17 154	Belgium	0,146
Ireland	70	14 186	Hong Kong	0,150
New Zealand	137	12 965	Brazil	0,161
Spain	144	12 965	Philippines	0,164
Taiwan	353	10 698	Korea	0,172
Portugal	90	9 045	Pakistan	0,175
Korea	461	7 555	Italy	0,183

Greece	248	7 332	Czech	0,185
Mexico	187	3 944	India	0,189
Chile	190	3 361	Singapore	0,191
Malaysia	362	3 328	Greece	0,192
Brazil	398	3 134	Spain	0,192
Czech	87	3 072	South Africa	0,197
South Africa	93	2 864	Columbia	0,209
Turkey	188	2 618	Chile	0,209
Poland	45	2 322	Japan	0,234
Thailand	368	2 186	Thailand	0,271
Peru	81	1 920	Peru	0,288
Columbia	48	1 510	Mexico	0,290
Philippines	171	880	Turkey	0,393
Indonesia	218	735	Taiwan	0,412
China	323	455	Malaysia	0,429
Pakistan	120	424	China	0,453
India	467	302	Poland	0,569

Forrás: Mørck és szerzőtársai [2000]

4. MELLÉKLET – A MÉRÉSHEZ HASZNÁLT VÁLLALATOK LISTÁJA

Észtország

	Ticker	Vállalat neve	% Indexbeli	Indexbeli
			súly	részvényszám
1	HPA1T ET Equity	AS Hansapank	68,895	317,368
2	KLEAT ET Equity	AS Klementi	0,052	1,947
3	BLT1T ET Equity	Baltika AS	0,275	5,634
4	ETLAT ET Equity	Eesti Telekom	18,301	137,955
5	HAE1T ET Equity	Harju Elekter AS	1,315	5,6
6	KLV1T ET Equity	Kalev AS	0,654	23,633
7	MKO1T ET Equity	Merko Ehitus	4,36	8,85
8	NRM1T ET Equity	Norma AS	1,613	13,2
9	RLK1T ET Equity	Rakvere Lihakombinaat AS	1,632	37,722
10	SKU1T ET Equity	Saku Olletehase AS	1,229	8
11	TFA1T ET Equity	Tallinna Farmaatstatehase LA	0,081	1,25
12	TKM1T ET Equity	Tallinna Kaubamaja AS	1,464	6,788
13	VNU1T ET Equity	Viisnurk	0,13	4,499

Csehország

	Ticker	Vállalat neve	Indexbeli	Indexbeli
			súly (%)	részvényszám
1	CBJ CP Equity	Ceska Pojistovna AS	3,987	1,977
2	SPTT CP Equity	Cesky Telecom AS	15,337	322,09
3	CEZ CP Equity	CEZ	24,98	592,211
4	RBAG CP Equity	Erste Bank der Oesterreichischen Sparkas	27,565	213,648
5	KOMB CP Equity	Komercni Banka AS	13,293	38,01
6	PARM CP Equity	Paramo	0,209	1,33
7	TABAK CP Equity	Philip Morris CR	3,875	1,914
8	SVEN CP Equity	Severoceska Energetika	0,721	2,152
9	SVDL CP Equity	Severoceske Doly	1,935	7,514
10	SKUH CP Equity	Sokolovska Uhelna	0,549	5,949
11	SSZL CP Equity	Stavby Silnic A Zeleznice AS	0,528	1,386
12	STRD CP Equity	Stredoceska Energeticka	0,657	2,364
13	UNIP CP Equity	Unipetrol	2,869	181,335
14	ZEN CP Equity	Zentiva NV	3,495	38,136

Magyarország

	Ticker	Vállalat neve	Indexbeli súly (%)	Indexbeli részvénytársaság
1	ANTENNA HB Equity	Antenna Hungaria Rt.	0,332	2,377
2	BCHEM HB Equity	BorsodChem Rt.	5,935	74,095
3	DEMASH HB Equity	Delmagyarországi Aramszol	0,883	1,877
4	EGIS HB Equity	Egis Rt.	2,317	4,432
5	FHB HB Equity	FHB Land Credit and Mortgage Bank Rt	1,395	3,232
6	FOTEX HB Equity	Fotex Rt.	0,417	45,045
7	RICHT HB Equity	Gedeon Richter Rt	14,083	17,995
8	MATAV HB Equity	Matav Rt	14,768	534,489
9	MOL HB Equity	Mol Magyar Olaj- és Gazipari Rt.	27,557	53,847
10	OTP HB Equity	OTP Bank Rt	31,331	155,028
11	PPLAST HB Equity	Pannonplast Rt.	0,19	4,211
12	TVK HB Equity	Tiszai Vegyi Kombinat Rt	0,794	5,116

Litvánia

	Ticker	Vállalat neve	% Indexbeli súly	Indexbeli részvénytársaság
1	112391 LH Equity	AB Lietuvos Telekomas	2,836	433,058
2	110203 LH Equity	Grigiskes	9,476	943,288
3	110227 LH Equity	Invalda PVA	18,541	586,079
4	111165 LH Equity	Klaipėdos Nafta PVA	6,127	1953,858
5	111622 LH Equity	Lietuvos Dujos	8,217	696,743
6	111555 LH Equity	Mazeikių Nafta	17,832	1168,357
7	110037 LH Equity	Rokiskio Suris	7,922	38,576
8	112638 LH Equity	Rytų Skirstomieji Tinklai	11,857	1410,175
9	110927 LH Equity	Snaige	12,689	285,068
10	110367 LH Equity	Vilniaus Vingis	4,502	309,032

Lengyelország

	Ticker	Vállalat neve	% Indexbeli súly	Indexbeli részvénytársaság
1	AGO PW Equity	Agora SA	3,52	34,685
2	ALM PW Equity	Alma Market SA	0,113	2,566
3	AMC PW Equity	Amica SA	0,214	4,283
4	APT PW Equity	Apator SA	0,352	2,257
5	ATG PW Equity	ATM Group SA	0,078	0,863
6	ATM PW Equity	ATM SA	0,096	1,611
7	BCA PW Equity	Bank Austria Creditanstalt AG	0,487	0,912
8	BPH PW Equity	Bank BPH	3,394	4,014
9	BHW PW Equity	Bank Handlowy w Warszawie	0,911	7,772
10	MIL PW Equity	Bank Millennium SA	0,548	94,798
11	BOS PW Equity	Bank Ochrony Srodowiska SA	0,05	0,609
12	PEO PW Equity	Bank Pekao SA	10,131	43,205
13	BZW PW Equity	Bank Zachodni WBK SA	2,025	12,011

14	BMP PW Equity	BMP AG	0,024	1,775
15	BCH PW Equity	BorsodChem Rt.	0,35	4,76
16	BRS PW Equity	Boryszew SA	0,948	22,511
17	BRE PW Equity	BRE Bank SA	0,934	4,456
18	RMF PW Equity	Broker FM SA	0,176	1,245
19	ZWC PW Equity	Browary Zywiec SA	0,705	0,832
20	BDX PW Equity	Budimex SA	0,837	10,452
21	CCC PW Equity	CCC SA	0,225	9,72
22	CGN PW Equity	Ceramika Nowa Gala SA	0,302	28,424
23	CST PW Equity	Cersanit Krasnystaw SA	1,263	6,8
24	CIE PW Equity	Ciech SA	0,687	14,088
25	CMR PW Equity	ComArch SA	0,37	3,76
26	COR PW Equity	Comp Rzeszow SA	0,262	1,39
27	CMP PW Equity	Comp SA	0,034	0,456
28	CPL PW Equity	Computerland Poland SA	1,137	6,206
29	DBC PW Equity	Debica	0,719	5,539
30	DBP PW Equity	Deutsche Bank PBC SA	0,018	6,77
31	ECH PW Equity	Echo Investment SA	0,776	5,77
32	EDR PW Equity	Eldorado SA	0,226	3,704
33	ELE PW Equity	Elektrim SA	0,371	35,224
34	ELB PW Equity	Elektrobudowa SA	0,171	3,971
35	BDZ PW Equity	Elektrociepłownia Bedzin SA	0,028	0,49
36	ELS PW Equity	Elstar Oils SA	0,13	1,929
37	EMX PW Equity	Emax SA	0,341	1,971
38	EPN PW Equity	Energomontaz - Polnoc SA	0,061	2,864
39	EUR PW Equity	Eurocash SA	0,323	57,485
40	RFK PW Equity	Fabryka Kotlow Rafako SA	0,166	8,718
41	FTE PW Equity	Fabryki Mebli Forte SA	0,288	15,507
42	FCL PW Equity	Farmacol SA	0,59	11,692
43	FER PW Equity	Ferrum SA/Poland	0,027	1,584
44	DWR PW Equity	Firma Chemiczna Dwory SA	0,654	10,357
45	GTN PW Equity	Getin Holding SA	0,415	72,015
46	GTC PW Equity	Globe Trade Centre SA	1,588	8,104
47	KTY PW Equity	Grupa Kety SA	1,803	8,926
48	GRO PW Equity	Grupa Onet.PL SA	0,16	1,42
49	HOP PW Equity	Hoop SA	0,072	3,533
50	HTM PW Equity	Hutmen SA	0,125	3,582
51	IPL PW Equity	Impel SA	0,161	6,2
52	IPX PW Equity	Impexmetal SA	0,127	1,479
53	IND PW Equity	Indykpol	0,089	1,001
54	BSK PW Equity	ING Bank Slaski SA	0,638	0,887
55	CAR PW Equity	Inter Cars SA	0,233	3,915
56	GCN PW Equity	Inter Groclin Auto SA	0,434	2,562
57	IVX PW Equity	IVAX Corp	0,522	4,852
58	JCA PW Equity	JC Auto SA	0,12	2,5
59	JLF PW Equity	Jelfa	0,502	4,758
60	JTZ PW Equity	Jutrzenka	0,089	1,304
61	KGH PW Equity	KGHM Polska Miedz SA	5,76	111,432
62	KLR PW Equity	Koelner SA	0,259	10,9
63	KGN PW Equity	Kogeneracja	0,131	2,814
64	KPX PW Equity	Kopex SA	0,033	0,485

65	KRB PW Equity	Kredyt Bank SA	0,347	21,917
66	KRS PW Equity	Krosnienskie Huty Szkla Kros	0,256	1,289
67	LTX PW Equity	Lentex SA	0,19	6,025
68	LPP PW Equity	LPP SA	0,818	0,577
69	MCI PW Equity	MCI Management SA	0,086	22,627
70	MNC PW Equity	Mennica Panstwowa SA	0,207	1,655
71	MPW PW Equity	Miejskie Przedsiębiorstwo Energetyki Cie	0,075	4,846
72	MNI PW Equity	MNI SA	0,06	9,18
73	MOL PW Equity	Mol Magyar Olaj- es Gazipari Rt.	2,141	4,599
74	MPP PW Equity	Mondi Packaging Paper Swiecie SA	1,047	11,828
75	NET PW Equity	Netia SA	2,104	297,645
76	ORB PW Equity	Orbis SA	1,125	27,379
77	ORF PW Equity	ORFE SA	0,038	1,205
78	PGD PW Equity	Paged SA	0,106	4,419
79	PBG PW Equity	PBG SA	0,411	4,5
80	PEK PW Equity	Pekaes	0,294	22,302
81	GRJ PW Equity	Pfleiderer Grajewo SA	0,839	2,464
82	PLT PW Equity	Polcolorit SA	0,173	32,646
83	PLC PW Equity	Polifarb Cieszyn-Wroclaw SA	0,146	14,819
84	PLG PW Equity	Poligrafia SA	0,107	2,321
85	PXM PW Equity	Polimex Mostostal Siedlce SA	0,603	13,3
86	PLS PW Equity	Polmos Lublin SA	0,242	2,816
87	PGF PW Equity	Polska Grupa Farmaceutyczna SA	0,866	9,229
88	DUD PW Equity	Polski Koncern Miesny Duda SA	0,602	28,96
89	PKN PW Equity	Polski Koncern Naftowy Orlen	10,499	129,144
90	PKO PW Equity	Powszechna Kasa Oszczednosci Bank Polski	9,876	212,926
91	PTM PW Equity	Praterm SA	0,198	6,5
92	PRM PW Equity	Prochem	0,114	2,543
93	PKM PW Equity	Prokom Software SA	2,417	10,905
94	PSP PW Equity	Prosper SA	0,071	3,277
95	RDN PW Equity	Redan SA	0,096	6,226
96	RMX PW Equity	Rolimpex SA	0,132	6,731
97	SKA PW Equity	Sniezka SA	0,231	4,794
98	SFT PW Equity	Softbank SA	0,605	11,789
99	SKW PW Equity	SOKOLOW SA	0,21	22,735
100	STX PW Equity	Stalexport SA	0,263	76,184
101	STF PW Equity	Stalprofil SA	0,156	0,754
102	STR PW Equity	Ster-Projekt SA	0,177	14,491
103	SNK PW Equity	Stomil Sanok	0,489	2,504
104	TEX PW Equity	Techmex SA	0,159	4,013
105	TPS PW Equity	Telekomunikacja Polska SA	9,93	277,6
106	TMX PW Equity	Telmax SA	0,122	1,426
107	TIM PW Equity	Tim SA	0,071	6,885
108	TFM PW Equity	Torfarm SA	0,05	0,702
109	TVN PW Equity	TVN SA	1,259	17,938
110	UML PW Equity	Unimil SA	0,14	2,06
111	VST PW Equity	Vistula SA	0,266	4,885
112	WSP PW Equity	WSiP SA	0,334	26,563
113	STP PW Equity	Zaklad Przetworstwa Hutniczego STALPRODU	0,374	3,43
114	MSO PW Equity	Zaklady Przemyslu Cukierniczego MIESZKO	0,063	10,8

115	WWL PW Equity	Zaklady Przemyslu Cukierniczego WAWEL SA	0,105	0,605
116	KSW PW Equity	Zaklady Tluszczowe Kruszwica	0,115	2,281
117	ZLR PW Equity	Zelmer SA	0,274	9,115

Szlovákia

	Ticker	Vállalat neve	% Indexbeli	Indexbeli
			súly	részvényszám
1	BSL SK Equity	DES Biotika AS Slovenska Lupca	n.a.	n.a.
2	NAFT SK Equity	Nafta Gbely AS	n.a.	n.a.
3	IRB SK Equity	OTP Banka Slovensko AS	n.a.	n.a.
4	SES SK Equity	Slovenske Energeticke Strojarné AS	n.a.	n.a.
5	SLOVN SK Equity	Slovnaft AS	n.a.	n.a.
6	VUB SK Equity	Vseobecna Uverova Banka AS	n.a.	n.a.

Románia

	Ticker	Vállalat neve	% Indexbeli	Indexbeli
			súly	részvényszám
1	BRD RO Equity	BRD-Groupe Societe Generale	25,492	153,318
2	SNP RO Equity	SNP Petrom SA	24,321	4956,359
3	TLV RO Equity	Banca Transilvania	24,187	2867,436
4	RRC RO Equity	Rompetrol Rafinare SA	8,557	10549,638
5	TEL RO Equity	Transelectrica SA	5,544	18,324
6	ATB RO Equity	Antibiotice	3,413	227,449
7	BCC RO Equity	Banca Comerciala Carpatica Sibiu	3,372	698,675
8	IMP RO Equity	Impact	2,636	500
9	BIO RO Equity	Biofarm Bucuresti	1,942	352,128
10	FLA RO Equity	Flamingo International SA	0,537	194,763

Bulgária

	Ticker	Vállalat neve	% Indexbeli	Indexbeli
			súly	részvényszám
1	DZI BU Equity	Insurance & Reinsurance Co DZI	21,771	3,86
2	PET BU Equity	Petrol AD	14,964	109,25
3	SFARM BU Equity	Sopharma AD	14,447	66
4	ALB BU Equity	Albena AD	12,067	4,273
5	CCB BU Equity	Central Cooperative Bank AD	10,917	48,507
6	BTH BU Equity	Bulgartabak Holding	7,022	7,367
7	BLABT BU Equity	Blagoevgrad-BT AD	5,953	2,703
8	BIOV BU Equity	Biovet AD Peshtera	3,642	6,783
9	NEOH BU Equity	Neohim AD	3,493	2,654
10	ZLP BU Equity	Zlatni Pyasatzi AD	2,843	6,494
11	ORGH BU Equity	Orgachim AD	1,912	0,503
12	SLB BU Equity	Slanchev Bryag AD	0,969	1,958

5. MELLÉKLET – IDŐSOROK STACIONARITÁS VIZSGÁLATA

Null Hypothesis: GDP_Q_HUN has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 2 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.931910	0.0047
Test critical values: 1% level	-2.641672	
5% level	-1.952066	
10% level	-1.610400	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(GDP_Q_HUN)

Method: Least Squares

Date: 09/19/06 Time: 20:18

Sample(adjusted): Q4/1996 Q1/2006

Included observations: 35 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP_Q_HUN(-1)	-0.242980	0.082874	-2.931910	0.0066
D(GDP_Q_HUN(-1))	0.492673	0.123687	3.983216	0.0004
D(GDP_Q_HUN(-2))	-0.393354	0.123617	-3.182053	0.0036
R-squared	0.549551	Mean dependent var	-0.105565	
Adjusted R-squared	0.517376	S.D. dependent var	0.901507	
S.E. of regression	0.626287	Akaike info criterion	1.993751	
Sum squared resid	10.98260	Schwarz criterion	2.132524	
Log likelihood	-27.90313	Durbin-Watson stat	1.779498	

Null Hypothesis: GDP_Q_CZ has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.700089	0.0084
Test critical values: 1% level	-2.630762	
5% level	-1.950394	
10% level	-1.611202	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(GDP_Q_CZ)

Method: Least Squares

Date: 09/19/06 Time: 20:34

Sample(adjusted): Q3/1996 Q1/2006

Included observations: 36 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP_Q_CZ(-1)	-0.355556	0.131683	-2.700089	0.0106
R-squared	0.171693	Mean dependent var	0.027778	
Adjusted R-squared	0.171693	S.D. dependent var	0.970600	
S.E. of regression	0.883356	Akaike	2.617207	
Sum squared resid	27.31111	Schwarz criterion	2.661194	
Log likelihood	-46.10973	Durbin-	2.051044	

Null Hypothesis: GDP_Q_PL has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.927483	0.0046
Test critical values: 1% level	-2.630762	
5% level	-1.950394	
10% level	-1.611202	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(GDP_Q_PL)

Method: Least Squares

Date: 09/19/06 Time: 23:03

Sample(adjusted): Q2/1996 Q1/2006

Included observations: 36 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP_Q_PL(-1)	-0.329926	0.112699	-2.927483	0.0061
D(GDP_Q_PL(-1))	0.324029	0.153870	2.105863	0.0427
R-squared	0.224232	Mean dependent var		0.004167
Adjusted R-squared	0.201416	S.D. dependent var		1.291449
S.E. of regression	1.154084	Akaike info criterion		3.178444
Sum squared resid	45.28495	Schwarz criterion		3.266417
Log likelihood	-55.21199	Durbin-Watson stat		1.366109

Null Hypothesis: GDP_Q_SK has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 3 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.294847	0.0177
Test critical values: 1% level	-2.634731	
5% level	-1.951000	
10% level	-1.610907	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(GDP_Q_SK)

Method: Least Squares

Date: 09/19/06 Time: 23:10

Sample(adjusted): Q4/1996 Q1/2006

Included observations: 34 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP_Q_SK(-1)	-0.367722	0.283989	-2.294847	0.0253
D(GDP_Q_SK(-1))	-0.608346	0.233521	-2.605103	0.0142
D(GDP_Q_SK(-2))	-0.705613	0.170402	-4.140882	0.0003
D(GDP_Q_SK(-3))	-0.757049	0.123075	-6.151119	0.0000
R-squared	0.811560	Mean dependent var		-0.244118
Adjusted R-squared	0.792716	S.D. dependent var		8.565583
S.E. of regression	3.899773	Akaike info criterion		5.669845
Sum squared resid	456.2468	Schwarz criterion		5.849416
Log likelihood	-92.38736	Durbin-Watson stat		1.561013

Null Hypothesis: GDP_Q_EE has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.834157	0.0059
Test critical values: 1% level	-2.630762	
5% level	-1.950394	
10% level	-1.611202	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(GDP_Q_EE)

Method: Least Squares

Date: 09/19/06 Time: 23:17

Sample(adjusted): Q2/1996 Q1/2006

Included observations: 36 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP_Q_EE(-1)	-0.327669	0.115614	-2.834157	0.0077
D(GDP_Q_EE(-1))	0.254504	0.136064	1.870476	0.0700
R-squared	0.214703	Mean dependent var	-0.004167	
Adjusted R-squared	0.191606	S.D. dependent var	2.439017	
S.E. of regression	2.192938	Akaike info criterion	4.462314	
Sum squared resid	163.5052	Schwarz criterion	4.550287	
Log likelihood	-78.32165	Durbin-Watson stat	2.044734	

Null Hypothesis: GDP_Q_LI has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.089490	0.0030
Test critical values: 1% level	-2.636901	
5% level	-1.951332	
10% level	-1.610747	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(GDP_Q_LI)

Method: Least Squares

Date: 09/19/06 Time: 23:24

Sample(adjusted): Q1/1998 Q1/2006

Included observations: 33 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP_Q_LI(-1)	-0.458316	0.148347	-3.089490	0.0041
R-squared	0.229731	Mean dependent var	-0.015152	
Adjusted R-squared	0.229731	S.D. dependent var	3.111420	
S.E. of regression	2.730737	Akaike info criterion	4.876854	
Sum squared resid	238.6216	Schwarz criterion	4.922203	
Log likelihood	-79.46810	Durbin-Watson stat	2.110687	

6. MELLÉKLET – KÉTVÁLTOZÓS REGRESSZIÓK

EREDMÉNYEI

Ez a melléklet az Eviews táblák eredményeit tartalmazza, melyeket a gazdasági növekedés, valamint a tőkepiacok funkcionális hatékonysága közti kapcsolat vizsgálatakor kaptam¹⁸⁷.

Magyarország:

Dependent Variable: dGDP				
Method: Least Squares				
Date: 09/24/06 Time: 14:24				
Sample: Q3 1996 - Q1 2006				
Included observations: 38				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
dMSI(-3)	-0.006415	0.012942	-0.495655	0.6235
C	1.128064	0.182418	6.183954	0.0000
R-squared	0.008808	Mean dependent		1.131838
Adjusted R-squared	-0.022167	S.D. dependent var		1.041194
S.E. of regression	1.052671	Akaike info criterion		2.997561
Sum squared resid	35.45972	Schwarz criterion		3.087347
Log likelihood	-48.95854	F-statistic		0.284360
Durbin-Watson stat	0.862982	Prob(F-statistic)		0.597542

Csehország:

Dependent Variable: dGDP				
Method: Least Squares				
Date: 09/24/06 Time: 14:53				
Sample: Q4 1995 - Q1 2006				
Included observations: 41				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
dMSI(-1)	0.065676	0.072047	0.911568	0.3682
C	0.069431	0.017837	3.892568	0.0004
R-squared	0.015239	Mean dependent var		0.069295
Adjusted R-squared	-0.012897	S.D. dependent var		0.108014
S.E. of regression	0.108708	Akaike info criterion		-1.547766
Sum squared resid	0.413609	Schwarz criterion		-1.460689
Log likelihood	30.63367	F-statistic		0.541605
Durbin-Watson stat	1.840434	Prob(F-statistic)		0.466672

¹⁸⁷ Minden országra a dMSI koefficiensre vonatkozó leginkább szignifikáns táblázatot közlöm.

Észtország:

Dependent Variable: dGDP

Method: Least Squares

Date: 09/24/06 Time: 15:06

Sample: Q4 1997 - Q1 2006

Included observations: 33

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
dMSI(-3)	2.147051	3.262907	0.658018	0.5155
C	1.600163	0.559339	2.860812	0.0076
R-squared	0.013421	Mean dependent var		1.573438
Adjusted R-squared	-0.019465	S.D. dependent var		3.134524
S.E. of regression	3.164884	Akaike info criterion		5.202571
Sum squared resid	300.4946	Schwarz criterion		5.294180
Log likelihood	-81.24114	F-statistic		0.408106
Durbin-Watson stat	0.710270	Prob(F-statistic)		0.527780

Lengyelország:

Dependent Variable: dGDP

Method: Least Squares

Date: 09/24/06 Time: 16:17

Sample: Q1 1995 - Q1 2006

Included observations: 44

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
dMSI(-2)	-0.281743	0.198281	-1.420926	0.1677
C	-0.017232	0.039529	-0.435937	0.6666
R-squared	0.066682	Mean dependent var		-0.016456
Adjusted R-squared	0.029349	S.D. dependent var		0.208927
S.E. of regression	0.205838	Akaike info criterion		-0.252268
Sum squared resid	1.059232	Schwarz criterion		-0.156280
Log likelihood	5.405617	F-statistic		1.786156
Durbin-Watson stat	1.875812	Prob(F-statistic)		0.193432

Litvánia:

Dependent Variable: dGDP

Method: Least Squares

Date: 09/24/06 Time: 16:32

Sample: Q1 1998 - Q1 2006

Included observations: 32

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
dMSI(-1)	-0.016298	0.049886	-0.326713	0.7462
C	1.373976	0.522173	2.631263	0.0135
R-squared	0.005685	Mean dependent var		1.377419
Adjusted R-squared	-0.028602	S.D. dependent var		2.866112
S.E. of regression	2.906811	Akaike info criterion		5.034331
Sum squared resid	245.0370	Schwarz criterion		5.126847
Log likelihood	-76.03214	F-statistic		0.165802
Durbin-Watson stat	1.060344	Prob(F-statistic)		0.686860

Szlovákia:

Dependent Variable: dGDP

Method: Least Squares

Date: 09/24/06 Time: 16:41

Sample: Q3 1998 - Q1 2006

Included observations: 30

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
dMSI(-4)	4.458723	8.207320	0.543262	0.5914
C	1.635947	1.151776	1.420369	0.1669
R-squared	0.007716	Mean dependent var		1.586207
Adjusted R-squared	-0.029035	S.D. dependent var		6.110513
S.E. of regression	6.198589	Akaike info criterion		6.552992
Sum squared resid	1037.408	Schwarz criterion		6.647289
Log likelihood	-93.01839	F-statistic		0.209952
Durbin-Watson stat	2.020856	Prob(F-statistic)		0.650471

7. FEJEZET – KÖVETKEZTETÉSEK, ZÁRÓ GONDOLATOK

Merton és Bodie [2005] cikkükben a Funkcionális és Strukturális Pénzügytan (*Functional and Structural Finance – FSF*) néven új megközelítésbe helyezik a neoklasszikus, viselkedéstani és intézményi pénzügytan évtizedes vitáját. A piaci tökéletlenségek és a racionálistól eltérő viselkedési minták nem a neoklasszikus közgazdaságtan cáfolatai, hanem az aktuális intézményi struktúra és annak változása által generált hatás következményei a piaci szereplők magatartására. Az FSF magyarázatot nyújt arra, hogy miért alakul, változik a pénzügyi intézményi környezet, sőt predikciókat fogalmaz meg annak irányát illetően.

Fontos észrevenni, hogy a feltörekvő országok pénzügyi architektúrájának evolúciójában a neoklasszikus, viselkedéstani és intézményi terület bár kiegészíti egymást, de az új-intézményi jegyek azonosítása játssza a legfőbb szerepet. Ahogy arra Merton és Bodie [2005] is rámutat a neoklasszikus főáram az eszközárak és az erőforrás allokáció területén képes vezető szerepet játszani, de kevés magyarázó erővel bír, ha az optimális struktúra a fő kérdés.

Dolgozatomban is e három fő területet vonultatom fel: a neoklasszikus elmélet képezi az alapot, melyre építve, azt kiegészítve elsősorban intézményi, de viselkedéstani aspektusból is vizsgálódom. Ilyen szempontból disszertációm a Funkcionális és Strukturális Pénzügytan alkalmazása a feltörekvő és rendszerváltó országokban. A benne kifejtettek, mint normatív elmélet, választ igyekszik találni arra, milyennek kellene lennie az optimális pénzügyi rendszernek, ugyanakkor pozitív értelmezése szerint prediktív erővel ad választ arra is, hogy a meglévő rendszer hogyan és miért alakul.

Kétségtelen, hogy az Európai Unió történetének legnagyobb sikerei gazdasági természetűek, melyek közül kiemelkedik a közös pénz bevezetése, mely valóban működik, gyorsabbá, súrlódásmentesebbé teszi a gazdasági kapcsolatokat, az EMU-n belül, de azon kívül is.

Ennek ellenére Európa pénzügyi integrációja messze nem teljes. Bár a földrajzi és adminisztratív tőkekorlátozások lebontásán nagyrészt túl vagyunk, a strukturális korlátok még mindig jelentősek. Többek között ilyen korlát az európai tőkepiacok strukturális széttagoltsága. Ez az EU-15 tagországaiban is a gyorsabb fejlődés egyik kerékkötője, de még inkább az az új tagállamok esetében. Ezekben az országokban ugyanis nincs hatékony tőkepiac. A tőzsdék szerepe – ahogy a negyedik fejezet alapján állítható – marginális, mind a vállalatok, mind a háztartások pénzügyi igényeinek kielégítésében. Sőt a második és hatodik fejezetek alapján az is látható, hogy szerepük a globális diverzifikációs előnyök realizálhatósága tekintetében is csökkenő.

Mindezek ellenére a vizsgált országokban a gazdasági átalakulás kezdeti szakaszában kifejezetten prioritás volt a tőzsdék fejlesztése és egy tőkepiac által vezérelt rendszer létrehozása. Sőt, azóta is állandó politikai visszhangok övezik a tőzsdék stratégiáját, jövőjét, lehetőségeit. A publicisztikai írások sora mellett még a kutatók körében is általánosan elfogadott nézőpont volt, hogy “bár az új EU tagállamok tőzsdéinek nincs komparatív előnyük a tőke összegyűjtésében, a kibocsátások és a kereskedelem hatékony lebonyolításában, mégis a kis és közepes vállalatok számára nincs lehetőség arra, hogy az intézmények importjával külföldön, valamelyik pénzügyi centrumban bocsássonak ki. Mivel e cégek a gazdasági növekedés szempontjából jelentősek, ezért szükséges egy hazai tőzsde fenntartása” (Claessens [2003], Rotyis [2001])

Ez az álláspont azonban merőben téves, bár magyarázza a (különböző érdekcsoportok által támogatott) politikai törekvéseket, melyek a nemzeti tőzsde felvirágoztatását célozták. Azt is el kell ismerni, hogy a privatizáció térségünkben kipróbált számos formája közül az egyik leginkább sikeres proaktív stratégia az volt, mely már a cégek privatizációjába bevonta a tőzsdéket. Jóllehet a tőzsdekényszer ellenére tulajdonosi koncentráció és illikvid másodlagos piac alakult ki, mely szintén alátámasztja azt a megállapításomat, hogy az új és jelentős növekedés előtt álló cégek számára a kockázati tőke, az intézményi befektetők és/vagy a kereskedelmi bankok által biztosított kapcsolatorientált rendszer az optimális. Nem véletlen, hogy valós forgalom a hazai tőzsdéken is csak azokban a részvényekben van, melyek New Yorkban, Londonban vagy Frankfurtban is képesek kibocsátani.

A harmadik fejezetben mutattam meg, hogy miért is volt kilátástalan a piaci alapú pénzügyi közvetítés kiépítése térségünkben az elmúlt bő másfél évtizedben. Az intézményi környezet belső logikája kényszerítette ki, hogy az átalakulásban sikeresnek mondható országokban, a gazdaságpolitikai céloktól függetlenül, közel azonos pénzügyi közvetítőrendszer épült ki.

A piac által vezérelt rendszer intézményi feltételeinek eléréséhez jelentős strukturális változásokra van szükség, elsősorban az átláthatóság, a befektetők jogi védelme és a szerződések kikényszeríthetősége tekintetében. Ezek megléte nélkül a pénzügyi globalizáció pozitív hatásai sem érvényesülhetnek¹⁸⁸. Térségünk országainak nincs választási lehetősége, hogy helyi vagy nemzetközi tőkepiacot építsenek. Ahogy azt a negyedik fejezetben bemutattam a helyi piac működéséhez is szükséges intézmények és fundamentumok fejlesztése/fejlődése automatikusan vezet a nemzetköziesüléshez. Éppen azt kell látni, hogy ez nemhogy baj lenne, hanem örvendetes, mert – ahogy az ötödik fejezetben láttuk – a kezdetben néhány nagyvállalat által előidézett intézményi import pozitív kört indukál, mely nagyobb versenyhez, hatékonysághoz és magasabb gazdasági növekedéshez vezet. Vagyis a határon átnyúló kibocsátás, bár látszólag a helyi tőzsde elsorvadásához is vezethet (és vezetett is néhány esetben), támogatandó, kívánatos jelenség. A helyes gazdaságpolitikai válasz tehát az adminisztrációs korlátok lebontása, a fundamentumok javítása és a megfelelő makrokörnyezet megteremtése.

Bár az empirikus rész is alátámasztotta azt az állítást, mely szerint a feltörekvő országokban a tőzsde hiánya nem okoz intézményi vákuumot, hiszen az nem tölti be hatékonyan azokat a funkciókat, melyeket a pénzügyi intézményeknek be kellene töltenie, a félreértések/félreértelmezések elkerülése végett két lényeges dolgot ki kell emelnem:

¹⁸⁸ A pénzügyi globalizáció hatékonyságra ösztönző szerepe, azaz az optimális erőforrás allokáció kikényszerítése akkor és csak akkor dominálja a globalizáció hátrányait, ha a megfelelő pénzügyi rendszer képes a különböző, az aszimmetrikus információkból és a morális kockázatokból eredő súrlódásokat csökkenteni. Vagyis ha a pénzügyi rendszer ténylegesen képes betölteni a harmadik fejezetben részletesen tárgyalt alapfunkcióit. E nélkül a globalizáció hatékonyságra és gazdasági növekedésre gyakorolt hatása nem érvényesül, ám – ahogy ennek empirikus bizonyítékait Prasad és szerzőtársai [2005] is bemutatják – szélesíti az egyenlőtlenségeket, növeli a gazdasági ciklusok ingadozását és a bizonytalanságot.

I. A vizsgált országok szabványosított tőkepiacainak szorosabb kapcsolata vagy egyesülése egy külföldi tőzsdével szükségszerű. Ez azonban nem jelenti azt, hogy nincs semmilyen szerepe egy lokális tőzsdének. Ilyen lehet például az az “előszoba” szerep, mely segít egy tőzsdeképes cégnek megjelenni a piacon, vagy a kibocsátók számára jelentős marketing értékkel is bír a napi hírekben való megjelenés, a kiemelt nyilvános szerep, melyet elemzők folyamatosan vizsgálnak.

Ez azt jelenti, hogy természetesen a tőzsde intézménye értékes a gazdaság számára, csak szerepének korlátait kell világosan kommunikálni, és erőforráspazarló fejlesztését kell elkerülni.

II. Az, hogy a helyi tőzsdék funkcionális hatékonysága elégtelen, nem jelenti, hogy az átalakuló országokban nélkülözni kellene azokat a szolgáltatásokat, melyeket a tőkepiac nyújt. Mivel a tőkepiacnak csak egy része a szabványosított tőkepiac, azaz a tőzsde, a globalizáció pozitív hatásait kihasználva kiépül a működő tőkepiac tőzsde nélkül is. Sőt, amint arra az ötödik fejezetben kitértem, e nélkül a kettős elsajátítási probléma hatásai jelentős növekedés- és jólétsökkenéshez vezetnek. Bae-Stulz-Tan [2005] megmutatta, hogy a lokális piacot vizsgáló, helyi elemzők teljesítménye közgazdasági és statisztikai értelemben is felülmúlta a nemzetközi elemzők teljesítményét. Ez a hatás még erősebb gyenge intézményi környezetben. E statisztikai vizsgálat is alátámasztja azt a megállapítást, hogy a (tágra értelmezett) tőkepiac szükséges lokálisan is, de ennek leginkább a vállalatot értékelő elemzők adnak nyomatékot, mintsem maga az intézményesített tőzsde megléte.

A globalizáció, a növekvő határon-átnyúló tőkepiaci szolgáltatások, a forrásgyűjtés és kereskedelem szabályozásának harmonizációja és természetesen a technológiai újítások mind-mind hozzájárulnak a tőkeműveletek hatékony alkalmazásához, felhasználótól és földrajzi korlátoktól függetlenül. A virtuális piacterek terjedése szintén erősíti e folyamatot.

Ezt a megállapítást a másik oldalról közelítve azt is állítom, hogy éppen azért, mert a tőzsdék funkcionális hatékonysága gyenge, nélkülözhetetlen, hogy a globális tőkepiacok pozitív hatásait képes legyen egy ország kihasználni,

megteremtve a lehetőséget a nagyobb gazdasági növekedést biztosító vegyes pénzügyi közvetítés kialakulása számára. Ennek feltétele azonban annak az átváltásnak az előnyös kihasználása, mely a pénzügyi globalizáció és a kettős elsajátítási probléma közt található. Ez azon fundamentumok tényleges javításán/javulásán¹⁸⁹ múlik, melyek közvetlen kapcsolatban állnak (meghatározói és következményei) az intézmények minőségének. Következésképpen rendkívül lényeges a makro- és mikrointézmények fejlődésének, az általános tulajdonosi és befektetővédelmi jogoknak, a szerződések kikényszeríthetőségének, a vállalati működés átláthatóságának és a tőke szabad áramlásának biztosítása. Ezek megléte alapozza meg, hogy a globális tőkepiac segítségével, mint hasznos (a kettős elsajátítási problémát csökkentő és nem torzító, pénzügyi válságokhoz vezető) intézményeket importálhassanak a feltörekvő országok vállalatai, melyben az egyik legnagyobb lökést a keresztkibocsátások számának növekedése jelenthet. Éppen ezért a külföldi tőzsdei kibocsátás kifejezetten kívánatos és a (megfelelő keretek között) támogatandó is.

A fentiek felismerése után arra a kérdésre is válaszolni tudunk, hogy mekkora hazai tőkepiac lehet optimális a feltörekvő országokban. Természetesen az optimális struktúra a fejlettség függvénye. A mainstream elméletekkel összhangban a tőkepiacok súlya a gazdasági növekedéssel, az intézmények mélyülésével párhuzamosan nőni fog. Ugyanakkor ennek sebességére jelentősen rányomja a bélyegét az adott országban releváns kettős elsajátítási probléma erőssége. Ez az, amely egyrészt (a tulajdonosi koncentráción keresztül) korlátozza a vállalatok növekedését, így szabva határt a keresztkibocsátásoknak, másrészt a $\left[1 - \left(c + \frac{1 - \alpha g}{b}\right)\right]g$ kifejezés mértékével lenyomja a realizálható hozamokat, mely a külföldi tőke megjelenését hátráltatja. Azt sem szabad figyelmen kívül hagyni, hogy a feltörekvő országokban a vállalatok többségének finanszírozásában a bankrendszer komparatív előnnyel rendelkezik, hiszen a kapcsolatorientált rendszer funkcionálisan

¹⁸⁹ A szóhasználat „javításán/javulásán” szándékos. A szakirodalomban ugyanis érdekes vita zajlik arról, hogy vajon a gazdaságpolitika szerepe a gazdasági növekedés elősegítésében releváns-e, vagy csupán közvetve az az intézményeken keresztül. Kolodko [2005] könyvének recenziójában arra jutottam (Pálosi-Németh [2007]), hogy az átalakuló országok esetén a közvetett hatáson túl a közvetlen is lényeges.

hatékonyabb a kis, növekvő vagy kisebb szellemi, nagyobb állótőkét alkalmazó cégeknél.

Összességében tehát azt mondhatjuk, hogy a közvetlen finanszírozási formák terjedése hosszú távon fennáll, de sebessége meglehetősen lassú, sőt adott körülmények között aránya akár csökkenő is lehet.

A feltörekvő országok tőzsdéire tett újszerűnek vélt – mind elméleti, mind empirikus elemzésnek alávetett – megállapításon (hiánya nem okoz intézményi vákuumot) túl disszertációm számos a szakirodalomban eddig nem, vagy nem így tárgyalt megállapítást is tesz. Ezeket részben téziseim tartalmazzák:

- a hatékony pénzügyi közvetítőrendszer kiépülése nélkülözhetetlen és éppen ezért kívánatos különösen az átalakuló gazdaságú országokban,
- a feltörekvő országok tőkepiacainak eltérő szerepe a pénzügyi globalizáció egyes szakaszaiban, különös tekintettel a mai és a 100 évvel ezelőtti szakaszokra,
- a pénzügyi közvetítés fejlődési szakaszainak determináltsága és annak általánosítása a feltörekvő országok teljes körére,
- A kettős elsajátítási probléma létének és hatásainak azonosítása, és a megoldási lehetőség feltárása.

A téziseimen túl is találhatók érdekes, újszerű gondolatok a dolgozatban, ilyenek:

- a pénzügyi közvetítés létezésének magyarázatára szolgáló hatodik funkció – az attitűd semlegesség – bemutatása, mely a befektetők pszichológiai sajátosságai miatt lényeges,
- az időbeli diverzifikáció kérdése, a diverzifikáció felbontása és ilyen irányú értelmezése,
- a vegyes pénzügyi közvetítőrendszer hatékonysági előnyeinek funkciókból levezetett bizonyítása is talán újszerű,
- mint ahogy az is, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer hatása a gazdasági növekedésre miként következik be a gazdaság adaptív és allokatív hatékonyságának növelésén keresztül.

Fontosnak tartom hangsúlyozni, hogy kis valószínűséggel, de előfordulhat, hogy a fentiek közül egy vagy több állítás csak számomra újszerű.

AJÁNLÁSOK ÉS AZ EREDMÉNYEK ALKALMAZHATÓSÁGA

A disszertáció 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 eszközallokációhoz, az egyes piacok kiválasztásához, valamint a részvényelemzési módszertan kiegészítéséhez. Ezen kívül gazdaságpolitikai döntések meghozatalakor is figyelembe veendő, különösen azon múltbeli intézkedések tükrében, melyek zsákutcs vagy a gazdaság hatékony erőforrás-felhasználását torzító következménnyel jártak vagy járhattak volna.

Bízom benne, hogy javaslataim segítenek hasonló gazdaságpolitikai döntési szituációkban, bármely átalakuló vagy feltörekvő országról legyen is szó. Sőt a dolgozatból levonható következtetések talán a politikusok és a különböző érdekcsoportok közt kialakuló konszenzushoz is hozzájárulhatnak, mely a lokális tőzsdék szerepét és lehetőségeit illeti.

Konkrétan négy célcsoportnak ajánlom dolgozatom tanulmányozását:

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

Számukra négy gazdaságpolitikailag releváns területet emelnék ki:

- Általánosan a helyes döntéshozatal következményeként létrejövő szabad tőkeáramlás segíti a vállalatokat, hogy kiaknázzák a pénzügyi globalizációból származó előnyöket, így pl. az olcsóbb finanszírozási lehetőségeket. Mitöbb, a nemzetközi piacokhoz való hozzáférés meggyorsíthatja az intézmények átalakulását azáltal, hogy a kereszt kibocsátással 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 fejlődésgazdaságtani 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 amellett, hogy a tőzsde is magánkézbe kerüljön, ahol piaci alapokon működhet¹⁹⁰. Magyarországon 2004-ig, Lengyelországban 2006-ig azonban ez nem, illetve csak korlátozott módon valósult meg, addig tőzsdéik sui generis szervezetként működtek, mellyel összerosódtak a tulajdonosaik és az ügyfelek érdekei¹⁹¹.
- Harmadiknak azt a félreértést és ebből adódó gazdaságpolitikai tévedést tisztáznám, mely a vállalatok egy szűk körének érdekeit tartja szem előtt. Valóban vannak vállalatok, melyek esetében nem lehet külföldi kibocsátásra számítani, függetlenül a politikai vagy intézményi korlátoktól. Jóllehet – lobbytevékenységük intenzitásával ellentétben –

¹⁹⁰ Hasan et al. [2003] munkájában 49 tőzsde adatait elemezte. Mind időben, mind egymáshoz viszonyítva jelentős különbségeket talált bevétel és költség szerkezetükben. Következtetésük, hogy mind költségracionalizálás, mind 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 éppúgy releváns egy tőzsde számára, mint a piacgazdaság többi szereplőjénél.

¹⁹¹ Egyrészt amíg a tagok egyben kereskedők is, addig saját érdekük a tőzsde bevételeinek minimalizálása. Másrészt a nemzetközi integrációs törekvések - mely a hazai értékpapír-kereskedők számára a verseny növekedésével jár - szintén nem kívánatosak számukra. További szempontok az átláthatóság növelése, a bennfentes kereskedelem elleni szigorú fellépés, és a kisbefektetők védelme, mely kérdésekben szintén érdekkonfliktusok merülhetnek fel az érintettek tisztázatlan viszonyai miatt.

e cégek sokkal kevésbé fontosak, mint azt számos politikai döntéshozó gondolja. Számukra nemzeti tőzsdét működtetni nem racionális a következők miatt: Rajan és Zingales [2001] megmutatták, hogy a bankrendszer és a kockázati tőke játssza a döntő szerepet a kis és középvállalkozások finanszírozásában, még az angolszász országokban is nagyobb súlyt kapnak, mint a tőkepiac. Ami még fontosabb, egy részük esetében a hazai tőzsde hatékonysági korláttá válhat, ösztönzőjüket veszthetik arra vonatkozóan, hogy intenzívebb versenyben, fejlettebb standardoknak feleljenek meg.

- Az a felismerés, mely a gazdasági átalakulás során tapasztalt tényekből adódik, hogy a pénzügyi rendszer evolúciója szigorú korlátok között mehet csak végbe, megelőzheti azon erőforráspazarló kísérleteket, melyek a piac által vezérelt rendszer idő előtti bevezetését célozzák.

Javaslatom a gazdaságpolitikai döntéshozóknak tehát, hogy ne kényszerítsék a hazai vállalatokat tőzsdei bevezetésre, viszont „tegyék simává az utat” azok számára, akik szeretnék (akár külföldi, akár hazai) piacon nyilvánosan megjelenni.

B. Dolgozatom 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 Unió források hatékony felhasználását. Mivel a régiók konvergenciája az alapszerződés óta EU prioritás, az Európai Központi Bankon kívül a Bizottság tágabb perspektívájába kellene hogy tartozzon a pénzügyi rendszer hatékonysága. A nem hatékony pénzügyi rendszer ugyanis az Unió források felhasználásának torzulásához vezet, lassítva a konvergenciát.
- Ugyanakkor a nemzetközi pénzügyi szervezetek¹⁹² ajánlásaival kapcsolatos óvatosságra és a kontextusfüggőség fontosságára is fel kell hívnom a figyelmet. A gazdasági átalakulás során ugyanis nem

¹⁹² Nem csak az Európai Unió pénzügyi intézményeire kell itt gondolni, hanem a Nemzetközi Valutaalapra és a Világbankra is.

volt ritka a nemzetközi tanácsadók sablonmegoldásaiból adódó gazdaságpolitikai kisiklás (Kolodko [2005]).

C. Harmadszor, elsősorban a negyedik fejezet elemzése szolgálhat iránytűként a feltörekvő országok tőzsdéinek menedzsmentje számára. Nekik dönteniük kell, hogy a valós alternatívaként megmaradó három stratégia közül melyiket választják. Ahogy azt ott már kifejtettem, véleményem szerint a legjobb választás egy első körben létrehozott regionális szövetség, mely 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 javasoltam második legjobb megoldásnak az egyedileg történő integrációt. Bár ekkor a korábbi menedzsment nagyrészt feladja pozícióit és tacit tudását, de összgazdasági szempontból fontosabb a fejlett piac kikényszerítő ereje 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 esetében¹⁹³.

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 tőzsdék média vállalatokká kell, hogy alakuljanak (Lee [2000]).

D. Végül eredményeim nem közömbösek a privát szféra pénzügyi elemzői számára sem. Az eszközallokáció tekintetében a diverzifikációs lehetőségek azonosítása, a térség piacainak eltérő fejlettségének számszerűsítése számukra is fontos, a gyakorlatban is kézzelfogható támpontot biztosít.

¹⁹³ Bár e megoldás költségghatékony, a versenyt korlátozó következményekkel is járhat.

Mindezek következtében a feltörekvő országok tőzsdéinek – amennyiben fennmaradnak – különbözniük kell hosszú távon is 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 leghatékonyabb 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.

A gyakorlati alkalmazhatóságon túl természetesen munkámat más kutatóknak és magamnak is címezném, mint további kutatások lehetséges kiindulópontját. Bár disszertációm fókuszpontjában az átalakuló gazdaságú országok tőzsdéinek fejlődési vonásai állnak, számos a dolgozatban elemzett kérdés messze túlmutat e vizsgálat tárgykörén. A szövegben több ponton is jeleztem 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 EU fejlett országokbeli közvetítési mélységet? (3. fejezet)
- Vajon valóban kettévált a banki pénzügyi közvetítés fejlődése 2003 után, hiszen Szlovénia, Magyarország, Lettország és Észtország gyorsuló hitelexpanziót mutat, míg Csehország, Lengyelország, Bulgária, Románia és Szlovákia fejlődése megtörni látszik, Litvánia bár el van maradva az élenjáróktól, gyors ütemben fejlődik (3. fejezet).
- Milyen feltétel mellett érvényes a vállalat jelenértéke és az állami elvonás mértéke közötti fordított multiplikátor hatás (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) háttéren túl mutató 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 szinkronitás-indexek számítását (6. fejezet).

Remélem, hogy ezek közül több kifejtéséhez akár kutatóként, akár témavezetőként magam is hozzájárulhatok majd.

FELHASZNÁLT FORRÁSOK (A HIVATKOZOTT IRODALOM ÉS WEB HELYEK)

BEVEZETÉS

- [1] Bose, Niloy [2005]: Endogenous Growth and the Emergence of Equity Finance. *Journal of Development Economics Volume 77 (2005), Issue 1, pp. 173-188.*
- [2] Boyle, John H. – Smith, Bruce D. [1998]: The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development. *Economic Theory Vol. 12, No.3., pp. 519-560.*
- [3] Cass, David - Stiglitz, Joseph E [1972]: Risk Aversion and Wealth Effects on Portfolios with Many Assets. *Review of Economic Studies, Vol. 39, No.3 (July), pp. 331-54*
- [4] Kim, E. Han – Morse, Adair – Zingales, Luigi [2006]: What Has Mattered to Economics Since 1970. *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 12526 (September 2006), Cambridge, MA.*
- [5] Komáromi György [2000]: A Behavioral Finance-től a Pénzügyi Viselkedés tanig. *Doktoranduszok Fóruma, Miskolc, 2000. október 30. A Miskolci Egyetem Gazdaságtudomány Karának szekciókiadványa. www.komaromi.net - letöltve: 2004.12.04. Frissített link: <http://www.fw.hu/komaromigyorgy/papers/Komaromi%20-%20Behavioral%20Finance-tol%20a%20Penzugyi%20Viselkedestanig.pdf>*
- [6] Merton, Robert C. [1993]: Continuous Time Finance. Foreword by Paul A. Samuelson. *Cambridge, Mass.: Blackwell*
- [7] Merton, Robert C. - Bodie, Zvi [2005]: Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure. *Journal of Investment Management Vol. 3, No. 1 (First Quarter 2005) pp. 1-23. (Was Harvard Business School Working Paper No. 02-074, 2002.)*
- [8] Olson, Mancur [1987]: A nemzetek felemelkedése és hanyatlása. *Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1987; The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities. Yale University Press, New Haven and London, 1982.*
- [9] Schumpeter, Joseph Alois [1954]: History of Economic Analysis. *Oxford University Press, 1954.*

1. FEJEZET

- [1] Aghion, Philippe - Howitt, Peter - Mayer-Foulkes, David [2005]: The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence. *Quarterly Journal of Economics* Vol. 120, Issue 1 (2005 March), pp. 173-222
- [2] Allen, Franklin és Gale, Douglas [1997]: Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing. *Journal of Political Economy* Vol. 105, No. 3, pp. 523-546.
- [3] Antal László [2000]: A karaván halad. Szubjektív vélemény a globalizációról. *Megjelent: Király Júlia-Simonovits András-Szácz János (szerk.): Racionalitás és méltányosság. Tanulmányok Augusztinovics Máriának. Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest (365-387.o.)*
- [4] Augusztinovics Mária [1996]: Miről szól az input-output modell? *Közgazdasági Szemle, XLIII. évf. 4. szám (315 - 320. o.)*
- [5] Bagehot, Walter [1873]: Lombard street: A Description of the Money Market. London: Henry, S. King & Co. Third edition: 1873
<http://www.econlib.org/LIBRARY/Bagehot/bagLom1.html> - letöltve: 2004.11.13. 13:34
- [6] Bélyácz Iván [2004]: Is Traditional Corporate Finance Accounting in Crisis? About the Conflict of Internal and Market Value. Presented orally at "Finance and Globalisation" conference in honour of the 10th anniversary of the Department of Finance of University of Szeged. Szeged, November 9th, 2004.
- [7] Brealey, Richard A. és Myers, Stewart C. [1999]: Modern Vállalati Pénzügyek. Panem, Budapest
- [8] Carosso, Vincent [1970]: Investment Banking in Amerika. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1970.
- [9] Carlin, Wendy és Mayer, Colin [2003]: Finance, Investment, and Growth. *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, No.1, pp 191-226.
- [10] Coase, Roland H. [1937]: A vállalat természete. *Megjelent Coase: A vállalat, a piac és a jog. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest, 2004; Coase: The Nature of the Firm. Economica Vol. 4, No.16, pp. 386-405.*
- [11] Csontos László - Király Júlia - László Géza [1997]: Az ezredvégi nagy borzongás. *Közgazdasági Szemle, XLIV. évf., 1997. július-augusztus (569-596. o.)*
- [12] Davis, E. Philip [1995]: Pension Funds, Retirement Income Security and Capital Markets – An International Perspective. Oxford University Press, New York.

- [13] De Gregorio, Jose – Guidotti, Pablo [1995]: Financial Development and Economic Growth. *World Development*, Vol. 23, No.3, pp. 433-448.
- [14] Diamond, Douglas W. [1984]: Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *Review of Economic Studies*, Vol. 51, No. 3. (July 1984), pp. 393-414.
- [15] Diamond, Douglas W. és Dybvig, Philip H. [1983]: Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity. *Journal of Political Economy*, Vol. 90, No. 3 (June 1983), pp. 401-419.
- [16] Diamond, Douglas W. és Rajan, Raghuram G. [2001]: Liquidity Risk, Liquidity Creation and Financial Fragility: A Theory of Banking. *Journal of Political Economy* Vol. 109, pp. 287-327.
- [17] Dunbar, Nicholas [2000]: A talált pénz. *Panem – John Wiley & Sons, Budapest*
- [18] Fisher Irving [1930]: The Theory of Interest. *McMillan, New York*.
- [19] Fishlow, Albert [1985]: Lessons from the Past: Capital Markets During the 19th Century and the Interwar Period. *International Organization*, Vol. 39, No.3 (Summer 1985), pp. 383-439.
- [20] Goldsmith, Raymond W. [1969]: Financial Structure and Economic Development. *New Haven, CT: Yale University Press, 1969*.
- [21] Guiso, Luigi – Sapienza, Paola és Zingales, Luigi [2005]: Trusting the Stock Market. *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 11648* (October 2005), *Cambridge, MA*.
- [22] Hayek, Fridrich A. [1995]: Szocialista kalkuláció I.: A probléma természete és története. *Megjelent: Piac és szabadság. Válogatott tanulmányok. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1995. (157-178.o.)*
- [23] Hicks, John R. [1962]: Liquidity. *The Economic Journal*, Vol. 72, No. 288, pp. 787-802.
- [24] Hicks, John R. [1969]: The Theory of Economic History. *Oxford, Calderon Press*.
- [25] Houston, Joel és James, Christopher [1996]: Bank Information Monopolies and the Mix of Private and Public Debt Claims. *Journal of Finance*, Vol. 51, No. 5 (Dec., 1996), pp. 1863-1889.
- [26] Jayaratne, Jith és Strahan, Philip E. [1996]: The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111, No. 3 (Aug., 1996), pp. 639-670

- [27] Jensen, Michael C. és Meckling, William H. [1976]: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4 (October 1976) pp. 305-360.
- [28] Keynes, John Maynard [1930]: Treatise on Money. Vol. 2, London: Macmillan, 1930.
- [29] Keynes, John Maynard [1965]: The General Theory of Employment, Interest, and Money. London: Macmillan, 1936; magyarul: A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete. *Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1965.*
- [30] King, Robert G. és Levine Ross [1993]: Finance and Growth, Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3, pp. 717-738.
- [31] Korten, D.C. [1996]: A tőkés társaságok világuralma. *Kapu, Budapest*
- [32] Lányi Kamilla [1996]: A pénz hatalma, a hatalom pénze. *Élet és Irodalom*, 1996. július 26.
- [33] Lányi Kamilla [2001]: Vázlat a globalizációnak nevezett jelenségkör értelmezéséről. *Közgazdasági Szemle*, XLVIII. évf., 2001. június (498–519. o.)
- [34] Levine, Ross [1997]: Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 2 (June 1997), pp. 688-726.
- [35] Levine, Ross [2002]: Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? *Journal of Financial Intermediation* Vol. 11, pp. 398-428.
- [36] Levine, Ross [2005]: Finance and Growth: Theory and Evidence. In: Philippe Aghion és Steven Durlauf (eds.): *Handbook of Economic Growth*. Amsterdam: North-Holland Elsevier Publishers, Chapter 21 of this volume.
- [37] Levine, Ross és Zervos, Sara [1998]: Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *American Economic Review*, Vol. 88, No. 3 (June 1998) pp. 537-558.
- [38] Lucas Robert E., Jr. [1988]: On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*. Volume 22, Issue 1, July 1988, pp. 3-42.
- [39] Markowitz, Harry M. [1952]: Portfolio Selection. *Journal of Finance*, Vol 7, No.1, pp. 77-91
- [40] Merton, Robert C, és Bodie, Zvi [1995]: A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=6638 - letöltve: 2004.11.22
- [41] Merton, Robert C. - Bodie, Zvi [2005]: Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure. *Journal of Investment Management* Vol. 3, No. 1 (First Quarter 2005) pp. 1-23. (Was Harvard Business School Working Paper No. 02-074, 2002.)

- [42] Miller, Merton H. [1998]: Financial Markets and Economic Growth. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 11. pp. 8-14.
- [43] Mises Institute [2004]: The PDF version of Carl Menger's Principles of Economics with corrections. <http://www.mises.org/etexts/menger/Mengerprinciples.pdf> - letöltve: 2005.11.06 12:14
- [44] Moran, Peter és Goshal, Sumantra [1999]: Markets, Firms, and the Process of Economic Development. *Academy of Management Review*, Vol. 24, No. 3. pp. 390-412.
- [45] Olson, Mancur [1987]: A nemzetek felemelkedése és hanyatlása. *Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1987*; The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities. *Yale University Press, New Haven and London, 1982*.
- [46] Pete Péter [1999]: Gondolatok a „pénzvilág uralmáról”, a pénzügyi rendszer megnövekedett szerepéről. *Közgazdasági Szemle*, XLVI. évf., 1999. május (389–402. o.)
- [47] Rajan, Raghuram G. [1992]: Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arms Length Debt. *Journal of Finance*, Vol. 47, No.4, pp. 1367-1400.
- [48] Rajan, Raghuram G. és Zingales, Luigi [1998]: Finance Dependence and Growth. *American Economic Review* Vol. 88, pp. 559-586.
- [49] Rajan, Raghuram G. és Zingales, Luigi [2001]: Financial System, Industrial Structure, and Growth. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 17, No. 4, pp. 467-482.
- [50] Rioja, Felix és Valev, Neven [2004a]: Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development. *Economic Inquiry*, Vol. 42, pp. 27-40.
- [51] Rioja, Felix és Valev, Neven [2004b]: Does one size fit all?: a reexamination of the finance and growth relationship. *Journal of Development Economics*, Vol. 74 (2004) pp. 429-447.
- [52] Robinson, Joan [1952]: The Generalization of General Theory. In: *The rate of interest, and other essays*. London: Macmillan, 1952, pp. 67-142.
- [53] Rothbard, Murray N. [1990]: What Has Government Done to Our Money? *Ludwig Von Mises Institute, Third Edition (June 1990)* – letöltve: <http://www.mises.org/money.asp> - 2005.11.06 11:20.
- [54] Rousseau, Peter L. és Sylla, Richard [2003]: Financial Systems, Economic Growth, and Globalization. *Chapter 8 in Michael D. Bordo, Alan M. Taylor és Jeffrey G. Williamson (eds.): Globalization in a Historical Perspective*. Chicago: University of Chicago Press, pp. 373-413.

- [55] Rousseau, Peter L. és Wachtel, Paul [1998]: Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrial Countries. *Journal of Money, Credit and Banking Vol. 30, No. 4 (November 1998) pp. 657-678.*
- [56] Rousseau, Peter L. és Wachtel, Paul [2002]: Inflation thresholds and the finance–growth nexus. *Journal of International Money and Finance, Volume 21, Issue 6, (November 2002), pp. 777–793.*
- [57] Schumpeter, Joseph Alois [1980]: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. *Leipzig: Dunker and Humblot, 1912; magyarul: A gazdasági fejlődés elmélete: Vizsgálódás a vállalkozói profitról, tőkéről, hitelről, a kamatról és a konjunktúraciklusról. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1980.*
- [58] Shleifer, Andrei és Vishny, Robert W. [1997]: A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance, Vol. 52, No. 2. (June 1997), pp. 737-783.*
- [59] Smith, Adam [1992]: An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. *London: W. Stahan & T. Cadell, 1776; magyarul: Nemzetek gazdagsága: E gazdagság természetének és okainak vizsgálata. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1992.*
- [60] Stiglitz, Joseph E. [1985]: Credit Markets and the Control of Capital. *Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 17, No. 2 (May 1985), pp. 133-152.*
- [61] Werner Richard A. [2002]: DORE Ronald – Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism: Japan and Germany versus Anglo-Saxons. *Book review In: Journal of Economic Literature Vol. 40, No. 4, December 2002, p. 1279.*
- [62] Williamson, Oliver E. [2000]: The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead. *Journal of Economic Literature, Vol. 38, No.3 (September 2000), pp. 595-613.*
- [63] Zalai Ernő [2000]: Matematikai közgazdaságtan. *KJK-Kerszőv Jogi és Üzleti Kiadó Kft. Budapest, 2000.*

2. FEJEZET

- [1] Akyüz, Yilmaz és Cornford, Andrew [2002]: Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System. *In: Nanyar, D. (szerk.) Governing Globalization. Oxford and New York: Oxford University Press, pp. 108-143.*

- [2] Baumol, William J. [1986]: Productivity Growth, Convergence and Welfare: What the Long-Run Data Show. *American Economic Review*, Vol 76, No. 5 (December), pp. 1072-1086.
- [3] Bordo, Michael D. - Eichengreen, Barry és Kim, Jongwoo [1999a]: Was There Really an Earlier Period of International Financial Integration Comparable to Today? In: A. H. Meltzer (editor): *The Implications of the Globalization of World Financial Markets*. Seoul: Bank of Korea, pp. 27-83.
- [4] Bordo, Michael D. - Eichengreen, Barry és Irwin, Douglas A. [1999b]: Is Globalization Today Really Different Than Globalization a Hundred Years Ago? Prepared for the Brookings Trade Policy Forum on Governing in a Global Economy, Washington, DC, 15 - 16 April 1999. Revised version published in *Brookings Trade Policy Forum*, 1999.
- [5] Buffett, Warren [2001]: A Time for Discovery. *Fortune*, 10th December 2001.
- [6] Cavaglia, Stefano - Brightman, Christopher és Aked, Michael [2000]: The Increasing Importance of Industry Factors. *Financial Analysts Journal*, Volume 56 Number 5 (September/October 2000), pp. 41-54.
- [7] Claessens, Stijn - Klingebiel, Daniela - Schmukler, Sergio L. [2002]: FDI and Stock Market Development: Complements or Substitutes? Presented at the Conference „The FDI Race: Who Gets The Prize? Is It Worth The Effort?” Washington, D.C., October 3-4, 2002 Washington: World Bank
- [8] Cohen, Benjamin J. [1996]: Phoenix Risen: The Resurrection of Global Finance. *World Politics* Vol. 48, Issue 2, pp. 268–296.
- [9] Crafts, Nicholas [2004]: Globalisation and Economic Growth: A Historical Perspective. *The World Economy* Vol. 27 Issue 1 (January 2004), pp. 45-58.
- [10] Csaba László [2002]: Az átalakulás fejlődésmélete. *Közgazdasági Szemle*, XLIX. évf., 2002. április (273-291.o)
- [11] Csaba László [2003]: Globalization and Economic Systems: A Homogeneity Test. In Krizsán A. – Zentai V. (szerk.): *Reshaping Globalization*. New York – Budapest: CEU Press, pp. 195-214.
- [12] Davis, Lance E. és Gallman, Robert [2000]: Waves, Tides, and Sandcastles: The Impact of Foreign Capital Flows on Evolving Financial Markets in the New World, 1865-1914. *New World* Cambridge: Cambridge University Press.
- [13] ECB [2002]: Labour Market Mismatches in Euro Area Countries. *ECB* (March 2002)

- [14] Fisher, Stanley [2001]: Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2 (Spring 2001), pp. 3-24
- [15] Fishlow, Albert [1985]: Lessons from the Past: Capital Markets During the 19th Century and the Interwar Period. *International Organization*, Vol. 39, No.3 (Summer, 1985), pp. 383-439.
- [16] Friedman, Thomas L. [1999]: The Lexus and the Olive Tree: Understanding Globalization. *Straus & Giroux, Farrar, NY, 1999.*
- [17] Gosh, Atish R. - Guilde, Anne-Marie és Wolf, Holger C. [2002]: Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences. *Cambridge, MA és London: The MIT Press.*
- [18] Goetzmann, William N. - Li, Lingfeng és Rouwenhorst, K. Geert [2005a]: Long Term Global Market Correlations. *Journal of Business*, Volume 78 (2005), Issue 1 (January), pp. 1-38 (Netherlands Central Bank, DNB Staff Reports No. 98/2003.)
- [19] Goetzmann, William N. - Ukhov, Andrey D. [2005b]: British Investment Overseas 1870-1913: A Modern Portfolio Theory Approach. *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 11266 (April 2005), Cambridge, MA.*
- [20] Hale, David D. [1994]: Stock Markets in a New World Order. *Columbia Journal of World Business* 29, (Summer 1994), pp. 14-28.
- [21] Harley, C. Knick [2000]: A Review of O'Rourke and Williamson's „Globalization and History: The Evolution of a Nineteenth Century Atlantic Economy”. *Journal of Economic Literature*, Vol. 38, 4 (December, 2000), pp. 926-935.
- [22] Hayek, Fridrich A. [1995]: A komplex jelenségek elmélete. *Megjelent: Piac és szabadság. Válogatott tanulmányok. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1995. (270-291.o.); The Theory of Complex Phenomena. In: Bunge, M. (editor): The Critical Approach to Science and Philosophy. Collier McMillan, London, 1964, pp. 332-349.*
- [23] Hicks, John R. [1969]: The Theory of Economic History. *Oxford, Calderon Press.*
- [24] James, Harold [2001]: The End of Globalization: Lessons from the Great Depression. *Cambridge: Harvard University Press.*
- [25] Jorion, Philippe és Goetzmann, William N. [1999]: Global Stock Markets in the Twentieth Century. *Journal of Finance* Vol. 54, No. 3 (June), pp. 953–980.
- [26] Kuznets, Simon [1966]: Modern Economic Growth. Rate, Structure and Spread. *New Haven: Yale University Press.*
- [27] Lamoreaux, Naomi R. - Levenstein, Margaret és Sokoloff, Kenneth L. [2004]: Financing Invention During the Second Industrial Revolution: Cleveland, Ohio,

- 1870-1920. *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 10923 (November 2004)*
- [28] Longin, Francois és Solnik, Bruno [2001]: Extreme Correlation of International Equity Markets. *Journal of Finance Vol. 56, No. 2 (April), pp. 649–675.*
 - [29] Lowenfeld, Henry [1907]: Investment an Exact Science. *The Financial Review of Reviews, London.*
 - [30] Markowitz, Harry M. [1952]: Portfolio Selection. *Journal of Finance, Vol 7, No.1, pp. 77-91*
 - [31] Meier, Gerald M. - Stiglitz, Joseph E. [2000]: *Frontiers of Development Economics: The Future in Perspective. Oxford: Oxford University Press, 2000.*
 - [32] Neal, Larry [2000]: How It All Began: The Monetary and Financial Architecture of Europe during the First Global Capital Markets, 1648–1815. *Financial History Review 7 (October), pp. 117–140.*
 - [33] North, Douglass C. [1991]: Institutions. *Journal of Economic Perspectives, Vol. 5, No. 1 (Winter), pp. 97-112.*
 - [34] North, Douglass C. [1992]: Institutions, Ideology, and Economic Performance. *CATO Journal, Winter92, Vol. 11, Issue 3.*
 - [35] Obstfeld, Maurice - Taylor, Alan M. [2003]: Globalization and Capital Markets. *Chapter 3 in Michael D. Bordo, Alan M. Taylor and Jeffrey G. Williamson (eds.): Globalization in Historical Perspective. Chicago: University of Chicago Press, 2003, pp. 121-183.*
 - [36] Olson, Mancur [1987]: A nemzetek felemelkedése és hanyatlása. *Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1987*; The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities. *Yale University Press, New Haven and London, 1982.*
 - [37] Rajan, Raghuam és Zingales, Luigi [2003]: The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century. *Journal of Financial Economics Vol. 69 No.1, pp. 5-50.*
 - [38] Rousseau, Peter L. - Sylla, Richard [2003]: Financial Systems, Economic Growth, and Globalization. *Chapter 8 in Michael D. Bordo, Alan M. Taylor és Jeffrey G. Williamson eds.): Globalization in a Historical Perspective. Chicago: University of Chicago Press, pp. 373-413.*
 - [39] Spahn, Heinz-Peter [2001]: From Gold to Euro: On Monetary Theory and the History of Currency Systems. *Berlin and Heidelberg: Springer-Verlag, 2001.*

- [40] Statmana, Meir - Scheidb, Jonathan [2005]: Global Diversification. *Journal Of Investment Management, Vol. 3, No. 1, (2005), pp. 1–11*
- [41] Száz János [1999]: Tőzsdei opciók vételre és eladásra. *Tanszék Kft., Budapest*
- [42] Taylor, Alan M. [1998]: Argentina and the World Capital Market: Saving, Investment and International Capital Mobility in the Twentieth Century. *Journal of Development Economics, Vol. 57, No. 1 (October) pp. 147-184.*
- [43] Williamson, John [2004]: The Years of Emerging Market Crises: A Review of Feldstein. *Journal of Economic Literature Vol. 42, No. 3 (September) pp. 822-837.*
- [44] Zolberg, Aristide R. [1997]: Global Movement, Global Walls: Responses to Migration, 1885-1925. In: *Gungwu, W. (ed.) Global History and Migrations, Westview Press.*

3. FEJEZET

- [1] Acemoglu, Daron - Aghion, Philippe és Zilibotti, Fabrizio [2002]: Distance to Frontier, Selection, and Economic Growth. *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 9066, Cambridge, MA.*
- [2] Allen, Franklin – Santomero, Anthony [1997]: The Theory of Financial Intermediation. *Journal of Banking and Finance, Vol 21. pp. 1461-1486*
- [3] Antal László [2004]: Fenntartható e a fenntartható gazdasági növekedés? *Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest*
- [4] Antal László - Tétényi Tamás [1994]: The Development of the Hungarian Banking System. *Kopint-Datorg, Budapest, 1994*
- [5] Beck, Thornstein [2003]: Financial Dependence and International Trade. *Review of International Economics, Vol. 11 (May 2003), pp. 296-316.*
- [6] Berglöf, Erik és Bolton, Patrick [2002]: The Great Divide and Beyond – Financial Architecture in Transition. *Journal of Economic Perspectives, Vol. 16, No. 1, pp. 77-100*
- [7] Bonin, John P. – Hasan, Iftekhar – Wachtel, Paul [2005]: Privatization matters: Bank efficiency in transition countries. *Journal of Banking & Finance Vol. 29, No. 8-9, pp. 2155–2178*
- [8] Calvo, Guillermo [1998]: Understanding the Russian virus, with special reference to Latin America. *University of Maryland, kézirat, October 13. 1998. www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm/ - letöltve 2004.08.14.*

- [9] Caprio, Gerard - Hanson, James A. és Honohan, Patrick [2001]: Introduction and Overview: The case for Liberalization and some Drawback. *In Gerard Caprio, Patrick Honohan, and Joseph E. Stiglitz (editors): Financial Liberalization: How Far? How Fast? Cambridge University Press, Cambridge, UK, October 2001*
- [10] Carlin, Wendy és Mayer, Colin [2003]: Finance, Investment, and Growth. *Journal of Financial Economics, Vol. 69, No.1, pp 191-226.*
- [11] Carlson, Mark és Mitchener, Kris James [2005]: Branch Banking, Bank Competition, and Financial Stability. *NBER Working Paper No. 11291 (April 2005), Cambridge, MA.*
- [12] Claessens, Stijn - Klingebiel, Daniela és Schmukler, Sergio L. [2002]: The Future of Stock Exchanges in Emerging Markets: Evolution and Prospects. *In Robert E. Litan and Richard Herring (eds.): Brookings-Wharton Papers on Financial Services 2002, The Brookings Institution, Washington, D.C., pp. 167-212.*
- [13] Claessens, Stijn - Lee, Ruben és Zechner, Josef [2003]: The Future of Stock Exchanges in European Union Accession Countries. *A Centre of Economic Policy Research Paper, prepared for the Corporation of London (3/2003);*
http://www.cityoflondon.gov.uk/business_city/research_statistics/pdf/Future_SEs_EUAC.pdf -
 letöltve: 2003.10.07
- [14] Coase, Roland H. [1937]: A vállalat természete. *Megjelent Coase: A vállalat, a piac és a jog. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest, 2004; Coase: The Nature of the Firm. Economica Vol. 4, No.16, pp. 386-405.*
- [15] Coricelli, Fabrizio [2001]: Financial Liberalization in Economies in Transition: Tales of success and failure. *In Gerard Caprio, Patrick Honohan, and Joseph E. Stiglitz (editors): Financial Liberalization: How Far? How Fast? Cambridge University Press, Cambridge, UK, October 2001*
- [16] Crafts, Nicholas [2004]: Globalisation and Economic Growth: A Historical Perspective. *The World Economy Vol. 27 Issue 1 (January 2004), pp. 45-58.*
- [17] Csaba László [1994]: Az összeomlás foratókönyvei. A rendszer-átalakítás alkalmazott közgazdaságtana. *Budapest: Figyelő. 1994*
- [18] Csaba László [2002]: Transformation as a Subject of Economic Theory. *In: Boenker, F. - Pickel, A. - Mueller, K. (szerk.): Transformation and the Social Sciences. Cross-Disciplinary Approaches. Lanham etc; USA, Rowman and Littlefield Publ. Co., 2002, pp. 13-47*
- [19] Csaba László [2005a]: Global Markets – Global Polity. *In: a collective volume, published by EADI / The Hague, under the editorship of V. Krassilchikov and I. Levai.*

- [20] Csaba László [2005b]: The New Political Economy of Emerging Europe. *Akadémiai Kiadó, Budapest.*
- [21] Csaba László [2006]: A fölemelkedő Európa. *Akadémiai Kiadó, Budapest.*
- [22] Demirgüç-Kunt, Asli és Detragiache, Enrica [2001]: Financial Liberalization and Financial Fragility. In Gerard Caprio, Patrick Honohan, and Joseph E. Stiglitz (editors): *Financial Liberalization: How Far? How Fast? Cambridge University Press, Cambridge, UK, October 2001*
- [23] Demirgüç-Kunt Asli és Kane Edward J. [2002]: Deposit Insurance Around The Globe: Where Does It Work? *Journal of Economic Perspectives, Volume 16, Issue 2 (Spring), pp. 175-195.*
- [24] Diamond, Douglas W. és Rajan, Raghuram G. [2001]: Liquidity Risk, Liquidity Creation and Financial Fragility: A Theory of Banking. *Journal of Political Economy Vol. 109, pp. 287-327*
- [25] Dinç, Serdar [2005]: Politicians and Banks: Political Influences on Government-Owned Banks in Emerging Markets. *Journal of Financial Economics Vol. 77 (2005), No. 3, pp. 453–479*
- [26] Doidge, Craig - Karolyi, G. Andrew és Stulz, René M. [2004]: Why Are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More? *Journal of Financial Economics, Vol. 71 Issue 2 (February 2004), pp. 205-239*
- [27] Dunbar, Nicholas [2000]: A talált pénz. *Panem – John Wiley & Sons, Budapest*
- [28] EBRD 'Transition Report [2006]: European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) Transition Report 2006, Special focus: Finance in Transition.
- [29] EBRD 'Transition Report [2006]: European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) Transition Report 2006, Special focus: Finance in Transition.
- [30] ECB [2005]: A report on Banking structures in the new EU Member States. *Prepared by the Banking Supervision Committee of the European System of Central Banks (31 January 2005).*
- [31] Gerschenkron [1962]: Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays. *Cambridge, MA: Belknap Press of Harvard University Press, 1962.*
- [32] Grosfeld, Irena [1994]: Financial Systems in Transition: Is there a Case for a Bank Based System? *Centre For Economic Policy Research, Discussion papers No. 1062.*
www.cepr.org/pubs/dps/DP1062 - letöltve: 2005.01.12

- [33] Guiso, Luigi - Sapienza, Paola és Zingales, Luigi [2004]: Does Local Financial Development Matter? *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119, No. 3 (Aug., 2004) pp. 929-969.
- [34] Györfly Dóra - Jankovics László [2005]: Kérdőjelek az Európai Unió további keleti bővítése körül. Tudományos tájékoztató az Európai Összehasonlító Közgazdasági Társaság vándorgyűléséről. *Közgazdasági Szemle*, LII. évf., 2005. március (306–310. o.)
- [35] Honohan, Patrick [2001]: How Interest Rates Changes Under Liberalisation: A Statistical Review. In Gerard Caprio, Patrick Honohan, and Joseph E. Stiglitz (editors): *Financial Liberalization: How Far? How Fast? Cambridge University Press, Cambridge, UK, October 2001*
- [36] Houston, Joel és James, Christopher [1996]: Bank Information Monopolies and the Mix of Private and Public Debt Claims. *Journal of Finance*, Vol. 51, No. 5 (Dec., 1996), pp. 1863-1889.
- [37] Hussain, Qaizar [1998]: Choices of Financial Development for Transition Economies. In J. Jay Choi and John A. Doukas (eds.): *Emerging Capital Markets, Financial and Investment Issues. Quorum Books, London and Westport, CT, 1998.*
- [38] Jayaratne, Jith és Strahan, Philip E. [1996]: The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111, No. 3 (Aug., 1996), pp. 639-670
- [39] Keren, Michael - Ofer, Gur [2003]: Globalization and the Role of Foreign Banks in Economies in Transition. In: Grzegorz W. Kolodko (ed.) *Emerging Market Economies: Globalization and Development, Ashgate Publishing Limited, pp. 237-66.*
- [40] King, Robert G. és Levine, Ross [1993]: Finance and Growth, Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3, pp. 717-738.
- [41] Kornai János [1993]: A szocialista rendszer. Kritikai politikai gazdaságtan. *Heti Világgazdaság Rt., Budapest*
- [42] La Porta, Rafael - Lopez-de-Silanes, Florencio - Shleifer, Andrei és Vishny, Robert W. [1998]: Law and Finance. *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, pp. 1113-1155.
- [43] La Porta, Rafael - Lopez-de-Silanes, Florencio - Zamarripa, G. [2003]: Related Lending. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1, pp. 231–268.
- [44] Laeven, Luc [2001]: Insider Lending and Bank Ownership: The Case of Russia. *Journal of Comparative Economics*, Vol. 29, pp. 207-229.

- [45] Levine, Ross [2002]: Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11, pp. 398–428
- [46] Levine, Ross [2005]: Finance and Growth: Theory and Evidence. In *Philippe Aghion és Steven Durlauf (eds.): Handbook of Economic Growth. Amsterdam: North-Holland Elsevier Publishers, Chapter 21 of this volume.*
- [47] Lokshin, Michael és Ravallion, Martin [2000]: Welfare Impacts of the 1998 Financial Crisis in Russia and the Response of the Public Safety Net. *Economics of Transition Volume 8, Issue 2 (July)*, pp. 297-324
- [48] Lublóy Ágnes [2003]: Rendszerkockázat a bankszektorban. *Hitelintézkési Szemle* 2. évf. 4. szám (70-90.o.)
- [49] Lublóy Ágnes [2005]: Dominóhatás a magyar bankközi piacon. *Közgazdasági Szemle* LII. évf., 2005. április (377 - 401. o.)
- [50] Mérő Katalin [2004a]: A gazdasági növekedés és a pénzügyi közvetítés mélysége. *Megjelent Antal László: Fenntartható e a fenntartható gazdasági növekedés? Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest, 2004 (360-380. o.); valamint: Közgazdasági Szemle*, L. évf., 2003. július-augusztus (590 - 607. o.)
- [51] Mérő Katalin [2004b]: Financial Depth and Economic Growth – the Case of Hungary, the Czech Republic and Poland. *Acta Oeconomica*, Vol. 54 (2004) No. 3, pp. 297 - 321
- [52] Mérő Katalin [2004c]: A banki szabályozás fejlődésének nemzetközi tendenciái. *Külgazdaság*, XLVIII. Évf., 2004. november (38-57.o.)
- [53] Mohai György [2005]: The Hungarian Capital Markets. *SOM Presentation, University of Groningen, Hollandia*, 2005. december 13.
- [54] Monnet, Cyril és Quintin, Erwan [2005]: Why Do Financial Systems Differ? History Matters. *ECB Working Paper Series No. 442 (February 2005)*
- [55] Mørck, R. - Nakamura, M. [1999]: Banks and Corporate Control in Japan. *Journal of Finance* Vol. 54, pp. 319–339.
- [56] Prasad, Eswar - Rogoff, Kenneth – Wei, Shang-Jin és Kose, M. Ayhan [2005]: Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries. In *Ann Harrison (eds.): Globalization and Poverty. An NBER Volume, University of Chicago Press, Chicago, IL, 2005*, <http://www.nber.org/books/glob-pov/> - letöltve: 2005.03.19
- [57] Rajan, Raghuram G. [1992]: Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arms Length Debt. *Journal of Finance*, Vol. 47, No.4, pp. 1367-1400.

- [58] Rajan, Raghuram G. és Zingales, Luigi [1998]: Finance Dependence and Growth. *American Economic Review*, Vol. 88, pp. 559-586.
- [59] Rajan, Raghuram G. és Zingales, Luigi [2001]: Financial System, Industrial Structure, and Growth. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 17, No. 4, pp. 467-482.
- [60] Réthi Sándor [2003]: Az orosz értékpapírpiac kialakulása és fejlődése a kezdetektől napjainkig. *COMPETITIO*, 2. évfolyam, 1. szám. (2003. szeptember)(56-74.o)
- [61] Rousseau, Peter L. és Wachtel, Paul [2002]: Inflation Thresholds and the Finance–Growth Nexus. *Journal of International Money and Finance*, Volume 21, Issue 6, (November 2002), pp. 777–793.
- [62] Singh, Ajit és Weisse, Bruce A. [1998]: Emerging Stock Markets, Portfolio Capital Flows and Long-Term Economic Growth: Micro and Macroeconomic Perspectives. *World Development*, Vol. 26, No. 4, pp. 607-622
- [63] Tobin, James [1984]: On the efficiency of the financial system. *Lloyd's Banking Review*, Vol. 153 (July 1984), pp. 1–15.
- [64] Várhegyi Éva [2004]: Bank Competition in Hungary. *Acta Oeconomica*, Vol. 54 (2004), No. 4, pp. 403-424

4. FEJEZET

- [1] Bae, Kee-Hong – Stulz, René M. – Tan, Hongping [2005]: Do Local Analysts Know More? *A Cross-Country Study of the Performance of Local Analysts and Foreign Analysts*. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 11697. sz., Cambridge, MA.
- [2] BÉT [2003]: Likviditás a Budapesti Értéktőzsdén. *BÉT Prezentáció*, 2003.02.13.
- [3] Claessens, Stijn - Djankov, Simeon and Klingebiel, Daniela [2001]: Stock Markets in Transition Economies. In: *Lajos Bokros, Alexander Fleming and Cari Votava (eds.): Financial Transition in Europe and Central Asia: Challenges of the New Decade. Published by the World Bank. Also: Financial Sector Discussion Paper 5., The World Bank, Washington.*
- [4] Claessens, Stijn – Klingebiel, Daniela – Schmukler, Sergio L. [2002a]: FDI and Stock Market Development: Complements or Substitutes? *Elhangzott a „The FDI*

- Race: Who Gets The Prize? Is It Worth The Effort?* konferencián. Washington, D.C., 2002. október 3–4., World Bank, Washington.
- [5] Claessens, Stijn – Lee, Ruben – Zechner, Josef [2003a]: The Future of Stock Exchanges in European Union Accession Countries. Corporation of London, Centre of Economic Policy Research.
http://www.cityoflondon.gov.uk/business_city/research_statistics/pdf/Future_SEs_EUAC.pdf
- letöltve: 2003. október 7.
- [6] Claessens, Stijn – Klingebiel, Daniela – Schmukler, Sergio L. [2003b]: Accessing International Equity Markets: What Firms from Which Countries Go Abroad? *Working Paper University of Amsterdam and World Bank*.
<http://icf.som.yale.edu/pdf/seminars04-05/Claessens.pdf> - letöltve: 2003. október 7.
- [7] Claessens, Stijn – Klingebiel, Daniela – Schmukler, Sergio L. [2006]: Stock Market Development and Internationalization: Do Economic Fundamentals Spur Both Similarly? *Journal of Empirical Finance* (megjelenés alatt).
- [8] Clayton, Matthew J. – Jorgensen, Bjorn N. – Kavajecz, Kenneth A. [1999]: On the Formation and Structure of International Exchanges. *Nem publikált műhelytanulmány. New York University, Stern School of Business, 1999. szeptember.*
- [9] Csaba László [2002]: Transformation as a Subject of Economic Theory. In: Boenker, F. - Pickel, A. - Mueller, K. (szerk.): *Transformation and the Social Sciences. Cross-Disciplinary Approaches. Lanham etc; USA, Rowman and Littlefield Publ. Co., 2002, pp. 13-47*
- [10] Csaba László [2003]: Globalization and Economic Systems: A Homogeneity Test. In Krizsán A. – Zentai V. (eds.): *Reshaping Globalization. CEU Press, New York - Budapest, pp. 195-214.*
- [11] Davis, E. Philip [1995]: Pension Funds, Retirement Income Security and Capital Markets – An International Perspective. *Oxford University Press, New York.*
- [12] Doidge, Craig – Karolyi, G. Andrew – Stulz, René M. [2004]: Why Are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More? *Journal of Financial Economics*, 71. évf., 2. sz., 205–239.
- [13] EBRD Transition Report [2006]: European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) Transition Report 2006, Special focus: Finance in Transition.

- [14] Hofstede, Geert [1991]: *Cultures and Organizations: Software of the Mind. McGraw Hill Book Company, London, 1991.*
- [15] Hofstede, Geert [2006]: <http://www.geert-hofstede.com/> - downloaded: 2006.04.14, 10:34
- [16] Horváth Zsolt [2001]: *A Budapesti Értéktőzsde (előadás). Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, Budapest, 2001. november 19.*
- [17] Horváth Zsolt [2004]: *A Budapesti Értéktőzsde Részvénytársaság, Célok, stratégiák, eredmények. Előadás, Gyöngyös, 2004. május 6.*
- [18] Karolyi, G. Andrew [1998]: *Why Do Companies List Shares Abroad? A Survey of the Evidence and Its Managerial Implications. Financial Markets, Institutions & Instruments, Volume 7, Number 1, February 1998, pp. 1-60*
- [19] Kwok, Chuck CY and Tadesse, Solomon [2006]: *National Culture and Financial Systems. Journal of International Business Studies (2006) Vol. 37, No.2, pp. 227–247*
- [20] Levine, Ross – Schmukler, Sergio L. [2003]: *Migration, Spillovers, and Trade Diversion: The Impact of Internationalization on Stock Market Liquidity. Policy Research Working Paper, 3046. sz., The World Bank; National Bureau of Economic Research Working Paper, 9614. sz., Cambridge, MA.*
- [21] Levine, Ross – Schmukler, Sergio L. [2005]: *Internationalization and Stock Market Liquidity. Műhelytanulmány, IMF Research Department, 2005. december.*
- [22] MNB [2005]: *Elemzés A Lakossági Megtakarítások Szerkezetéről. https://www.otpbank.hu/OTP_Portal/file/20051028_Takarekossagi_prez.pdf - letöltve: 2006.02.11*
- [23] Williamson, Oliver E. [2000]: *The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead. Journal of Economic Literature, Vol. 38, No.3 (September 2000), pp. 595-613.*

5. FEJEZET

- [1] Acemoglu, Daron [2005]: *Politics and Economics in Weak and Strong States. NBER Working Paper No. 11275 (April 2005), Cambridge, MA.*

- [2] Berglöf, Erik - Bolton, Patrick [2002]: The Great Divide and Beyond – Financial Architecture in Transition. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 16, No. 1, pp. 77-100
- [3] Berglöf, Erik - Pajuste Anete [2005]: What Do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21, No. 2 (Summer 2005), pp. 178-197
- [4] Bitler, Marianne P. - Moskowitz, Tobias J., és Vissing-Jørgensen, Annette [2005]: Testing Agency Theory with Entrepreneur Effort and Wealth. *Journal of Finance* Vol. LX, No. 2 (April 2005), pp. 539-576
- [5] Buchanan, James M. és Tullock, Gordon [1962]: The Calculus of Consent; Logical Foundations of Constitutional Democracy. *University of Michigan Press, Ann Arbor, MI.*
- [6] Coase, Roland H. [1960]: The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics* Vol. 3, pp. 1-44. *Magyarul: A társadalmi költségek kérdése. Coase, R. H.: A vállalat, a piac és a jog. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest, 2004.*
- [7] Cohen, Benjamin J. [1996]: Phoenix Risen: The Resurrection of Global Finance. *World Politics* Vol. 48, Issue 2, pp. 268–296.
- [8] Crafts, Nicholas [2004]: Globalisation and Economic Growth: A Historical Perspective. *The World Economy* Vol. 27 Issue 1 (January 2004), pp. 45-58.
- [9] Csaba László [2003]: Globalization and Economic Systems: A Homogeneity Test. *In Krizsán A. – Zentai V. (eds.): Reshaping Globalization. CEU Press, New York - Budapest, pp. 195-214.*
- [10] Csaba László [2005]: Global Markets – Global Polity. *Forthcoming in a collective volume, published by EADI / The Hague under the editorship of V. Krassilchikov and I. Levai.*
- [11] Desai, Mihir A. - Dyck, Isaac John Alexander – Zingales, Luigi [2004]: Corporate Governance and Taxation. *American Law & Economics Association Annual Meetings from American Law & Economics Association, Working Paper No. 1093*
- [12] Djankov, Simeon - Glaeser, Edward - La Porta, Rafael - Lopez-de-Silanes, Florencio - Shleifer, Andrei [2003]: The New Comparative Economics. *Journal of Comparative Economics*, Vol. 31, No. 4, pp. 595-619.

- [13] Doidge, Craig - Karolyi, G. Andrew - Stulz, René M. [2004]: Why Are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More? *Journal of Financial Economics Vol. 71 Issue 2 (February 2004) pp. 205-239.*
- [14] Downs, Anthony [1957]: An Economic Theory of Political Action in a Democracy. *Journal of Political Economy, Vol. 65, No.2 (Apr., 1957), pp. 135-150;* Politikai cselekvés a demokráciában: egy racionális modell. *Közgazdasági Szemle, XXXVII. évf., 1990. 9. sz. (993-1011.o)*
- [15] Durnev, Art - Li, Kan - Møck, Randall - Yeung, Bernard [2004]: Capital Markets and capital Allocation: Implications for Economies in Transition. *Economics of Transition Volume 12, No. 4 pp. 593-634.*
- [16] Feldstein, Martin [2005]: Monetary Policy in a Changing International Environment: The Role of Global Capital Flows. *NBER Working Paper No. 11856 (December 2005), Cambridge, MA.*
- [17] Feldstein, Martin és Horioka, Charles [1980]: Domestic Saving and International Capital Flows. *Economic Journal Vol. 90 (June 1980), pp. 314-329.*
- [18] French, Kenneth R., és Poterba, James M. [1991] Investor Diversification and International Equity Markets. *American Economic Review Vol. 81, No. 2, (May, 1991) pp. 222-226.*
- [19] Friedman, Thomas L. [2005]: The World is Flat. *Farrar, Strauss, and Giroux; Magyarul: És mégis lapos a Föld. HVG Kiadó, Budapest, 2006.*
- [20] Gorodnichenko, Yuriy és Tesar, Linda [2005]: A Re-Examination of the Border Effect. *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 11706 (October 2005), Cambridge, MA.*
- [21] Jorion, Philippe és Goetzmann, William N. [1999]: Global Stock Markets in the Twentieth Century. *Journal of Finance Vol. 54, No. 3 (June), pp. 953–980.*
- [22] Karolyi, G. Andrew - Stulz, René M. [2003]: Are Financial Assets Priced Locally or Globally? *Chapter 16 in Handbook of the Economics of Finance, edited by George Constantinides, Milton Harris and René M. Stulz, North-Holland Publishers, New York, NY., pp. 975-1020.*

- [23] Kaufmann, Daniel - Kraay, Aart – Mastruzzi, Massimo [2005]: Governance Matters IV: Governance Indicators for 1996-2004. *World Bank Policy Research Working Paper 3630, Washington, D.C.*
- [24] Kho, Bong-Chan – Stulz, René M. – Warnock, Francis E. [2006]: Financial Globalization, Governance, and the Evolution of the Home Bias. *NBER Working Paper No. 12389 (July 2006), Cambridge, MA.*
- [25] Klapper, Leora F. - Laeven, Luc – Love, Inessa [2005]: What Drives Corporate Governance Reform? Firm-Level Evidence From Eastern Europe. *World Bank Policy Research Working Paper 3600, Washington, D.C.*
- [26] La Porta, Rafael - Lopez-de-Silanes, Florencio - Shleifer, Andrei és Vishny, Robert W. [1998]: Law and Finance. *Journal of Political Economy* Vol. 106, No.6, pp. 1113-1155.
- [27] Lucas, Robert E. Jr. [1990]: Why Doesn't Capital Flow From Rich to Poor Countries? *American Economic Review* Vol. 80, No. 2, (May, 1990) pp. 92-96.
- [28] Marshall, Alfred [1890]: Principles of Economics I. *Macmillan & Co., New York.*
- [29] McCallum, John [1995]: National Borders Matter: Canada-U.S. Regional Trade Patterns. *American Economic Review* Vol. 85, No. 3, (June 1995) pp. 615-623.
- [30] North, Douglass C. [1981]: Structure and Change in Economic History. *New York: W.W. Norton & Co.*
- [31] Obstfeld, Maurice és Rogoff, Kenneth [2000]: The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause? In Ben Bernanke and Kenneth Rogoff (eds.): *NBER Macroeconomics Annual, The MIT Press, Cambridge, MA.*
- [32] Olson, Mancur [1987]: A nemzetek felemelkedése és hanyatlása. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1987; The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities. Yale University Press, New Haven and London, 1982.
- [33] Pajuste, Anete [2002]: Corporate Governance and Stock Market Performance in Central and Eastern Europe. *Working Paper, Stockholm School of Economics, Stockholm, Sweden.*

- [34] Pinkowitz, Lee - Williamson, Rohan G. - Stulz, René M. [2006]: Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-Country Analysis. *Journal of Finance* (megjelenés alatt)
- [35] Rajan, Raghuam és Zingales, Luigi [2003]: The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century. *Journal of Financial Economics Vol. 69 No.1, pp. 5-50.*
- [36] Shleifer, Andrei - Wolfenzon, Daniel [2002]: Investor protection and equity markets. *Journal of Financial Economics Vol. 66, No. 1 (October 2002), pp. 3–27.*
- [37] Stulz, René M. [2005]: The Limits of Financial Globalization. *Journal of Finance, Vol. LX, No. 4 (August 2005) pp. 1595-1638.*
- [38] Török Ádám [2003]: A piacra lépési korlátok átalakulása és a világgazdaság hálózatosodása. *Közgazdasági Szemle, L. évf., 3.szám (195–208. o.)*

6. FEJEZET

- [1] Bechev, Ilcho [2003]: Efficient Market Hypothesis: Budapest, Prague, Warsaw Stock Exchange. *CEU MA Thesis 2/2003*
- [2] Bernstein, Peter L. [1998]: Szembeszállni az Istennel. A kockázatvállalás különös története. *Panem Kiadó - John Wiley & Sons, Budapest*
- [3] Cipriani, Marco – Kaminsky, Graciela L. [2006]: Volatility in International Financial Market Issuance: The Role of the Financial Center. *NBER Working Paper No. 12587 (October 2006), Cambridge, MA.*
- [4] Czeglédi Pál [2006]: A gazdasági szabadság, mint az intézményi környezet indexe. A fejlődés-gazdaságtan új eredményei. *Külgazdaság, L. évfolyam 2. szám, (2006. február)(54-75.o.)*
- [5] Fama, Eugene F. [1970]: Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance, Vol. 25, No.2 (383-417.o.)*
- [6] Faragó Ádám [2006]: Mesélj a múltról és megmondom neked a jövőt!? A technikai analízis hatásosságának vizsgálata a Budapesti Értéktőzsdén. *TDK-dolgozat, Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Kar.*

- [7] French, Kenneth R. - Roll, Richard [1986]: Stock Return Variances: The Arrival Of Information And The Reaction Of Traders. *Journal of Financial Economics*, Vol. 17, No.1, pp. 5-26.
- [8] Hayek, Fridrich A. [1937]: Economics and Knowledge. *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 13, pp. 33-54.
- [9] Hayek, Fridrich A. [1945]: The Use of Knowledge in Society. *American Economic Review* Vol. 35, No. 4, pp. 519-530.
- [10] Levine, Ross [2002]: Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? *Journal of Financial Intermediation* Vol. 11, pp. 398-428.
- [11] Levine, Ross és Zervos, Sara [1998]: Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *American Economic Review*, Vol. 88, No. 3 (June 1998) pp. 537-558.
- [12] Longin, Francois és Solnik, Bruno [2001]: Extreme Correlation of International Equity Markets. *Journal of Finance* Vol. 56, No. 2 (April), pp. 649–675.
- [13] Macskási Zsolt és Molnár József [1996]: The Predictability of Hungarian Stock Exchange (1991-1996). *Conference Reserch Memoranda (Leicester, England)*
- [14] Mørck, Randall - Yeung, Bernard - Yu, Wayne [2000]: The Information Content Of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements? *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No.1 (October 2000), pp. 215–260.
- [15] Mørck, Randall and Yeung, Bernard [2002]: The Puzzle of the Harmonious Stock Prices. *World Economics*, Vol.3, Issue 3 (July-September 2002)
- [16] Olson, Mancur [1987]: A nemzetek felemelkedése és hanyatlása. *Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1987*; The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities. *Yale University Press, New Haven and London, 1982*
- [17] Palágyi Zoltán és Mantegna, Rosario N. [1999]: Empirical Investigation Of Stock Price Dynamics In An Emerging Market. *Elsevier, Physica A* 269 (1999) (132–139. o.)
- [18] Petrov [1999]: Comparative Analysis of Market Volatility on Budapest & Vienna Stock Exchange. *CEU MA Thesis* 33/1999
- [19] Roll, Richard [1988]: R2. *Journal of Finance*, Vol. 43, No.2, pp. 541–566.

- [20] Ross, Stephen A. [1976]: The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory* Vol. 13 (December 1976) pp. 341-360
- [21] Tcaciuc, Sebastian [2001]: Testing for Efficiency in Hungarian Secondary Equity Market. *CEU MA Thesis* 39/2001
- [22] Tobin, James [1984]: On the efficiency of the financial system. *Lloyd's Banking Review*, Vol. 153 (July 1984), pp. 1–15.
- [23] Vosvrada, Miloslav - Filacek, Jan - Kapicka, Marek [1998]: The Efficient Market Hypotesis on the Prague Stock Exchange. *Workshop to ACE Phare Project Paper*
- [24] Worthington, Andrew C. - Higgs, Helen [2003]: Weak-form market efficiency in European emerging and developed stock markets. *Discussion Paper No. 159. Technical Report, School of Economics and Finance, Queensland University of Technology.*
- [25] Worthington, Andrew C. - Higgs, Helen [2006]: Evaluating financial development in emerging capital markets with efficiency benchmarks. *Journal of Economic Development*, Vol. 31 No. 1 (June 2006), pp. 1-27.

7. FEJEZET

- [1] Claessens, Stijn – Lee, Ruben – Zechner, Josef [2003]: The Future of Stock Exchanges in European Union Accession Countries. Corporation of London, Centre of Economic Policy Research.

http://www.cityoflondon.gov.uk/business_city/research_statistics/pdf/Future_SEs_EUAC.pdf
- letöltve: 2003. október 7.
- [2] Hasan, Iftekhar - Malkamaki, Markku - Schmiedel, Heiko [2003]: Technology, Automation, and Productivity of Stock Exchanges: International Evidence. *Journal of Banking & Finance* Vol. 27, No. 9 (2003) pp. 1743-1773.
- [3] Kolodko, Grzegorz W. (ed.) [2005]: Globalization And Social Stress. *NOVA Science Publishers, New York, 2005*
- [4] Lee, Ruben [2000]: What is an Exchange? The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets. *Oxford University Press, Oxford and New York, 2000.*

-
- [5] Merton, Robert C, és Bodie, Zvi [1995]: A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=6638 - letöltve: 2004.11.22
- [6] Merton, Robert C. – Bodie, Zvi [2005]: Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure. *Journal of Investment Management Vol. 3, No. 1 (First Quarter 2005) pp. 1-23. (Was Harvard Business School Working Paper No. 02-074, 2002.)*
- [7] Pálosi-Németh Balázs [2007]: An Inquiry On The Role Of Policy In The Light Of The Stress Caused By Globalization – A Review Of Kolodko's (Ed.): Globalization And Social Stress. *Europe-Asia Studies, March 2007 (Vol. 59, No. 2).*
- [8] Prasad, Eswar - Rogoff, Kenneth – Wei, Shang-Jin és Kose, M. Ayhan [2005]: Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries. In Ann Harrison (eds.): *Globalization and Poverty. An NBER Volume, University of Chicago Press, Chicago, IL, 2005, <http://www.nber.org/books/glob-pov/>* - letöltve: 2005.03.19
- [9] Rajan, Raghuram G. és Zingales, Luigi [2001]: Financial System, Industrial Structure, and Growth. *Oxford Review of Economic Policy, Vol. 17, No. 4, pp. 467-482.*
- [10] Rotyis József [2001]: Tőzsdei befektetők kézikönyve. *KJK Kerszöv, Budapest 2001*