

KÖZGAZDÁSZ FÓRUM

Forum Economic
Economist's Forum



Tartalomjegyzék

NAGY ISTVÁN

Közvetlen nemzetközi működőtőke-befektetések – elméleti elemzés 3

NÉMETHNÉ GÁL ANDREA

A kis- és középvállalatok szerepe a magyar, a román és a szlovák gazdaságban .. 15

BIRÓ BIBORKA

Szezonális anomáliák létezésének vizsgálata a bukaresti, budapesti és londoni értéktőzsdén 33

TAKÁCS ANDRÁS

Reálopciók: a jövőbeli lehetőségek értékelése 47

PÁSZTOR CSABA

Újdonságok a gazdasági és pénzügyi jogszabályozásban – LXVI. rész 57

Fontosabb gazdasági események 59

Hírek 67

A lap tartalmának román és angol nyelvű kivonata és tartalomjegyzéke 71

**Minden olvasónknak boldog új évet kíván a
Közgazdász Fórum szerkesztősége!**

Közvetlen nemzetközi működőtőke-befektetések – elméleti elemzés –

NAGY ISTVÁN

Az egyes országok közötti egyre szorosabbá váló gazdasági kapcsolatok a termékek és szolgáltatások, valamint a tőkeáramlás piacán a globalizálódás visszafordíthatatlan és elkerülhetetlen eszközei közé sorolhatók. Az elmúlt két évtized során a telekommunikáció és információáramlás terén tapasztalható fejlődések határokon átívelő tőkeáramlást és a gazdasági kapcsolatok gyors növekedését vonták maguk után. Jelen időszakban a külföldi működő tőke áramlását a világgazdaság globalizálódásának egyik fő előmozdítójaként tarthatjuk számon, amit talán az is igazolhat, hogy növekedésének mértéke meghaladta a nemzetközi kereskedelmét. Az ilyen szintű növekedés a volt kommunista országokban nem jöhetett volna létre, ha a politikai változásokat nem követi elsősorban egy privatizációs hullám, az infrastruktúra fejlesztése, a pénzáramlások liberalizálása, a vámilletékek és vámolások leegyszerűsítése stb.

A külföldi működő tőke jelenléte nagy fontossággal bír egy ország gazdasági fejlődése szempontjából, új munkahelyeket teremt, új és modern technológiák hozzáférését segíti elő, továbbá az állami költségvetés bevételi oldalának növekedéséhez is hozzájárul. Az Európai Bizottság is kihangsúlyozta 1994-ben, hogy az európai uniós országok tőkéjének jelenléte a tagságra aspiráló országokban azok későbbi integrálásának egyik fontos barométere.

Romániában, ahol az egy főre eső GDP néhol alig éri el az EU27 30%-át, a külföldi tőkének nagy szerepe van a helyi saját tőke kiegészítésében, az új technológiához és az új piacokhoz való hozzáférésben, valamint nem utolsósorban a vállalati/vezetési kultúra és módszerek fejlesztésében.

A dolgozat a doktori disszertációm¹ részkutatása. Disszertációm, amelyben a székelyföldi megyék gazdasági helyzetét tanulmányozom, négy fő pillére építettem: (1) a feldolgozóipar elemzése, (2) a tercier és a banki szektor elemzése, (3) az állami költségvetésbe befizetett adók és állami visszaosztások és (4) a külföldi tőke jelenlétének vizsgálása. A felsorolt témák közül jelen dolgozat a külföldi működő tőke jelenlétét vizsgáló rész elméleti felvezetése.

A téma romániai kutatási háttere nagyon szegényes. Romániai forrásanyag keresése közben inkább tankönyveket találtam, igazi kutatási és elemzési munkák azonban nem léteznek.

¹ A disszertációs dolgozat témája: Székelyföld gazdasági szerkezete és fejlettségi szintje.

A nemzetközi működőtőke-áramlás gazdasági szerepe – elméleti megfontolások és empirikus tapasztalatok

A külföldi működő tőkével kapcsolatosan több tudományág megközelítésével lehet találkozni. Az FDI² fontosságának növekedésével párhuzamosan a teóriák fokozatosan elmozdultak az utóbbi pár évtizedben a makrogazdasági megközelítéstől egészen a mikrogazdasági, azaz cégen belüli döntéshozatal szintjéig. Az elmúlt 20–25 év folyamán a külföldi befektetések feltételei, mértéke és fontossága erőteljesen változott. Amíg 1986-ban az UNCTAD³ szerint az éves átlag tőkebeáramlás 150 milliárd USD volt, addig a csúcsevben, 2000-ben, ez meghaladta az 1300 milliárd USD-t. Jelentős változás történt a termelés földrajzi struktúrájában is, amely egyes vállalati tevékenységek széles körű földrajzi szétszóródásához vezetett (erre jó példát a call centerek jelentenek). Ez maga után vonzotta a hagyományos áramlási elméletek átfogalmazását is.

Szemléletes illusztrációja ennek a folyamatnak a nemzetközi tevékenységet folytató vállalatok fogalmi meghatározásában bekövetkezett változás: a kezdeti többközpontú (multidomestic) vállalat ebben az időszakban vált transznacionális vállalattá (Szanyi 1997).

Ezt megelőzően a nemzetközi gazdasági kutatások a nemzetközi szakosodás és a külkereskedelem általános kérdéseivel foglalkoztak. Az 1930-as években Ohlin azzal magyarázta a fejlettebb országok terjeszkedését, amely elsősorban hitelek nyújtásában, a gyengébben fejlett országok által kibocsátott kötvények megvásárlásában nyilvánult meg, hogy abban az esetben történik tőkeáramlás országhatáron kívülre, ha a célországban magasabb haszonnal tud értékesülni, mint az anyaországban.

Az elgondolás választ ad a profitmaximálás kérdésére, viszont arra nem, hogy például miért nem a leginkább eltérő kamatszintű országok között áramlik a tőke, vagy miért nem elegendő a profitmaximáláshoz a portfólióberuházás. Mára azonban a kereskedelem globalizációjának jelentőségét a termelés globalizációja jóval meghaladta. A majdnem negyven éven keresztül domináns elméletek a termelési tényezők immobilitását feltételezték. Az elmélet akkor összhangban volt a XX. század eleji megszorításokkal, szabályokkal, de a második világháború után újraéledő gazdasági feltételek között elvesztette realitását.

Talán már Weber múlt század eleji iparitelephely-választási elméletét is jóindulattal a külföldi tőkeáramlás magyarázásának előszeleként lehet elkönyvelni, amely szerint a cél olyan legkisebb költségekkel járó telephely választása, ahol a profitot maximálni lehet.

Hanink kifejti, hogy a klasszikus telephely-választási elmélet szerint a nemzetközi tőkeáramlás potenciális, ha a kisebb költséggel jellemző termelési eszközök más országban vannak. Ez a megközelítés azonban inkább azokra a marginális befekteté-

² FDI – külföldi közvetlen befektetések.

³ UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development.

sekre vonatkozik, amelyek akkor jelentek meg, mikor a külföldi nyersanyag volt a befektetések fő motivációja (Lutan 2006).

Az áttörés a 60-as és 70-es években Hymer nevéhez fűződik, aki szakított a neoklasszikusok középpontjában álló termelési függvénnyel, és a vállalatot mint gazdasági szervezetet kezdte vizsgálni. Szerinte ugyanis a vállalat nemcsak tárgyi eszközökkel rendelkezik, hanem megfoghatatlan értékekkel is, mint például különböző ismeretek, tudás, tapasztalat, alkalmazottak stb.

Két azonos adottságú vállalat közül mindenképpen az van egy adott piacon előnyben, amelyik otthon van, hiszen az több speciális helyi ismerettel, tapasztalattal rendelkezik, amit a piac honorál is. A nemzetközi tevékenység megindításához, a működőtőke-befektetések sikeréhez tehát valamilyen speciális, csak a befektető cég birtokában lévő, versenyelőnyt biztosító értékre van szükség. Ez az ún. Hymer-féle feltétel. A versenyelőny származhat egy egyszeri termék- vagy technológiai innovációból. Ennél gyakoribb, hogy a versenyelőny a termékek új piacokra történő adaptációjának képességében, korszerű és hatékony termelési és szolgáltatási tevékenységben vagy az értékesítésben található. A versenyelőny forrása tehát nem csak műszaki, termelési ismeret lehet. A versenyelőny sokszor a vállalati menedzsment speciális szervezési, vállalatvezetési, marketing- stb. ismereteiből táplálkozik. (Szanyi 1997).

Hymer után hasonló több elmélet is megjelent, ezek közül megemlíteném a termék életgörbe/ciklus és az eklektikus elméletet. A tranzakciós költségek elmélete szerint nem tárgyi előny az internalizációs és a tranzakciós költségek csökkentése lehet. A tranzakciós költségeknek szentelt figyelem mindenképpen indokolt, hiszen ha a nagyságuk elhanyagolható lenne, akkor a gazdasági tevékenységek megszerzésének módja is érdektelenné válna.

Az elmélet az 1970-es évek közepére állt össze koherens rendszerré, Oliver Williamson munkássága nyomán, aki elsősorban Ronald Coase eredményeire támaszkodott. Az elmélet szerint egy vállalat nemzetközivé válik, ha a nemzetközi tranzakció költségei vállalaton belül alacsonyabbak, mint a piac mechanizmusain keresztül.

A termék életgörbe-elméletét a 60-as évek közepén Raymond Vernon dolgozta ki, mely szerint a termelési egységek térbeli és időbeli kiterjedése egy négy fő részből álló folyamat. Az amerikai transznacionális vállalatok elemzésén alapuló kutatás szerint a műszaki szempontból fiatal iparágak inkább a fejlett országokban alakulnak ki, ugyanis itt halmozódhat fel a szükséges tudás, technológia és a fizetőképes kereslet az új termékek iránt. Az új kifejlesztett termékek iránti külföldről jövő keresletet exporttal elégítik ki. A görbén felfelé haladva a második fázisban, miután a termelés tömegessé válik és az ár egyre fontosabb szerepet játszik, a termelést olyan országban (előnyben a már export és nagyobb jövedelmeket megvalósító országok) helyezik át, ahol az illető terméket olcsóbban elő tudják állítani. Harmadik fázisban a fogadó ország saját magának termel és az innovátor országok exportor-

szágaiba is exportál, míg az „anya” ország a maga során harmadik országokba exportál. Utolsó fázisban a technológiai előny elvesztése és a termék marurizálásának köszönhetően az innovátor ország saját termelése teljesen megszűnik, és import elégti ki a keresletet.

A hetvenes évek közepére Hymer és Vernon elméletei váltak a legnépszerűbbé a transznacionális vállalatok és a külföldi működőtőke-áramlás folyamatainak elemzésében, a kapcsolódó kutatási eredmények pedig egyre jobban közelítettek egymáshoz.

Dunning John (1993) eklektikus elmélete, több eddigi kutatás főbb eredményeit felhasználva, a nemzetközi tőkeáramlás vonzásait legjobban magyarázó részek egybeolvasztására tett kísérletet. Az elmélet alapján a vállalat az exporttal szemben akkor részesíti előnyben a működőtőke-beruházást, ha ezzel a cég tulajdonosi és tranzakciós költségelőnyökre tehet szert, valamint a helyi termelési feltételek is kedvezők. A három előny képezi a helyzetelőny forrásait: vállalatspecifikus előnyök, a befektetés helyére vonatkozó előnyök és internalizációs előnyök (OLI teória).

A tulajdonosi vagy tulajdonspecifikus (Ownership) előnyök olyan anyagi és nem anyagi javakból adódnak, amelyekkel más cégek nem rendelkeznek, és amelyek eleendő előnyt nyújtanak ahhoz, hogy ellentételezzék a külföldön való termelésből adódó megnövekedett költségeket. A telephely-választási (Location) előnyök megléte pedig szükséges ahhoz, hogy a multinacionális vállalatnak érdemesebb legyen egy külföldi országban termelni, mint az anyaországban, és például onnan exportálni. A horizontális multinacionális vállalatok számára ilyen lehet a nagy piac, a jelentős szállítási költségek vagy a protekcionizmus magas szintje, a vertikálisak számára pedig az országok közötti tényezőár-különbségek. Ha egy vállalat rendelkezik tulajdonosi és telephely-választási előnyökkel, a külföldi leányvállalat létrehozása mellett választhatja a független külföldi partnerrel való szerződéses kapcsolat kialakítását is. Ezért ahhoz, hogy működőtőke-beruházás valósuljon meg szemben a piaci alapú megoldásokkal (például licenszátadás), rendelkeznie kell internalizációs (I) előnyökkel is (Erdey 2004).

A kutató a a beruházásokat négy csoportba sorolta:

– A helyi erőforrásokat kiaknázó külföldi befektetések, melynek célja az, hogy a termelési tényezők költségeiben meglévő nemzetközi eltéréseket kihasználja.

– A piacorientált beruházók célja a befogadó ország és közvetlen környezetének termékekkel való ellátása. Az első két beruházás úgynevezett bemutatkozó befektetés.

– A hatékonyságnövelő beruházások fő célja a már létező, erőforrás- vagy piacorientált beruházások racionalizálása olyan módon, hogy a beruházó cég szinergiahatást érjen el a földrajzilag eltérő helyeken működő leányvállalatok összehangolt irányítása révén.

– A stratégiai előnyöket érvényesítő beruházások keretében külföldi vállalatok értékeit vásárolják meg saját hosszú távú stratégiai céljaik elérésére, főleg nemzet-

közi versenyképességük fenntartása, növelése érdekében (pl. piaci ismeret vásárlása). Az utóbbi két beruházástípus már létező kapacitásokat változtat meg (pl. visszafektetett profit).

A működőtőke nemzetközi áramlásában az elmúlt 10–15 évben megfigyelhető változások nagyrészt e két utóbbi beruházástípus térnyerésére vezethetők vissza. A hatékonyságnövelő befektetéseket az amerikai eredetű transznacionálisok egyébként már a hatvanas évektől végezték, olyan cégek, amelyeknek már kiterjedt nemzetközi tevékenységük volt. A stratégiai beruházásokra valamennyi fontosabb piacon egyaránt a nyolcvanas évektől kezdve került sor, döntően azért, mert a versenytársakkal minden piacon egyidejűleg indult meg a konkurenciaharc. Bár a nemzetközi működőtőke-áramlás egészét tekintve a fejlett piacgazdaságok túlsúlya miatt a két utóbbi beruházási típus gyors terjedése volt jellemző, az újonnan iparosodó országok kezdő beruházásait még az első két típusba lehetett sorolni. Ugyancsak kivételt jelentenek az újonnan megnyíló piacok, vagyis az átalakuló országok piacai, ahová jelentős mennyiségben érkezett forrás- és piacorientált befektetés. Ugyanakkor mindkét esetben rendkívül gyorsan megindult a hatékonyságjavító és a stratégiai beruházások végrehajtása is (Szanyi 1997).

Dunning hatására az 1980-as években megjelentek a működőtőke formalizált kereskedelemelméleti modelljei, melyeknek két nagy ágát különböztethetjük meg: a telephelyválasztáson alapuló modelleket, mely az OLI elméletből a tulajdonosi és a telephely-választási előnyöket veszi inkább alapul és az internalizáción alapulókat, melynek a fő kérdése, hogy a nemzetközi cégek miért választják az integrált működést a piac alapú megoldásokkal szemben.

A romániai szakirodalomban az utóbbi években különös figyelmet szenteltek a külföldi tőke jelenlétének és áramlásának, ugyanis az ország fejlődésének mérőszámaként tekintették. A napi sajtóban megjelenő híreken és rövid elemzéseken és vizsgálatokon (főleg a *Ziarul Financiar* gazdasági hetilapban) kívül azonban nagyobb lélegzetvételi tanulmányok nem jellemzőek. Legtöbb tanulmány tankönyv jellegű, amelyekben vázlatosan ismertetik az idegen nyelvű irodalom néhány lényeges tanulmányát, és azok gondolatmenetét követve próbálják a rendelkezésre álló tőkeáramlási adatokat és információkat értékelni. Érdekes, hogy a bukaresti Közgazdaságtudományi Akadémia (Biblioteca ASE) könyvtárában külföldi működő tőkével kapcsolatosan 83 darab cikk, tanulmány, tankönyv található, amelyből 10 doktori dolgozat és 13 tudományos publikáció. Ez egyrészt igazolja az előbbieket, másrészt arra enged következtetni, a dolgozatok dátumát vizsgálva, hogy a téma az elmúlt időkből felkapott lett, és sok fiatal kutató kezdett vele foglalkozni. Figyelemre méltó néhány bukaresti kutató, mint Duhaneanu Marcel, Lutan Iustina, Negritoiu Misu, Bonciu Florin vagy Suciu Ecaterina munkássága. Egy páran (lásd Lutan, Bonciu) ökonometriai modelleket is teszteltek különböző nyilvános adatokon, de sajnos kizárólag csak regionális adatokkal. Tanulmányaikban azonban nem

találhatóak meg a megyei lebontású adatok elemzése és a különböző megyék befektetésvonzó lehetőségeinek vizsgálata sem.

A külföldi tőke jelenlétével és vizsgálatával foglalkozik ugyanakkor több kormányzati iroda, melyeknek elsődleges feladata a romániai befektetési közeg marketingelése. Megemlíthető az ITD Hungary Zrt. romániai irodájának tevékenysége is, amelyen belül az elmúlt években több befektetésösztönző tanulmány készült.

A működőtőke-áramlás a telephelyválasztás tükrében

Az első telephely-választási elméletek és modellek a termékek tömeges szállíthatóságának megteremtése (vasút és gőzhajózás térnyerése) és a tőke térbeli szabad mozgása feltétele mellett jelenhettek meg. Amíg ezekben az években a telephely-választás fő szempontjai kimerültek a nyersanyagok elérhetőségében, a különböző termelési eszközök költségeinek és a szállítási költségek csökkentésében, addig a gazdasági fejlődés mára már jóval több tényezővel számol. A mérhető tárgyi előnyök mellett szerepet kaptak a nem mérhető sajátosságok is.

A szakirodalom a telephelyelmélet első fontos képviselőjének Thüment tartja, aki elsőként vezette be a gazdaságtanba a távolság fogalmát és gondolkodott el a határtermelékenységről. A termelési és szállítási költségek azonosságának feltétele mellett elméletében azt vizsgálta, hogy hova érdemes elhelyezni az egyes mezőgazdasági termékek termelését az egyetlen piacot alkotó város körül. A termelési zónák elhelyezkedését és sorrendjét a termékek bruttó jövedelmezősége (a termékegység árának és termelési költségének különbsége) és a szállítási költségek (a távolság) függvényében határozta meg. Elméletében a földrajzi munkamegosztás rendje olyan, amelyben a különböző specializáltságú övezetek koncentrikus köröket alkotnak a piacközpont körül. Az övezetek meghatározói: a termékek árában realizált jövedelem, a termékek szállítási igényessége, a kettő kombinációja. Thümen elsőként ismerte fel a társadalmi-gazdasági centrum és a periféria funkcionális kölcsönhatásait.

A telephelyelmélet 2. szakaszában az ipari telephelyelméletek a meghatározóak, és az 1900–1920 periódusra tehető. Fő képviselői Weber, Predöhl és Palander. Az ipari telephelyválasztás atyjaként tisztelt Alfred Weber a vállalatok optimális elhelyezkedésére vonatkozó elméleti kérdésekkel foglalkozott. Elmélete szerint a cél, hogy fix eladási ár mellett a vállalat olyan telephelyet válasszon, ahol a nyereséget maximálni tudja. Ezt csak ott tudja elérni, ahol a termelési és a szállítási költségek együttes összege a legkisebb. A modellezésére egy háromszöget használt, ahol minden csúcs egy termelési eszköz (energia, nyersanyag és fogyasztópiac). A vállalatnak a számára legfontosabb termelési eszköz közelébe kell települnie.

A 30-as és 40-es években egy új irányzat került előtérbe, amely a térelmélet fejlődését is előrevitte. Lösch felismerte, hogy a konkrét földrajzi tér mellett létezik egy gazdasági tér is, amely a piac és a gazdasági kapcsolatok összességének a térbeli vetülete. Elméletébe két dinamikus elemet kapcsolt be: az árak és a kereslet-kínálat ha-

tását a telephelyválasztásra. Egy tökéletes térbeli piaci verseny esetén a vállalat el-látási és piaci körzete addig terjed, amíg a szállítási költségek fel nem emésztik a vállalat jövedelmét. Ha azonban jövedelmező a tevékenység, újabb vállalatok kezdik el a termék gyártását, lefedve a földrajzi teret, mindaddig, míg a vállalat nyeresége teljes egészében el nem tűnik. Ez a folyamat 3 fázisban valósul meg: 1. fázis: a helyszíntre települ egy üzem, 2. fázis: ha ez a tevékenység jövedelmező, akkor újabb vállalkozók települnek; 3. fázis: a vállalkozások befedik a helyszínt; a „sűrűsödés” mindaddig tart, amíg a profit el nem tűnik. A vállalatok piacörzetei eleinte körök, melyek az új vállalatok megjelenésére sokszögűvé válnak, sokféle termék esetén pedig kialakul a térbeli háló (a többféle termék piacörzeteinek összessége).

Az 50–70-es években megjelent főbb elméletek a termelés, fogyasztás, infrastruktúra matematikai modelljeinek optimalizására törekedtek. A korszak vezéregyénisége, Walter Isard már nemcsak az egyes tényezők egyoldalú vizsgálatára törekedett, hanem az összes tényező optimalizálását szerette volna elérni. Kísérletet tett a korábbi elméletek felhasználásával egy átfogó, mindegyik ágazatra érvényes telephelyelmélet kidolgozására. Felismerte elsősorban azt, hogy (1) a telepítési tényezők köre nem állandó, hanem folytonos mozgásban vannak, ezért bevezette a tényezők helyettesíthetőségének elvét (pl. a munkaerő bizonyos mértékig helyettesíthető a tőkével) és hogy (2) a termelési tényezők árai döntő módon befolyásolják a termelés nagyságát, illetve (3) az eltérő termékvolumenekhez más-más optimális telephely tartozhat.

A gazdasági életben megjelent új innovációk, a mikroelektronikai és informatikai forradalom átrendezi nemcsak a gazdaság, hanem az élet minden területét. Az 1970-es évek után megjelent telephely-választási elméletek szakítanak a statikus vizsgálatokkal, és a nem-gazdasági motivációk, a nem mérhető tényezők és a gazdasági externáliák figyelembevételét helyezi előtérbe. A nem számszerűsíthető tényezők, mint a környezet állapota, a magasan képzett munkaerő, a települések szolgáltatásai, a K+F intézmények jelenléte, szerepet kapnak a telephelyválasztásban.

Napjainkban a transznacionális vállalatok telephelyválasztásban szerepet játszó tényezők olyan tulajdonságok, melyek meghatározzák egyes régiók vonzerejét is. Ugyanis a vállalatok sikeressége, versenyképessége főleg az átmeneti időszakban a külföldi működőtökéhez és a vállalatok méretéhez kötődik. A telephelyválasztást az utóbbi évtizedekben több szempont is befolyásolta. Ezeket a szempontokat elsősorban mikro- és makroszintű okok befolyásolják, amelyek lehetnek számszerűsíthető és nehezen vagy egyáltalán nem számszerűsíthető tényezők (az utóbbi tényezők a 90-es években kezdtek fontos szerepet betölteni). Ma már sok szakértő egyetért abban, hogy a külföldi közvetlen beruházások elsősorban a makroszintű okokra vezethetők vissza, de nem elhanyagolhatóak, főleg a fejlett és fejlődő országok kapcsolata esetében, a makroszintű okok sem. A telephelyválasztás makroszintű okai arra a kérdésre adhatnak választ, hogy a külföldi vállalatok milyen tényezőket vesz-

nek figyelembe akkor, amikor egy régiót vagy országot kiválasztanak, a makroszintű okok pedig azt vizsgálják, hogy a vállalatok stratégiájában milyen tényezők játszanak szerepet akkor, amikor egy telephely kiválasztására hoznak konkrét döntést.

A transznacionális vállalatok telephely-választási döntéseik meghozatalakor alapvető szempontként kezelik a fogadó ország piacméretét, a fogyasztói réteg nagyságát, a fogadó ország gazdasági és jogi stabilitását, az egyes államok gazdasági és támogatási törekvéseit (pl. beruházásösztönző politikák), a beruházás és vagyónvédelem jelenlétét, az illető ország gazdasági stabilitását (ezen belül nagy hangsúlyt fektetnek a gazdasági növekedésre), az ország finanszírozási jellegzetességeit, az adórendszert, a devizaárfolyam és a termelési költségek alakulását. Ezek jelentik a vállalat telephely-választásának legfontosabb makroszintű tényezőit, a mikroszintű tényezők esetén pedig a következő szempontok vannak: a befogadó ország nyersanyag- és energia-hordozóra építő transznacionális vállalatok esetében a természetföldrajzi környezet, a mesterséges környezet fejlettsége (infrastruktúra, energiaellátás, kanalizálás, úthálózat, kikötő stb.), az elérhetőség (korábban a telekommunikációs hálózat kiépítettsége, ma inkább az autópályáktól való távolság), a helyi adók fejlettsége és az esetleges támogatások az önkormányzatoktól (helyi adókedvezmények), az illető régió munkaerejének mennyisége, minősége és elérhetősége, a szakszervezetek nagysága és befolyása, a felvevő és beszerzési piacoktól való távolság, a térségben megtalálható már letelepedett vállalatok, a telephely gazdaságpolitikai környezete (különböző állami decentralizált intézmények reagálási gyorsasága, bürokrácia mértéke), a régióban levő K+F tevékenységek, a kutatások típusa.

A romániai szakirodalom többsége a következő négy szempontot tartja számon a transznacionális vállalatok telephely-választási döntéseinek meghatározó tényezőiként: a belső piac nagyságát, a devizaárfolyam alakulását, a munkaerő költségét és a gazdasági integrálódást.

A belső piac nagyságát elsősorban a gazdasági növekedés, a gazdaság fejlettségi szintje, a meglévő konkurencia és az egy főre eső GDP nagysága határozza meg. A gazdasági növekedés és a piac nagysága pozitívan befolyásolja a nemzetközi tőkeáramlást.

A devizaárfolyam alakulásának vizsgálata a transznacionális vállalatok számára két szempontból is fontos lehet. Az egyik az árfolyamváltozás dinamikájának iránya, a másik az árfolyamváltozás volatilitása. Froot és Stein (1991) szerint egy „nem tökéletes tőkepiac” feltétele mellett a fogadó ország devizájának gyengülése elősegíti a nemzetközi működőtőke-áramlást. Ezt látszik igazolni az általuk végzett regressziós modell is, amely szerint az USA-ban a deviza gyengülésével párhuzamosan megnőtt az FDI mértéke is.

A munkaerő költségének nagysága inkább a nagy munkaerőt igénylő szektorok transznacionális vállalatai számára fontosak. Woodward és Role 1993-as munkájában szoros indirekt kapcsolatot bizonyított a 80-as évek végi Karib régió munkaerő-

költségének növekedése és a telephelyválasztás között. Ugyanezt a kapcsolatot bizonyította Frey és Shneider az 1985-ben megjelent *Economic and political determinants of foreign investment* című munkájában (Lutan 2006).

A gazdaságpolitikai integrálódás a transznacionális vállalatok számára a méretgazdaságból, a nagyobb és biztonságosabb piac által nyújtott lehetőségekből és a termelés ésszerűbb szervezéséből adódó költségek csökkentéséből származó előnyökkel járhat. A nemzetközi termelésről szóló Dunning (1988) elmélet szerint a gazdasági integrálódás dinamikus hatásai az integrálódott régióban tevékenykedő multinacionális vállalatok számára kompetitív előnyökkel járnak annak következtében, hogy a piac mérete megnő, megteremtődik a méretgazdaság lehetősége és megsokszorozódnak az innovatív tevékenységek. Ezekből a hatásokból számos tulajdonspecifikus (O) előny származik az integrált gazdasági területen működő transznacionális vállalatok számára, amelyek elnyerik így az új telephely-választási (L) lehetőségeket is, szemben az integrált gazdasági területeken kívül működő vállalatokkal.

Lutan (2006) kutatásában a fent említett négy fő tényező hatását vizsgálja Románia esetében a 2000–2005 közötti időszakra egy ökonometriai modell segítségével:

$$\text{LnFDI}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{LnGDP}_i + \beta_2 \text{LnCL}_i + \beta_3 \text{LnDa}_i + \beta_4 I_i,$$

ahol: FDI – külföldi vonzott működő tőke; GDP – bruttó hazai termék; CL – bruttó átlag bér; Da – ROL/USD devizaárfolyam; I – integrációs együttható.

A regressziószámítás eredménye igazolja a korábbi elméleti eszmefuttatást. A 2000–2005 közötti időszakban Romániában a külföldi tőke döntéseket legjobban a GDP növekedése befolyásolta (pozitív értelemben), negatív értelemben pedig a munkaerőköltségek növekedése, melyet a nemzeti valuta erősödése követett. A Lutan-féle modellezés eredménye az integrációnak valószínűleg azért nem tulajdonít nagy jelentőséget, mert a modellben nehéz volt számszerűsíteni, éppen ezért az eredmények torzíthatnak. Valószínű azonban, hogy az integrációnak ennél jóval nagyobb a jelentősége, hiszen az EU-bővítést követő években a külföldi beruházások megnövekedtek, 2007-ben több mint 7 milliárd eurónak megfelelő külföldi tőke áramlott az országba. Ez több mint 2 milliárddal nagyobb, mint a 2005-ben beáramlott nemzetközi tőke.

Az FDI-növekedés adataira korrelációs együtthatót számolva két következtetést tudtam levonni. Az egyik megerősíti az előbbi eredményeket, vagyis az FDI-növekedés és a GDP-növekedés közötti korrelációs együttható +0,6, ami egy viszonylag erős együttmozgást jelent, a második pedig, hogy az FDI és nemzeti valuta erősödése között fordított erős kapcsolat van (korrelációs együtthatójuk -0,6). A munkaerő költsége és az FDI között semmilyen erős kapcsolatot nem találtam, az együttható 0-hoz közelít.

A szomszédos Magyarországon más szempontok voltak fontosabbak, mint amit a fejlett infrastruktúra (elsősorban az elérhetőséget biztosítva), a képzett és olcsó

munkaerő, valamint a nyugat-európai és a nagyvárosi (elsősorban a budapesti) piacok közelsége jelentett. A helyi önkormányzatok mozgástere ugyan elég szűk volt, mégis akadtak sikeres helyi gazdaságpolitikát megvalósító városok, amelyek nagyobb mértékben voltak képesek külső forrásokat (külföldi és hazai, állami és magántőkéket) bevonni fejlesztésükbe (Barta 2005).

Kulcsszavak: FDI, közvetlen külföldi befektetések, tőkeáramlás, telephelyelmélet, külföldi tőke, telephely-választási elméletek

Irodalomjegyzék

Ács Judit 2005. *A globalizáció, az európai integráció hatásai és a régió perspektívái*. Kutatási Fórum, Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Kar Doktori Iskola

Barta Györgyi 2005. A szolidaritás vagy hatékonyság dilemmája a területfejlesztési politikában a rendszerváltástól az európai uniós csatlakozásig. *Polgári Szemle* 2005. március 1. évf., 2. szám

Bartók István 2001. *Vállalkormányzás*, Ph.D-értekezés, Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, Budapest

Bonciu Florin 1997. *Atragerea și Monitorizarea Investițiilor Străine Directe*. Editura Științifică, București

Bonciu Florin 2003. *Investiții Străine Directe*, Editura Lex, București

Denuta, Ioan 1998. *Investițiile străine directe în țările de est și central europene*. Editura Economica

Drăgan Gabriela, Zaharia Rodica Milena 2000. *Relații economice internaționale: politici comerciale și tranzacții internaționale*. București, Editura A.S.E.

Dunning John H. 1998. *Explaining international production*. Unwin Hyman, London

Dunning John H. 1993. *Multinational enterprises and the global economy*. Addison-Wesley Publishing Company, Suffolk

Erdey László 2004. A működőtőke-áramlás a telephelyválasztás elméletének tükrében. *Közgazdasági Szemle* LI. évf., 2004. május, 472–494.

Hódi Bernadett 2004. A telephelyválasztás motivációs tényezői a gödöllői transznacionális vállalatoknál, *e-tudomány* 2004/2. szám, 1–31.

Hunya Gabor 2004. *FDI in South-East Europe in 2003-2004*. WIIW, Viena

Hyer, S. H. 1976. *The International Operations of National Firms: a Study of Direct Foreign Investment*. Cambridge, MA: MIT Press, 1960, published 1976

Iacovoiu, Viorela; Angelescu 2007. *Investițiile străine directe în România*, A.S.E.

Karhuzs Péter 2003. *A telephelyválasztás elméleti keretrendszere*. <http://www.sze.hu/~grosza/telephelyvalasztas.pdf>

Lutan, Iustina – Duhaneanu, Marcel (cond. št.) 2006. *Investițiile străine directe de capital în contextul aderării României la Uniunea Europeană*, Teza de doctorat, A.S.E.

Medrega, Claudia 2008. Ziarul Financiar, Industria, serviciile financiare si comerțul au atras 80% din investițiile străine

Szanyi Miklós 1997. Elmélet és gyakorlat a nemzetközi működőtőke-áramlás vizsgálatában. *Közgazdasági Szemle* XLIV. évf., 1997. június, 488–508.

Oliver E. Williamson 2007. A tranzakciós költségek gazdaságtana: a szerződéses kapcsolatok irányítása. *Kormányzás, Közpénzügyek, Szabályozás*, II. évfolyam (2007.) 2. szám 235–255.

Suciu, Ecaterina Mariana – Romanu, Ion (cond. st.). 2007. *Investițiile străine - un factor principal în relansarea economică a firmei*, A.S.E.

Szanyi Miklós. *A nemzetközi tőke, az aktuális mumus természetrajza*. <http://beszelo.c3.hu/97/12/szanyi.htm>

Office for Official Publications of the European Communities, 2008, Eurostat Pocket-books: Key Figures on Europe 2007/08 edition

Institutul Național De Statistică, Anuarul Statistic al României 2008, Capitolul 12: Investiții și imobilizări corporale

United Nations Conference on Trade and Development, International Investment Agreements: Key Issues, Volume I, United Nations, New York and Geneva, 2004

United Nations Conference On Trade And Development. World Investment Report 2006: FDI from Developing and Transition Economies: Implications For Development, New York and Geneva, 2006

Evoluția Comerțului Exterior al României în perioada 1991-2004

Departamentul de Comerț Exterior din cadrul Ministerului Economiei și Comerțului, București, 2004 (www.dce.gov.ro)

OECD Investment Policy Reviews Romania, OECD, Paris, 2005

Rezultatele cercetării statistice pentru determinarea investițiilor străine directe în România 2003, 2004, 2005, Banca Națională a României, BNR, București, 2004, 2005 și 2006

Secțiune Statistică a Raportului Anual 2003 al Băncii Naționale a României, BNR, București, 2004

Secțiune Statistică a Raportului Anual 2003 al Băncii Naționale a României, BNR, București, 2004

Soluții Imediate De Creștere A Investițiilor Străine Directe în România, Raport elaborat de Consiliul Investitorilor Străini, Aprilie 2006, București, România

A kis- és középvállalatok szerepe a magyar, a román és a szlovák gazdaságban

NÉMETHNÉ GÁL ANDREA

1. Bevezetés

A rendszerváltás után a közép-kelet-európai országokban a kis- és középvállalkozások (továbbiakban KKV-k) gazdasági jelentősége folyamatosan nőtt. Ennek megfelelően a szektor megerősítése, fejlődésének támogatása a gazdaságpolitika egyik fontos célkitűzése lett minden országban, de ez a célkitűzés az Európai Unióhoz való csatlakozással vált igazán hangsúlyossá. A helyes gazdaságpolitikai irányok meghatározásához szükség van a vállalkozások helyzetét feltáró, megbízható adatokra és elemzésekre.

A kis- és középvállalkozásokra koncentráló vállalkozás-statisztikai megfigyelések rendszere most van kialakulóban, aminek három fő iránya: a vállalkozói gondolkodás és készség, a vállalkozói aktivitás és a vállalkozást befolyásoló környezet vizsgálata (Román 2007. 68).

A tanulmány a *vállalkozói aktivitás* bemutatását állítja középpontba. Elsődleges célja a magyar, a román és a szlovák kis- és középvállalkozások gazdasági súlyának összehasonlítása a vállalkozások számára és teljesítményére vonatkozó legfontosabb mutatók időbeli alakulásának elemzésével. A rendelkezésre álló adatok¹ alapján bemutatásra kerülnek azok az azonosságok és különbségek, amelyek a három ország KKV-szektorának gazdasági szerepvállalását jellemzik a foglalkoztatás, a nettó árbevétel, a bruttó hozzáadott érték és az export vonatkozásában.

Az adatok összehasonlítása előtt fontos beszélni egyrészt a nemzetközi adatok összehasonlíthatóságáról, másrészt pedig arról, hogy milyen makrogazdasági környezet veszi körül a szektor vállalkozásait az egyes országokban. Így másodlagos célként megjelenik a *vállalkozást befolyásoló környezet* említett elemeinek összehasonlító vizsgálata is.

2. A kis- és középvállalkozások fogalma és környezete

2.1. Jogharmonizáció a kis- és középvállalkozások definiálása terén

A kis- és középvállalkozások körének törvény általi meghatározása több kritérium alapján történik. Ezek közül a foglalkoztatottak létszáma az elsődleges, a statisztikák többsége csak ezt veszi figyelembe a vállalkozások méret szerinti besorolásakor. Ennek egyik oka, hogy az egyéb kritériumok (a nettó árbevétel és a mérlegfőösszeg

¹ Az adatok forrása:

Magyarország: Központi Statisztikai Hivatal (KSH), Gazdasági és Közlekedési Minisztérium (GKM): Kis- és középvállalkozások helyzete. Éves jelentések 2003–2004 és 2005–2006.

Románia: National Institute of Statistics (INS), National Agency for SMEs and Cooperatives (NASMEC)

Szlovákia: Statistical Office of the Slovak Republic (SUSR), National Agency for Development of SMEs (NADSME).

maximuma, függetlenségi kritériumok) az évek során változtak, ami megnehezíti az időbeli összehasonlítást. A másik ok, hogy a nemzetközi statisztikák is csak a létszámot használják csoportképző ismérvként, vagyis a térbeli összehasonlítás is csak így lehetséges.

A KKV-k definiálására vonatkozó magyar, román és szlovák jogalkotás alkalmazkodott az Európai Unió gyakorlatához azzal, hogy az Európai Bizottságnak a foglalkoztatottak számára vonatkozó, 1996-ban megfogalmazott ajánlását² 1999-ben jogszabályi szintre emelte.³ Az éves nettó árbevételre és a mérlegfőösszegre vonatkozó kritériumokat ekkor még országonként eltérően határozták meg. Az egységesítésre 2004-ben került sor, amikor az Európai Bizottság 2003-as ajánlásának⁴ megfelelő összeghatárokat építette be mindhárom ország a saját jogszabályaiba.⁵ A jelenleg hatályban lévő egységes KKV-definíció említett elemei az 1. táblázatban láthatók. A definíció további eleme, hogy a KKV-szektorba tartozó vállalkozásokban az állam és az önkormányzat részesedése külön-külön és együttesen sem haladhatja meg a 25%-ot. Emellett az ajánlás részletesen kitér arra is, hogy mikor tekinthető egy vállalkozás más vállalkozásoktól függetlennek, partnervállalkozásnak és kapcsolódó vállalkozásnak.

1. táblázat. A kis- és középvállalkozások meghatározása

Méret	Foglalkoztatottak száma (fő)	Éves nettó árbevétel maximuma	Mérlegfőösszeg maximuma
Mikro	0–9	2 millió EUR	2 millió EUR
Kis	10–49	10 millió EUR	10 millió EUR
Közép	50–249	50 millió EUR	43 millió EUR

A fentiekből következik, hogy a tanulmányban vizsgált országok KKV-szektoraira vonatkozó idősorok összehasonlítása az 1999-es év adataitól kezdve lehetséges, mivel ekkor már a foglalkoztatottak száma szerint egységes definíciót alkalmazott a három ország. A további kritériumok ugyan 2004-ig még eltérőek voltak, de ezek csak a pályázatok elbírálásánál, támogatások odaítélésénél játszottak szerepet, a vállalkozások statisztikai célú besorolásánál nem, így ez az összehasonlítást nem zavarja.

2.2. Makrogazdasági környezet

A kis- és középvállalkozások gazdasági szerepének, súlyának elemzése előtt fontos megvizsgálni azt a makrogazdasági környezetet, amely „körülveszi” a sektort az egyes országokban, mert a vállalkozások teljesítményének megítélése nem függetleníthető attól a közegtől, amelyben működnek. A makrogazdasági környezet szá-

² Commission Recommendation 96/280/EC.

³ Magyarország: 1999. évi XCV. tv., Románia: Law.No.133/1999., Szlovákia: Act No.231/1999.

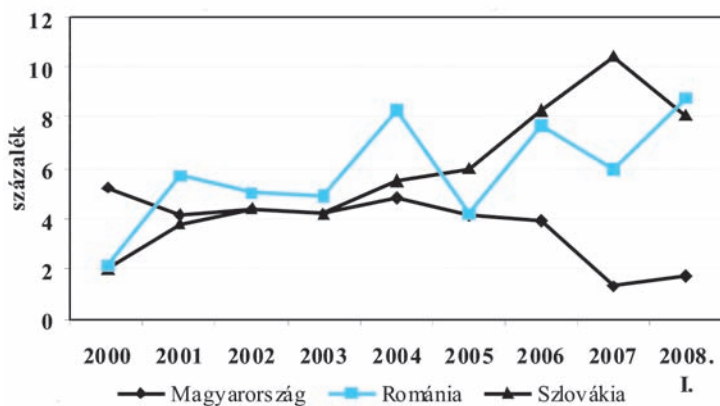
⁴ Commission Recommendation 2003/361/EC.

⁵ Magyarország: 2004. évi XXXIV. tv., Románia: Law.No.346/2004. Szlovákia: Act No.172/2005.

mos összetevőjét lehetne itt figyelembe venni, de a tanulmány három olyan alapvető mutató országok közötti összehasonlítására koncentrál, amelyek jól jellemzik a gazdaság általános állapotát: gazdasági növekedés, infláció és munkanélküliség.

A *gazdasági növekedés* mérése a bruttó hazai termék (GDP) reálértékének évenkénti százalékos változásával történik (1. ábra).

A bruttó hazai termék növekedési üteme mindhárom országban kisebb-nagyobb ingadozásokat mutat, de Szlovákia és Románia esetében alapvetően növekvő, míg Magyarország esetében alapvetően csökkenő tendencia figyelhető meg. 2001 és 2005 között nem tapasztalható jelentős eltérés a három ország adatai között, a GDP növekedési üteme évi 4–6% között mozgott (kivéve 2004-ben Románia kiugróan magas, 8,3%-os növekedését). 2006-tól kezdve azonban a szlovák és a román gazdaság dinamikája lényegesen meghaladta a magyarét, sőt az egész Európai Unióban kiemelkedően magas szintet ért el: csak két új tagállam, Lettország és Észtország gazdasági növekedése volt a szlovák és a román növekedésnél némileg intenzívebb (Belyó et al. 2007. 1).



Forrás: KSH, INS, SUSR adatai alapján saját szerkesztés

1. ábra. A bruttó hazai termék reálértékének változása (2000. évi összehasonlító árakon, előző év = 100%)

Természetesen az sem mellékes, hogy milyen szintű az a gazdasági teljesítmény, amit – a bemutatott növekedés eredményeként – az egyes országok elértek. E tekintetben a nemzetközi összehasonlításokhoz használt legfontosabb mutató az *egy főre jutó GDP*, melynek 2007-re vonatkozó adatait a 2. táblázat tartalmazza.

2. táblázat. Az egy főre jutó GDP összehasonlítása 2007-ben

Ország	Egy főre jutó GDP	
	folyó áron	vásárlóerő-paritáson*
	ezer EUR/fő	
Magyarország	10,04	15,98
Románia	5,63	10,00
Szlovákia	10,12	17,00
Magyarország/Románia	1,78	1,60
Magyarország/Szlovákia	0,99	0,94

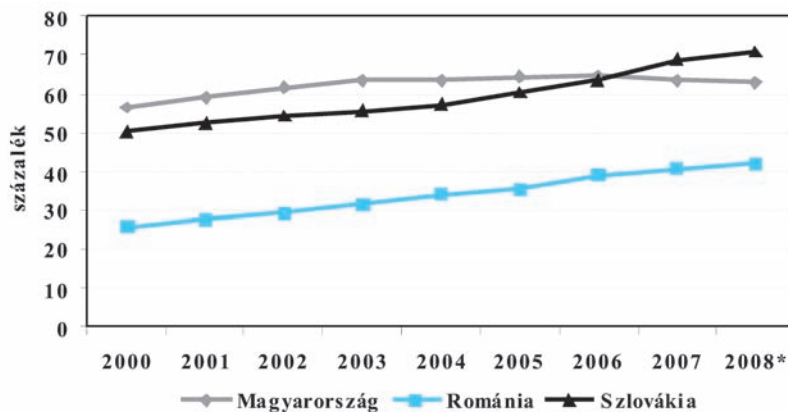
*Kiszűrve az egyes országok árszínvonalbeli különbözőségének hatását.

Forrás: Eurostat adatai alapján saját számítás

Nemzetközi összehasonlítás céljára a vásárlóerő-paritáson⁶ mért adatok az alkalmasabbak, mert ezek nem tartalmazzák az országok eltérő árszínvonalának hatását. Látható, hogy 2007-ben Szlovákia mutatója volt a legmagasabb, ettől kissé elmaradt (6%-kal) a magyar adat, amely azonban 60%-kal magasabb volt, mint Románia egy főre jutó GDP-je. Tehát a szlovák és a magyar gazdaság teljesítményének színvonala megközelítőleg azonos, bár a növekedési ütemeket figyelembe véve valószínűsíthető, hogy a következő néhány évben Szlovákia az eddiginél jelentősebb előnyre fog szert tenni Magyarországhoz képest a gazdasági versenyben. Románia teljesítménye egyelőre jelentősen elmarad a másik két országtól, de a legfrissebb növekedési adatok arra engednek következtetni, hogy a lemaradás mértéke gyorsan fog csökkenni a következő években.

Ezt támasztja alá a 2. ábra is, ahol az egyes országok vásárlóerő-paritáson számított egy főre jutó GDP-jének az Európai Unió (27 tagország) átlagához viszonyított értékei láthatók. Az adatok tanúsága szerint mindhárom ország gazdasági teljesítménye elmarad az Európai Unió átlagától, de míg Szlovákia és Románia a teljes vizsgált időszakban egyre közelebb került ehhez az átlaghoz, addig Magyarország 2006 után távolodott tőle. Az Eurostat előrejelzése szerint 2008-ban a szlovák mutató meghaladhatja a 70%-ot, tovább növelve ezzel a Magyarországhoz képesti előnyét. Bár a román egy főre jutó GDP még mindig csak az uniós átlag 40%-a körül mozog, a nyolc évvel korábbi mintegy 26%-os értékhez viszonyítva ez mégisnagymértékű fejlődésre utal.

⁶ PPP (Purchasing Power Parity): Azt mutatja, hogy meghatározott termékkörre (itt a GDP-re) nézve egy ország pénzének hány egysége rendelkezik ugyanakkora vásárlóerővel, mint a referenciavaluta egysége. Az Eurostat által bevezetett referenciavaluta a PPS (Purchasing Power Standard), amelynek definíciója: 1 PPS vásárlóereje azonos 1 euróval az Európai Unió egészének szintjén (Oblath 2005).



* előrejelzés

Forrás: Eurostat adatai alapján saját szerkesztés

2. ábra. Az egy főre jutó GDP vásárlóerő-paritáson számított értékei az Európai Unió átlagához képest (EU-27 = 100%)

A fentiek alapján elmondható, hogy az elmúlt közel egy évtizedben a szlovák és a román kis- és középvállalkozások egy-egy dinamikus fejlődő gazdaság részesei lehettek, ugyanakkor ez a fejlődés nem kis mértékben éppen a KKV-k teljesítményének köszönhető (ennek igazolása a tanulmány további részében található). A magyar kis- és középvállalkozások ugyan nem érzékelhették ezt a fajta dinamikát, de Magyarország 2005-ig nem volt lényeges lemaradásban a két szomszédos országhoz képest sem a gazdasági növekedés, sem a teljesítmény terén. (Ezt fontos hangsúlyozni a KKV-szektor teljesítményének későbbi értékelése szempontjából.)

Mindhárom ország gazdaságában jelen vannak olyan egyensúlytalansági tényezők, amelyek veszélyeztethetik az eddig elért eredményeket, ezért a nemzeti gazdaságpolitikák kialakításakor ezekre kiemelt figyelmet kell fordítani. Ilyen tényezők lehetnek többek között a külkereskedelmi mérleghiány, a külső eladósodás, a magas költségvetési deficit vagy az infláció és a munkanélküliség emelkedése. Ezek közül az infláció és a munkanélküliség alakulása van legközvetlenebb hatással a kis- és középvállalkozások tevékenységére, ezért a tanulmány ezekre koncentrálna.

Az *infláció* mértéke közvetlen és gyorsan érzékelhető hatással van a belföldi fizetőképes kereslet alakulására, és ezen keresztül – az elsősorban belső piacra termelő – kis- és középvállalkozások piaci lehetőségeire és végső soron jövedelemtermelő képességére. A *munkanélküliség* alakulása több szempontból is nagy hatással van a KKV-szektor vállalkozásaira. Egyrészt a magas munkanélküliség növelheti az ún. kényszervállalkozások számát, ez azonban sokkal inkább jelent mennyiségi, mint minőségi növekedést a szektor számára. Másrészt a kis- és középvállalkozásoknak hagyományosan nagy szerep jutott és jut a munkanélküliség elleni küzdelemben, mert a rend-

szerváltó országokban csak ez a szektor volt képes növelni foglalkoztatottainak létszámát, mérsékelve ezzel a strukturális átalakulásból és a nagyvállalati elbocsátásokból adódó kedvezőtlen munkaerő-piaci tendenciákat (Ubrezióvá et al. 2008. 360).

Az infláció mérésére általánosan használt mutató az *inflációs ráta* (*fogyasztói árindex*), a munkanélküliség esetében pedig a *munkanélküliségi ráta* (regisztrált munkanélküliek/gazdaságilag aktív népesség). A három vizsgált ország adatainak összehasonlítását a 3. táblázat tartalmazza.

3. táblázat. Az infláció és a munkanélküliség alakulásának összehasonlítása

Év	Inflációs ráta (%)			Munkanélküliségi ráta (%)		
	Magyarország	Románia	Szlovákia	Magyarország	Románia	Szlovákia
2000	9,8	40,7	12,0	6,4	10,5	18,6
2001	9,2	30,3	7,3	5,7	8,8	19,2
2002	5,3	17,8	3,3	5,8	8,1	18,5
2003	4,7	14,1	8,5	5,9	7,2	17,4
2004	6,8	9,3	7,5	6,1	6,2	18,1
2005	3,6	8,6	2,7	7,2	5,9	16,2
2006	3,9	4,9	4,5	7,5	5,2	13,3
2007	8,0	6,6	2,5	7,4	4,1	11,0
2008. I.	6,7	3,3	4,4	7,8	3,8	8,3

Forrás: KSH, INS, SUSR

2000-ben Magyarország mutatói voltak a legkedvezőbbek mind az infláció, mind a munkanélküliség tekintetében, Romániában a kiugróan nagymértékű infláció, Szlovákiában pedig a munkanélküliek igen nagy aránya jelentett súlyos problémát. Az adatok időbeli alakulását vizsgálva megállapítható, hogy a legjelentősebb javulást a román gazdaság érte el az infláció leszorításával, amelynek szintje 2008. I. félévében – a három országot tekintve – a legalacsonyabb volt. Kisebb-nagyobb ingadozások mellett a magyar és a szlovák infláció mértéke is csökkent a vizsgált időszakban, de míg Magyarországon 2007-ben újra „megugrott” a mutató, addig Szlovákia tudta tartani a viszonylag alacsony szintet. Szlovákia jó eredményt ért el a munkanélküliség elleni küzdelemben is: bár a három ország mutatója közül még mindig a szlovák munkanélküliségi ráta a legmagasabb, de nyolc év alatt több mint 10%-pontos csökkenést sikerült elérni. Folyamatos javulás figyelhető meg Romániában is, ahol 2008. I. félévében a három ország közül a legkisebb volt a munkanélküliek aránya. Ezzel szemben Magyarországon 2001 óta lassan, de folyamatosan nőtt a mutató értéke.

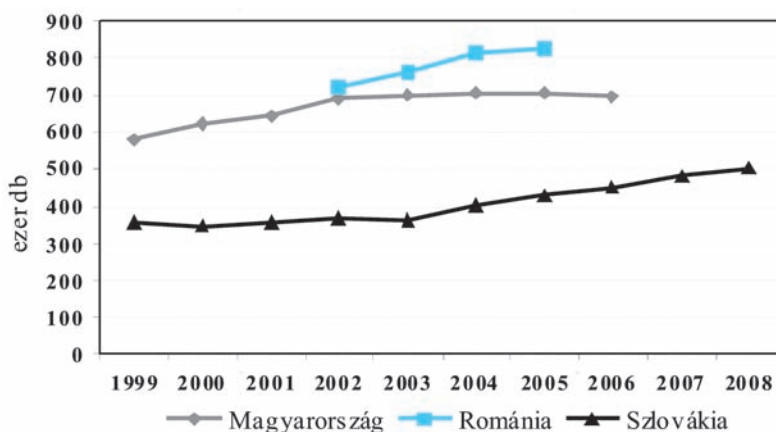
Így tehát Romániában és Szlovákiában kedvező, Magyarországon pedig kedvezőtlen tendenciák érvényesültek mind az infláció, mind a munkanélküliség alakulása terén. Mivel azonban az időszak elején a magyar gazdaság rendelkezett a legjobb mutatókkal, ezért a három ország inflációs és munkanélküliségi rátájának jelenlegi

szintje – és így ebből a szempontból a három gazdaság állapota – nagyon hasonlóan mondható.

3. A KKV-szektor gazdasági súlya

3.1. A működő kis- és középvállalkozások száma és összetétele

A gazdasági teljesítmény értékelése szempontjából a regisztrált vállalkozások közül célszerű csak a *működő vállalkozásokat*⁷ vizsgálni, ezért a tanulmányban található adatok csak erre a vállalati körre vonatkoznak (3. ábra).



Forrás: KSH, INS, SUSR adatai alapján saját szerkesztés

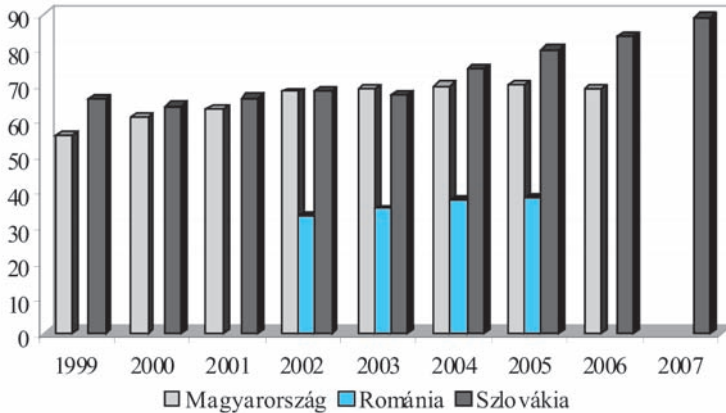
3. ábra. A működő kis- és középvállalkozások száma (ezer db)

A *működő kis- és középvállalkozások száma* mindhárom országban növekvő alap-tendenciát mutatott a vizsgált időszakban,⁸ bár némileg eltérő módon. Magyarországon 1999 és 2004 között történt jelentősebb emelkedés (580 ezerről 700 ezerre nőtt a KKV-k száma), az uniós csatlakozás óta viszont stagnál ez az érték. Ezzel szemben Szlovákiában éppen 2003-ig figyelhető meg stagnálás, és az ország uniós csatlakozása után élenkült meg a vállalkozási kedv: 2003 és 2008 között 350 ezerről 500 ezerre nőtt a KKV-szféra vállalkozásainak száma. Sajnos a román adatsor meglehetősen hiányos, de a növekvő tendencia itt is jól látható.

⁷ A magyar és a szlovák statisztikai módszertan – az európai uniós normákkal összhangban – egyformán határozza meg a működő vállalkozások körét: „A vállalkozás a tárgyévben rendelkezett árbevé-tellel vagy volt foglalkoztatottja” (Forrás: KSH és SUSR honlap). A Romániában alkalmazott definíció ettől némileg eltér: „A vizsgált időszakban a vállalkozás termékeket vagy szolgáltatásokat állított elő, költségei voltak és mérleget készített” (Forrás: Romanian Statistical Yearbook 2006. p. 570.). Ez a meghatározás lényegében ugyanúgy a gazdasági aktivitást mutató vállalkozásokat tekinti működőnek, mint az előző, így ez az eltérés az összehasonlítást nem zavarja. Fontos még megjegyezni, hogy a vállalkozá-sokra vonatkozó statisztikai adatszolgáltatás mindhárom országban a pénzügyi ágazatba tartozó vállalkozások kiszűrésével történik.

⁸ A 2.1. fejezetben leírt okok miatt az összehasonlítás 1999-től kezdődik, és a legfrissebb adatokig tart. Sajnos a rendelkezésre álló adatok köre országonként és témánként változó.

A vállalkozások számának országok közötti összehasonlítása kizárólag a 3. ábra adatai alapján nem célszerű, mert a három gazdaság mérete jelentősen különbözik egymástól. A *vállalkozássűrűség* mutató kiküszöböli a nagyságrendbeli különbségeket azzal, hogy ezer lakosra vetíti a vállalkozások számát, így téve összehasonlíthatóvá az adatokat (4. ábra).



Forrás: KSH, INS, SUSR adatai alapján saját szerkesztés

4. ábra. Vállalkozássűrűség (működő KKV-k száma / ezer lakos)

Látható, hogy a magyar és a szlovák vállalkozássűrűség nagyságrendileg azonosnak tekinthető, azonban a Szlovákiában megfigyelhető dinamikusabb növekedés miatt a legfrissebb adatok már lényegesen eltérnek: Magyarországon mintegy 70, Szlovákiában pedig közel 90 vállalkozás jut ezer lakosra. Ugyan a három ország közül Romániában van a legtöbb kis- és középvállalkozás, de a lakosság számához viszonyítva ez mégis a legkisebb: ezer főre vetítve nem éri el a 40-et. Az Eurostat adatai szerint az Európai Unióban átlagosan 40 kis- és középvállalkozás jutott ezer lakosra 2005-ben, vagyis a magyar és különösen a szlovák adatok jóval átlag feletti. Az adatok értékelésekor azonban nem szabad figyelmen kívül hagyni, hogy a mellékfoglalkozásként folytatott vállalkozások, a színlelt vállalkozók és a rejtett gazdaságba tartozó vállalkozások aránya Magyarországon meglehetősen magas (Román 2007. 73), Szlovákiában pedig a vállalkozások igen jelentős része egyéni vállalkozás (5. ábra).

A *vállalkozások összetételének* elemzésekor a legfontosabb csoportosítási szempont a *vállalkozás mérete*, ahol a besorolás a foglalkoztatottak száma⁹ alapján történik (4. táblázat).

A táblázatban igen szembetűnő a KKV-k 99,8–99,9%-os aránya mindhárom országban, ami önmagában is elegendő annak alátámasztására, hogy ennek a vállalati

⁹ A foglalkoztatottak közé tartoznak az alkalmazottak, az egyéni vállalkozók, a társas vállalkozások tagjaként foglalkoztatottak és a segítő családtagok. A nem főfoglalkozású egyéni vállalkozók és a társas vállalkozások nem főfoglalkozású tagjai 0,5-es súllyal kerülnek beszámításra (Kállay et al. 2005. 131).

körnek a kiemelkedően hangsúlyos gazdaságpolitikai kezelése mindenképpen indokolt. Emellett az is látható, hogy a mikrovállalkozások aránya nemcsak kimagaslóan a legnagyobb, hanem (a magyar és a szlovák adatokat tekintve) 1999 és 2005 között még nőtt is, elsősorban a középvállalkozások rovására.

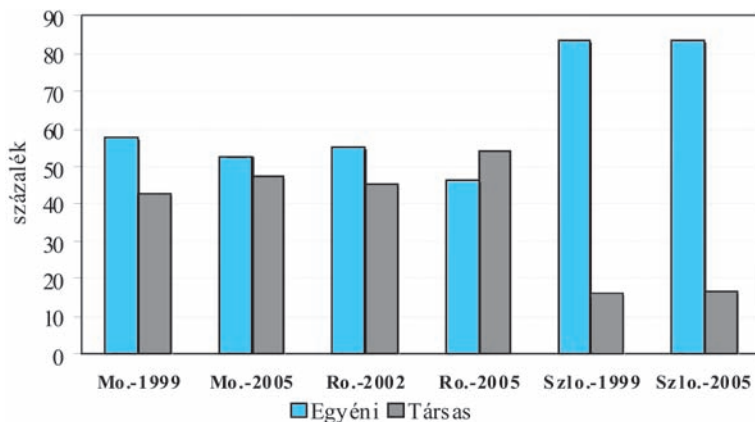
Területileg összehasonlítva az adatokat megállapítható, hogy Romániában a legkisebb a mikrovállalkozások aránya, Szlovákiában pedig a legnagyobb, a kis- és közepes méretű vállalkozások esetén pedig éppen fordított a helyzet. Magyarország ebből a szempontból a másik két ország között helyezkedik el, így az *átlagos vállalatméret*¹⁰ Magyarországon nagyobb (6 fő), mint Szlovákiában (5 fő), de kisebb, mint Romániában (9 fő) (az Európai Unió átlaga 7 fő volt 2005-ben (Flash Eurobarometer 196., 2007. 11).

4. táblázat. A működő vállalkozások vállalatméret szerinti megoszlása (%)

Méret	Magyarország		Románia		Szlovákia	
	1999	2005	1999	2005	1999	2005
Mikro	94,6	95,0	n.a.	93,8	96,2	96,7
Kis	4,3	4,2	n.a.	4,8	2,6	2,5
Közép	0,9	0,7	n.a.	1,1	1,0	0,7
KKV	99,8	99,9	n.a.	99,8	99,8	99,8
Nagy	0,2	0,1	n.a.	0,2	0,2	0,2
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Forrás: KSH, NASMEC, SUSR

A vállalkozások összetételét a *vállalkozási formák* két fő csoportja (egyéni-társas) szerint vizsgálva a következő arányokat kapjuk a három országban (5. ábra):



Forrás: KSH, INS, SUSR adatai alapján saját szerkesztés

5. ábra. A működő vállalkozások megoszlása vállalkozási formák szerint (%)

¹⁰ A foglalkoztatottak egy vállalkozásra jutó átlagos száma. Az adatok forrása: KSH, INS, SUSR 2005-re vonatkozó adatai alapján saját számítás.

Az 5. ábra az 1999-es (Románia esetén a rendelkezésre álló legkorábbi adat 2002-es) és a 2005-ös állapotot mutatja. A kezdeti időszakhoz képest mindhárom országban csökkent az egyéni vállalkozások és nőtt a társas vállalkozások aránya, azonban kizárólag Románia 2005-ös vállalati szerkezetében haladta meg a társas vállalkozások aránya az egyéni vállalkozásokét. Nagyon szembeűnő, hogy míg Magyarországon és Romániában 50-50% közelében mozog a két vállalatcsoport aránya, addig Szlovákiában kiugróan magas az egyéni vállalkozások súlya. Mivel a társas vállalkozások átlagosan több munkavállalót foglalkoztatnak, mint az egyénié, ezért ez az adatsor részben megmagyarázza az országok átlagos vállalatméret szerinti – korábban bemutatott – rangsorát.

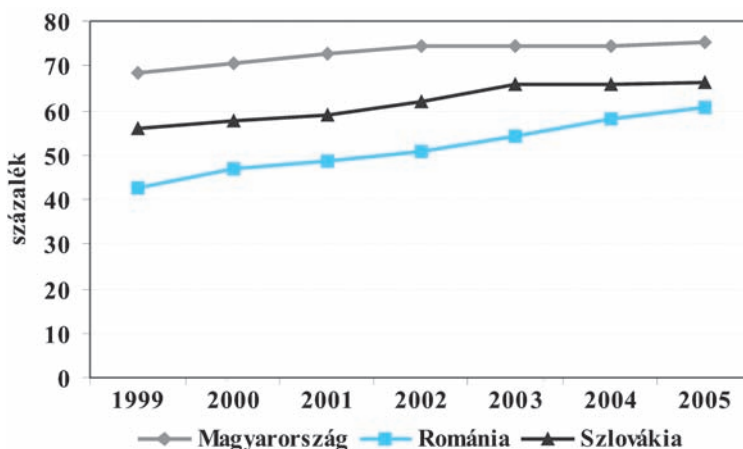
3.2. A kis- és középvállalkozások hozzájárulása az országok gazdasági teljesítményéhez

A *vállalkozói aktivitás* elemzésének egyik fontos összetevője a vállalatok teljesítmény- és versenyképességi jellemzőinek megfigyelése. A tanulmány az e témában leggyakrabban vizsgált négy mutató (foglalkoztatás, bruttó hozzáadott érték, nettó árbevétel, export) esetében hasonlítja össze a magyar, a román és a szlovák KKV-szektor nemzetgazdasági teljesítményhez való hozzájárulását.

3.2.1. Foglalkoztatás

A korábbiakban már említésre került, hogy a kis- és középvállalkozások minden országban jelentős szerepet töltenek be a foglalkoztatásban és így a munkanélküliség elleni küzdelemben. Az Európai Unió KKV-politikájának egyik központi eleme, hogy tovább kell javítani a kis- és középvállalkozások munkahelyteremtő képességét. Az Európai Bizottság közleménye szerint: „Míg az USA-ban a fennmaradó cégek átlagosan 60%-kal emelik meg foglalkoztatotti létszámukat működésük hetedik évére, addig Európában a fennmaradó cégek foglalkoztatásbővítése a 10–20%-os nagyságrendben mozog” (COM 2008. 394. 3). A Bizottság álláspontja szerint az európai KKV-knak ezt a viszonylag lassabb növekedését fokozni szükséges annak érdekében, hogy az Európai Unió sikeres lehessen a világgazdasági versenyben. A közelmúltban csatlakozott országoknak – közöttük a tanulmányban vizsgált három országnak – is fontos feladata, hogy hozzájáruljon ennek a célnak a megvalósításához. A téma fontosságára való tekintettel elsőként az összes foglalkoztatásból való részesedés¹¹ alapján történik a három ország KKV-szektorának összehasonlítása (6. ábra).

¹¹ Itt az „összes foglalkoztatott” a versenyszférában foglalkoztatottakat jelenti, a költségvetési szektor intézményeiben foglalkoztatottak nem szerepelnek az adatsorokban.



Forrás: GKM, INS, NADSME adatai alapján saját szerkesztés

6. ábra. A kis- és középvállalkozások részesedése a foglalkoztatásból (%)

Az adatok alátámasztják a fenti megállapítást: a foglalkoztatás nagyobb hányada mindhárom országban a kis- és középvállalkozásokhoz kapcsolódott, és ez az arány a vizsgált időszakban növekvő tendenciájú volt. Jól látszanak a vizsgált országok közötti különbségek is:

– A teljes időszakban a magyar KKV-szektor részesedett legnagyobb mértékben a foglalkoztatásból, míg a román a legkevesbé. Ennek egyik oka minden bizonnyal az, hogy Romániában nagyobb az átlagos vállalkozásméret, amiből arra lehet következtetni, hogy a foglalkoztatottak számának nagyvállalatokra történő koncentrációja nagyobb mértékű, mint Magyarországon.

– A szlovák kis- és középvállalkozások foglalkoztatásban betöltött szerepe is kisebb, mint a magyar KKV-ké. Ennek magyarázata valószínűleg az 5. ábrán látható jelentős eltérésben keresendő: Szlovákiában sokkal nagyobb a foglalkoztatási szempontból kisebb súlyú egyéni vállalkozások aránya, mint Magyarországon.

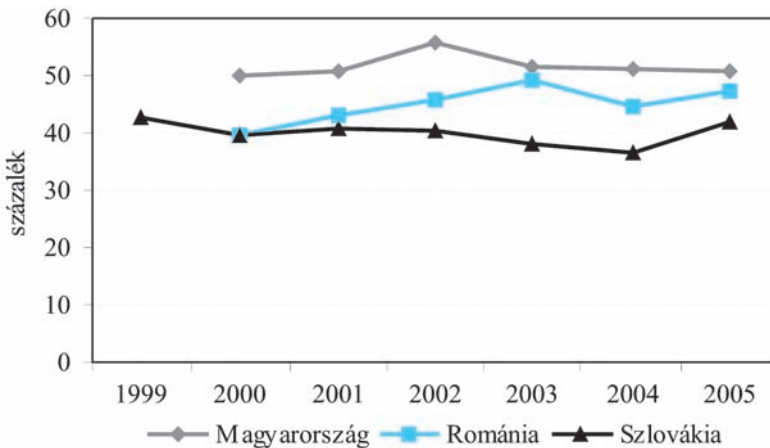
– Az egyes országok adatai között 1999-ben tapasztalható jelentős mértékű különbség folyamatosan csökkent a vizsgált időszakban. Ez abból adódott, hogy a legkisebb értékről „induló” román KKV-k foglalkoztatásból való részesedése közel 20%-ponttal nőtt, míg a szlovák arány 10, a magyar pedig 7%-ponttal emelkedett.

Mindezek következtében a kis- és középvállalkozások által foglalkoztatottak aránya mindhárom országban magas értéket ért el, a foglalkoztatottak 60–75%-a e vállalati körhöz kapcsolódik (az Európai Unió egészében ez az arány 67,1%-volt 2005-ben (Eurostat 2008, 1). Ennek az aránynak a további növekedése a magyar és a szlovák gazdaság esetén nem valószínű. Ezt támasztják alá a vizsgált két utolsó év adatai, amikor ebben a két országban már stagnálás volt tapasztalható. Romániában azonban a KKV-k foglalkoztatási súlyának további növekedése várható, mert – figyelembe

véve a viszonylag alacsony vállalkozássűrűséget – a kis- és középvállalkozások számának emelkedése valószínűsíthető a következő években.

3.2.2. Bruttó hozzáadott érték

A kis- és középvállalkozások bruttó hozzáadott értékből¹² való részesedésének megfigyelése (7. ábra) azért nagyon fontos, mert ebből következtetni lehet a szektornak a megtermelt GDP-ből való részesedésére, végső soron tehát arra, hogy a KKV-k mennyiben járulnak hozzá az ország gazdasági teljesítményéhez és növekedéséhez.



Forrás: GKM, INS, NADSME, SUSR adatai alapján saját szerkesztés

7. ábra. A kis- és középvállalkozások részesedése a bruttó hozzáadott értékből (%)

Az ábrán látható, hogy az egész vizsgált periódusban a magyar kis- és középvállalkozások járultak hozzá legnagyobb mértékben az ország GDP-jének előállításához, míg a szlovák KKV-k a legkevésbé. E két ország adatsorának időbeli alakulását figyelve lényegében stagnálás állapítható meg: Magyarországon 50% körüli, Szlovákiában pedig 40% körüli a szektor bruttó hozzáadott értékből való részesedése. Az összehasonlításban Románia középen helyezkedik el, és egyedül itt figyelhető meg növekvő tendencia: 2000-ról 2005-re mintegy 10%-ponttal nőtt a román KKV-k részesedése a bruttó hozzáadott érték előállításából, és ezzel majdnem elérték a magyar kis- és középvállalkozások szintjét.

A kis- és középvállalkozások teljesítményének értékelésekor figyelembe kell venni, hogy mindhárom vizsgált ország KKV-szektora az európai uniós átlagnál ki-

¹² A bruttó hozzáadott érték vállalati szinten az összes kibocsátás és a folyó termelő felhasználás különbsége. Ezek nemzetgazdasági szintű aggregálásával – a termékadók és ártámogatások egyenlegével való korrigálás után – számítható ki a GDP. Mivel erről az egyenlegről vállalatméret szerinti adatok nem állnak rendelkezésre, ezért a bruttó hozzáadott érték mutató alapján szokás közelíteni az egyes vállalati méretkategóriáknak a GDP előállításához való hozzájárulását (Kállay et al. 2007. 184).

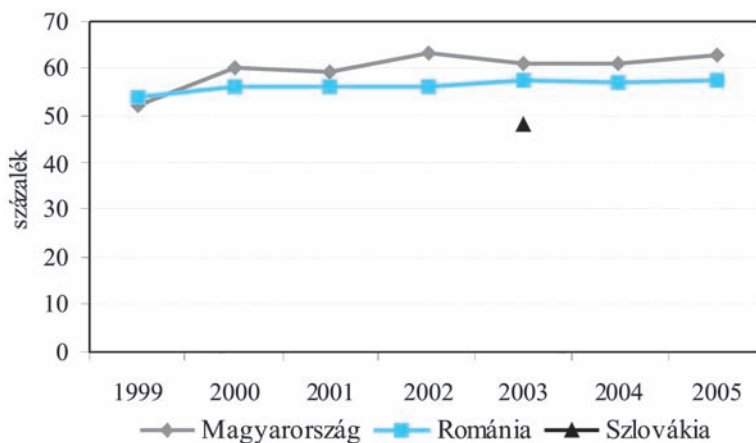
sebb mértékben járult hozzá a bruttó hozzáadott érték előállításához. Az Európai Unióban 2005-ben 57,6% volt ez az arány (Eurostat 2008, 1), vagyis a lemaradás ugyan egyértelmű, de egyik ország esetében sem tűnik behozhatatlannak.

3.2.3. Nettó árbevétel

A nettó árbevétel megfigyelésének jelentőségét az adja, hogy alakulásából következtetni lehet az egyes vállalkozások, vállalkozáscsoportok fejlődésére, növekedésére. A nettó árbevétel nagyságrendjére vonatkozó összehasonlítható adatok nem állnak rendelkezésre, ezért nincs lehetőség a három ország KKV-szektorának növekedését/zsugorodását ennek alapján bemutatni. Ezért – az eddig alkalmazott módszert követve – a kis- és középvállalkozások nettó árbevételből való részesedésének összehasonlítása látható a 8. ábrán.

Sajnos Szlovákiára nézve csak a 2003-as év adata áll rendelkezésre (ez a KKV-szektor mintegy 50%-os részesedését mutatja), ezért csak a másik két ország adatainak összehasonlítása lehetséges.

Az ábra alapján megállapítható, hogy a kis- és középvállalkozások nettó árbevételből való részesedése hasonlóan alakult Magyarországon és Romániában: nagyon enyhe növekvő tendencia figyelhető meg az adatsorokban. A részesedések mintegy 5%-pontos eltérést mutatnak: Magyarországon 60–62%, Romániában pedig 55–57% a KKV-k súlya a nettó árbevételben. Az Európai Unió egészében 2003-ban 58,1%- volt ez az arány (Eurostat 2006, 2), így tehát e mutató alapján a magyar és a román vállalkozások teljesítménye átlag körülinek mondható, míg a szlovák KKV-ké valamivel átlag alatti.



Forrás: GKM, INS, NADSME adatai alapján saját szerkesztés

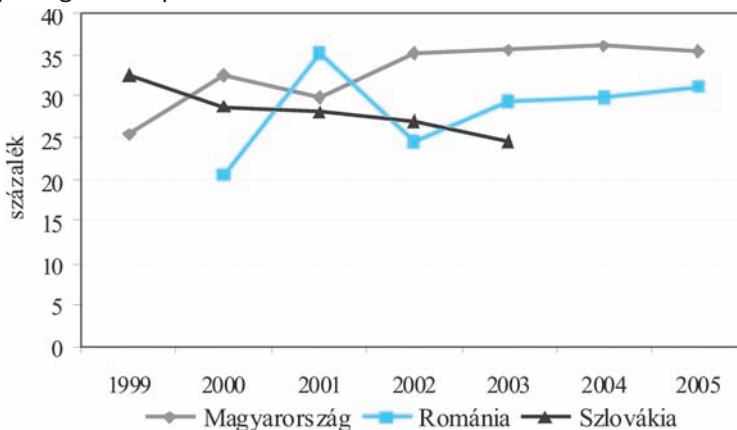
8. ábra. A kis- és középvállalkozások részesedése a nettó árbevételből (%)

3.2.4. Export

Az elemzett mutatók közül az exportértékesítés az, amelyből a legkisebb mértékben részesednek a kis- és középvállalkozások mindhárom országban (9. ábra). Ez nem túl kedvező a KKV-szektor teljesítményének, versenyképességének megítélésére nézve, de legalább két tényező mindenképpen árnyalja ezt a képet. Egyrészt a 9. ábra számai csak a közvetlen exportot veszik figyelembe, de a kis- és középvállalkozások – beszállítói kapcsolataik révén – hozzájárulnak a nagyvállalatok által exportált termékek egy részének előállításához is, tehát közvetett módon mégiscsak részt vesznek a külkereskedelemben. Másrészt a KKV-k versenyképessége nyilván nem azonosítható az exportképességgel, mert a szektor vállalkozásainak jelentős hányada olyan ágazatokban tevékenykedik, amelyek esetén az export vagy egyáltalán nem értelmezhető, vagy nem jellemző (ingatlanügyek, gazdasági tevékenységet segítő szolgáltatások, kiskereskedelem, javítás, építőipar) (KSH, INS, SUSR).

Az adatok időbeli alakulásának tekintetében jelentős különbségek vannak a három ország között. A legkedvezőtlenebb helyzetben a szlovák KKV-szektor van, mert az időszak eleji 32,5%-ról 25% alá csökkent az exportból való részesedése 2003-ra. A magyar és a román adatok – a kezdeti jelentős hullámzás után – enyhe növekvő tendenciát mutatnak, és az utóbbi években a magyar KKV-szektor exporthoz való hozzájárulása 35% körüli, a román mutató pedig 30% körüli szinten látszik stabilizálódni.

A vizsgált országok KKV-szektorának teljesítménye leginkább az exportértékesítés területén marad el az európai uniós átlagtól, amely 2003-ban 41,5% volt (Observatory 2003/7. 26). Ez azt jelzi, hogy mivel Magyarország, Románia és Szlovákia kis- és középvállalkozásainak exportból való részesedése nemcsak a többi vizsgált mutatóhoz képest alacsonyabb, hanem az európai uniós átlagtól is elmarad, ezért a három ország kis- és középvállalkozásai kevésbé versenyképesek a nemzetközi piacokon, mint egy átlagos európai KKV.



Forrás: GKM, INS, NADSME adatai alapján saját szerkesztés

9. ábra. A kis- és középvállalkozások részesedése az exportból (%)

4. Összegzés, következtetések

A kis- és középvállalkozások gazdasági súlyának és teljesítményének összehasonlító elemzését megnehezíti a statisztikai módszertan és a definíciók időbeli változása és térbeli eltérése, ami a hosszabb távú tendenciák megállapítását és a nemzetközi összehasonlítást is akadályozhatja. A tanulmányban vizsgált mindhárom országban jelentős előrelépések történtek a probléma megoldása érdekében azzal, hogy a nemzeti statisztikai rendszerek fokozatosan átvették/átveszik az Európai Unió ajánlásait, biztosítva ezzel az adatok összehasonlíthatóságát. A KKV-szektorra vonatkozó adatszolgáltatás összehangolása 1999-ben indult, ezért a tanulmányban bemutatott adatsorok ettől az évtől kezdődnek.

A magyar, a román és a szlovák kis- és középvállalkozások gazdasági szerepének összehasonlításakor fontos megvizsgálni az őket körülvevő és tevékenységüket befolyásoló környezetet, amelynek számos eleme közül három makrogazdasági folyamatot (gazdasági növekedés, infláció, munkanélküliség) emelt ki a tanulmány. Az elemzés tanúsága szerint a három ország kis- és középvállalkozásai az ezredfordulón még nagyon eltérő makrogazdasági körülmények között tevékenykedtek. Akkor a magyar gazdaság állapota volt minden szempontból a legkedvezőbb, mivel Magyarországon volt a legnagyobb a gazdasági növekedés és teljesítmény, ugyanakkor a legkisebb az infláció és a munkanélküliség mértéke. A bemutatott folyamatok hatására azonban ez a helyzet mára alapvetően megváltozott. Magyarország gazdasági növekedésének dinamikája lényegesen elmaradt a másik két országétól, aminek következtében a szlovák egy főre jutó GDP nagysága meghaladta, a román mutató értéke pedig megközelítette a magyart. Ezzel párhuzamosan az inflációt és a munkanélküliséget jellemző mutatók a kiegyenlítődés irányába mozdultak el azáltal, hogy Romániában és Szlovákiában mindkét kedvezőtlen folyamatot sikerült visszaszorítani, Magyarországon viszont nem, sőt a változások tendenciáit tekintve ma éppen a magyar gazdaság néz szembe a legnagyobb nehézségekkel. Így a román és a szlovák kis- és középvállalkozások makrogazdasági környezete fokozatosan javult, míg a magyar KKV-ké inkább romlott, aminek eredményeként az időszak végére közel azonos feltételek mellett tevékenykedhettek a vizsgált országok vállalkozásai.

Mindhárom országban a kis- és középvállalkozások alkotják a gazdaság gerincét azáltal, hogy a vállalkozások 99,8–99,9%-a ebbe a szektorba tartozik. E tekintetben három fő hasonlóság figyelhető meg az országok között: a kis- és középvállalkozások száma, a vállalatsűrűség és a mikrovállalkozások aránya növekvő tendenciát mutat. Eltérés viszont, hogy Romániában a vállalatsűrűség lényegesen kisebb, mint a másik két országban, emellett kisebb a mikrovállalkozások és az egyéni vállalkozások aránya is. Szlovákiában a legnagyobb a mikrovállalkozások, és kiugróan magas az egyéni vállalkozások aránya, ami megmagyarázza, hogy miért itt a legkisebb az átlagos vállalatméret. Magyarország adatai lényegében minden mutató alapján a másik két ország adatai között helyezkednek el.

A kis- és középvállalkozások foglalkoztatásban betöltött jelentős szerepe tovább erősíti azt a megállapítást, hogy a KKV-szektor valóban a gazdaság gerincét képezi a vizsgált három országban éppúgy, mint az Európai Unió egészében (a szektorhoz kapcsolódik a foglalkoztatottak mintegy kétharmada). A kis- és középvállalkozások versenyképességének egyik mércéje éppen az lehet, hogy tudják-e növelni – vagy legalább szinten tartani – a foglalkoztatásban betöltött szerepüket, képesek-e munkahelyeket teremteni, és ezzel hozzájárulni a helyi és regionális közösségek gazdaságának fejlődéséhez, és végső soron jólétének növekedéséhez.

A szektor gazdasági szerepének értékeléséhez használt további három mutató (bruttó hozzáadott érték, nettó árbevétel, export) szerint – kevés kivételtől eltekintve – az egész időszakban a magyar kis- és középvállalkozások járultak hozzá a legnagyobb mértékben az ország gazdasági teljesítményéhez, de az összehasonlításban középen helyezkedő román és a sort záró szlovák KKV-szektor teljesítménye sem maradt el lényegesen a magyar vállalkozásokétól. Az időbeli változásokat figyelve leginkább a stagnálás jellemző az adatsorokra, különösen a vizsgált időszak végén. A mutatók közül a nettó árbevétel alapján a legnagyobb a súlya az országok kis- és középvállalkozásainak (60% körüli), és egyben ez a mutató az egyetlen, amely körülbelül megfelel az európai uniós átlagnak. A bruttó hozzáadott érték alapján a KKV-k súlya már csak 40–50% körüli, ami nem éri el az Európai Unió átlagát. Az exportértékesítés az a terület, ahol a legkisebb a kis- és középvállalkozások részese-dése (25–35% közötti), és egyben a legnagyobb az európai uniós átlagtól való elmaradás.

Az Európai Unió lisszaboni programjával és az Európai Bizottság által megfogalmazott „Gondolkozz először kicsiben!” elvvel összhangban mindhárom ország gazdaságpolitikája nagy hangsúlyt helyez a kis- és középvállalkozások fejlődésének elősegítésére. Magyarország, Románia és Szlovákia akkor tud hozzájárulni Európa új, versenyképesebb gazdasági rendszerének megteremtéséhez, ha a KKV-k működését könnyítő, teljesítményét serkentő célkitűzések a gyakorlatban is megvalósulnak, aminek eredményeként a kis- és középvállalkozások az eddigieknél is nagyobb mértékben lesznek képesek betölteni az európai gazdaság húzóerejének szerepét.

Kulcsszavak: kis- és középvállalkozások gazdasági szerepe, nemzetközi összehasonlítás, makrogazdasági környezet

Felhasznált irodalom

Belyó Pál – Ékes Ildikó – Krasznai Zoltán – Szabó László 2007. Gyorsításában a román gazdaság. *ECOSTAT* – Műhely, 2007.09.20.

COM(2008)394: *Think small first – A “Small Business Act” for Europe*

Commission of the European Communities, Brussels, 25.6.2008

Commission Recommendation 2003/361/EC

Official Journal L124 20.5.2003. pp. 36-41.

Eurostat adatbázisai (epp.eurostat.ec.europa.eu)

-
- Eurostat 2006. SMEs and entrepreneurship in the EU. *Statistics in focus* 24/2006
- Eurostat 2008. Enterprises by size class – overview of SMEs in the EU. *Statistics in focus* 31/2008
- Flash Eurobarometer 196. 2007. *Observatory of European SMEs*, May, 2007.
Government Program (www.gov.ro)
- Kállay László – Kissné Kovács Eszter – Kőhegyi Kálmán – Maszlag Ludmilla 2005. *A kis- és középvállalkozások helyzete. Éves jelentés 2003–2004*. Gazdasági és Közlekedési Minisztérium, Budapest, 2005.
- Kállay László – Kissné Kovács Eszter – Kőhegyi Kálmán – Maszlag Ludmilla 2007. *A kis- és középvállalkozások helyzete. Éves jelentés 2005–2006*. Gazdasági és Közlekedési Minisztérium, Budapest, 2007.
- Kis- és középvállalkozások a magyar gazdaságban*. KSH, Budapest, 2002.
- Központi Statisztikai Hivatal (KSH) Stadat adatbázisa (www.ksh.hu)
- National Agency for SMEs and Cooperatives (NASMEC) adatbázisa (en.animmc.ro)
- National Agency for Development of SMEs (NADSME) adatbázisa (www.nadsme.sk)
- The National Strategy for Developing and Supporting the SME Sector from 2004 until 2008 in Romania (en.animmc.ro)
- National Institute of Statistics (INS) adatbázisa (www.insse.ro)
- Observatory of European SMEs 2003/7.: SMEs in Europe 2003
- Oblath Gábor 2005. Mire jó a vásárlóerő-paritás? *Világgazdaság* 2005. április 19.
- Román Zoltán 2007. A vállalkozás a magyar gazdaságban – nemzetközi tükröben. *Közgazdaság* 2007/2. 67–84. o.
- Statistical Office of the Slovak Republic (SUSR) adatbázisa (portal.statistics.sk)
- The Manifesto of the Government of the Slovak Republic 2006. (www.government.gov.sk)
- Ubrezióvá, I.–Wach, K.–Horváthová, J. 2008. Entrepreneurship in small and medium-sized enterprises: Comparative study between Slovakia and Poland for the years 2001-2007. *AGRIC.ECON. – CZECH*, 54, 2008 (8), pp. 358-366.
- Vasile Rugina 2006. The development of small and medium enterprises in Romania. *Int. J. Entrepreneurship and Innovation Management*, Vol. 6, Nos. 1/2, 2006

Szezonális anomáliák létezésének vizsgálata a bukaresti, budapesti és londoni értéktőzsdéken

BIRÓ BIBORKA

I. A hatékony tőkepiacok elmélete

Nem beszélhetünk anomáliáról, vagyis a megszokottól, tapasztalttól, szabálytól való eltérésről anélkül, hogy tudnánk, mi is képviseli a tulajdonképpeni szabályt. A tőkepiaci anomáliák a hatékony tőkepiacok valamely megnyilvánulási formájának mondanak ellent, ezért szükséges ezen hatékony piaci formák előzetes ismertetése.

A piaci hatékonyság szakirodalmában több jól elkülöníthető korszakra, szakaszra tagolódik. A XX. század elejétől sokan próbálkoztak visszatérő árfolyamjelenségek felkutatásával, a tőzsdei árak valamiféle előrejelzésével, s tették ezt gyakran a matematikából, fizikából kölcsönzött módszertannal. Az 50-es években nagy megdöbbenést váltott ki Kendall bolyongáselmélete, amely kimondta, hogy egy jól működő tőzsdén az egymást követő árváltozások függetlenek, és hosszú távon a hozamok eloszlása közelíti a normális eloszlást. A szerző huszonkét idősor – különböző iparágak részvényeinek, illetve a búza és a gyapot árutőzsdei árfolyamának – elemzése során keresett visszatérő ciklusokat, illetve kísérelt meg azok alapján előrejelző modellt felállítani. Kendall (1953) azt találta, hogy bármiféle trend illeszthetősége az idősorhoz meglehetősen kétséges. Továbbá elméletileg alátámasztva adatokkal is bizonyította, hogy az aggregált indexek mozgása inkább rendszeres, mint azok egyes összetevőié, hiszen így az egyes részvények, illetve árucikkek rövid távú, alkalmoszerű kilengéseinek hatása lecsökken. Munkájának talán legnagyobb hatású kijelentése az volt, hogy az árfolyamok minimális sorozatkorrelációt mutatnak, és a piacon rendelkezésre álló információk birtokában aligha lehet az árak mozgását (1 hétnél) hosszabb távon előre jelezni.

A chicagói árutőzsde búzaárfolyama 1883 és 1934 közötti időszakának heti és havi átlagárait vizsgálva azt találta, hogy az árkülönbségek egy szimmetrikus, közel normális, de leptokurtikus, vagyis a normálisnál csúcsosabb eloszlást követnek. Az egymást követő árak függetlenségéből arra az általános következtetésre jutott, hogy csak múltbeli árfolyam-alakulást elemezve nem lehet a jövőre vonatkozó előrejelzést adni.

Kendall ezen megállapítását aggregátumokra tette, de elismerte, hogy egyedi eszközök esetében lehetőség nyílna valamiféle előrejelzés kiaknázására – például a szerencse folytán, vagy akár bennfentes információval. Az előrejelzhetőségéből realizálható többlethozam mértéke a legtöbb esetben még így sem elég a tranzakciós költségek fedezésére, csupán a legnagyobb befektetők – kihasználva a méretgazdaságosságot – könyvelhetnek el tényleges nyereséget.

Elsőként Eugen Fama (1965, 1970) foglalta az addig igen különböző, bolyongást vizsgáló fejtegetéseket egységes, zárt elméletbe, mondván, hogy a tőkepiac akkor

hatékony, ha minden termék jól van beárazva, nincsenek alul- és/vagy felülárzott termékek, ennek megfelelően a tőzsdei árfolyamok minden múltbeli, jelenbeli és jövőbeli releváns információt tartalmaznak. Fama a hatékonyságot az árfolyamok információtartalma szerint sorolja három csoportba, éppen ezért beszélhetünk az ún. információs hatékonyság különböző megnyilvánulási formáiról: ilyenformán létezik a gyenge, közepes és erős értelemben vett tőkepiaci hatékonyság.

Fama modelljének piaci feltételei:

1. az összes információ azonnal és ingyenesen hozzáférhető a piac minden szereplője számára,
2. nincsenek tranzakciós költségek, a piacra való belépés és kilépés nem korlátozott,
3. a befektetők egyetértenek az információk árra gyakorolt hatásában.

E feltételek mellett valósul meg a tökéletesen hatékony piac. Az utolsó kitétel voltaképpen azt jelenti, hogy a befektetők racionálisan hozzák meg a döntéseiket, azaz racionálisan árazzák be a részvényeket. A harmadik feltétel a hatékony piacok elmélete szerint a gyakorlatban nem csorbulhat, mivel a piacon kialakult ár egyensúlyban van. A nem racionális (pozitív és negatív irányú) döntések egymás hatásait semlegesítik, és így a részvény ára a racionális döntések mentén alakul ki. Emögött az az implicit feltételezés is áll, hogy a részvényeknek van a jövőbeli pénzáramok és a várt hozam alapján meghatározható reális (fundamentális) belső értékük. A gyakorlatban azonban az első két feltétel sem valósul meg maradéktalanul a különböző tőkepiacokon. Így van lehetőség a piaci hatékonyság minőségi jellegét tesztelni a Fama (1970) által felsorolt modellek segítségével, és ezáltal tudjuk megállapítani a hatékonyság fokát.

II. A tőzsdei anomáliák

Miután áttekintettük, hogy mi is számít megszokottnak, törvényszerűnek, általános szabálynak a piaci hatékonyság terén, lássuk a kivételeket, melyek a hatékony piaci elméletek kritikája mellett szólnak.

Az anomália nem más, mint olyan szabályos árfolyam-alakulás, mely mögött szezonális tényezők vagy nyilvánosan hozzáférhető pénzügyi mutatók állnak, annak függvényében, hogy az adott anomália a piaci hatékonyság mely formáját cáfolja. Így a szezonális tényezők segítségével történő előrejelzés esetén nem érvényesülne a tőkepiaci hatékonyság gyenge formája, és a technikai elemzés nyereséghez vezetne. A nyilvános adatok segítségével történő előrejelzésből származó előnyök a piaci hatékonyság közepes formáját cáfolnák, s így a fundamentális elemzés nyereséget indukálna.

Az anomália tehát a piacon felfedezhető azon szabályszerűség az árfolyam-alakulásra vonatkozóan, amely ellentmond a hatékony piacok hipotézisének. Ezen szabályszerűségek összefüggésben állhatnak az évszakkal, napszakkal, a vállalat méretével és sok egyéb tényezővel is.

Tekintsük a néhány általánosan elfogadott, kutatott és vitatott anomália közül azon kettőt, melynek vizsgálatára kutatásom empirikus részében kitérek :

II.1. A január-hatás (January effect)

Az abnormális januári hozamra elsőként Rozeff és Kinney figyelt fel (1976). Az 1904–1974-es periódusban a New York-i értéktőzsde (NYSE) adatai alapján szezonaritást fedeztek fel az átlaghozamokban: ennek értelmében januárban az átlaghozam értéke 3,5% körüli volt, míg a többi hónapban 0,5% körüli értéket ért el. Így az éves átlagos hozamnak több mint egyharmada januárban keletkezett. Megjegyzendő, hogy az anomália tetten érésekor egy súlyozott indexet használtak (equal-weighted index). Érdekes megfigyelésnek bizonyult, hogy a magas januári hozam nem észlelhető egy olyan index esetén, melyet pusztán nagyvállalati adatok alapján hoznak létre (pl. Dow Jones Industrial Average). Mivel a használt súlyozott index súlyozott számtani átlaga az összes New York-i értéktőzsdén jegyzett vállalat részvényárfolyamának, nagyobb szerep jut így a kisvállalatoknak az index meghatározásában, mint amekkora a piaci részesedésük értéke. Ilyenformán, feltéve, hogy a január-hatás csak egyenlően súlyozott index esetén releváns, elmondható, hogy elsősorban egy kisvállalati jelenséggel állunk szemben.

II.2. A hétvége-hatás (weekend effect)

Az egyik fontos tanulmány ebben a témakörben Frank Cross (1973) nevéhez fűződik, aki 1953 és 1970 között vizsgálta a Standard and Poors indexet, mely 500 értékpapírból tevődik össze (S&P 500). Azt találta, hogy péntekenként 62%-kal növekedett az index értéke, míg hétfőnként csak 39,5%-kal, pedig elvileg a hétvége miatt hétfőre nagyobb növekedést vártak, hiszen a megszokott 1 napos eltérés helyett a pénteki zárórától a hétfői zárásig 3 nap telik el. Emellett a pénteki hozamok átlagértéke 0,12% volt, míg a hétfői hozamoké -0,18%. Cross szerint annak a valószínűsége, hogy egy ilyen nagy különbség csupán a véletlen műve, 1 a millióhoz.

Kenneth French (1980) ugyancsak az S&P 500-at használta a napi hozamok vizsgálatára, és hasonló eredményre jutott. A tanulmányozási periódus 1953–1977. A teljes periódus hétfői átlaghozama negatív volt (-0,168%), a periódus többi napjainak átlaghozama pedig pozitív, szerdán és pénteken érven el a legnagyobb értékeket.

Érdeemes megjegyezni, hogy a hétvége-hatást a szakirodalom hétfő-hatásként is említi (Monday effect). Mind Cross, mind pedig French tanulmányukban a hétfői hozamot a pénteki záróár, illetve a hétfői záróár különbségeként határozták meg. Na mármost a kérdés az, hogy a hétfőnkénti átlagos negatív hozam a hétfői árfolyamesésnek (nyitástól zárásig) köszönhető-e, vagy pedig a pénteki zárástól a hétfői nyitáshoz bekövetkezett csökkenésnek. Ezt kutatta Richard Rogalski (1984). Rogalski a DJIA-el (Dow Jones Industrial Average) dolgozott az 1974. október 1. – 1984. április 30. közötti periódusban, és az S&P 500-al az 1979. január 2. – 1984. április 30. kö-

zötti időszakban. Azt találta, hogy az árfolyam növekedett a hétfői nyitástól a hétfői zárásig, így a negatív hozam okozója teljes mértékben a pénteki zárástól a hétfői nyitásig bekövetkezett csökkenésnek tulajdonítható. Ilyenformán lett a hétfő-hatásból hétvége-hatás. Emellett Rogalski arra is felfigyelt, hogy a januári hétvégék különböznek a többitől. Január folyamán a hétvégi, illetve januári hozamok pozitívak. Nem meglepő, hogy az előzőekben leírt kisvállalati hatás alapján a legkisebb vállalatok rendelkeznek a legnagyobb hétfői hozammal.

III. Empirikus kutatás a kalendarisztikus anomáliákkal kapcsolatosan

III.1. Módszertan

A kutatásban napi logaritmikus hozamokat (loghozamokat) használók:

$$R_{i,t} = \ln(P_{i,t}/P_{i,t-1}),$$

ahol

$R_{i,t}$ = az i papír t időszakban mért hozamával,

$P_{i,t}$ = az i papír árfolyama a t időszakban,

$P_{i,t-1}$ = az i papír árfolyama a $t-1$ időszakban.

A loghozamok melletti döntésemet az igazolja, hogy mindenképpen előnyösebbnek bizonyulnak, mint az aritmetikai vagy geometriai hozamok elméleti és gyakorlati vonatkozásban is. Elméleti síkon nagy előnynek számít, hogy rendelkeznek az additivitás tulajdonságával, gyakorlati szempontból pedig azért hasznosak, mert legtöbbször egy, a normális eloszlást jobban megközelítő eloszlást követnek, amely alkalmassá teszi őket arra, hogy segítségükkel lineáris regressziókat vagy Student-féle tesztet hajtsanak végre. Mi több, a szakirodalom is többnyire a loghozamokat használja az anomáliák tesztelésére.

A Student-féle t-teszt elve

Null hipotézis: a két populációban a szóban forgó átlagértékek azonosak.

Ha a különbség a mért és a null hipotézis alapján elvárt értékek között sokkal nagyobb, mint a standard hiba, akkor a null hipotézis valószínűleg hibás.

Adataim egy évre (2006. 10. 31 – 2007. 10. 30) vonatkozó napi árfolyamadatok három különböző értéktőzsdéről (budapesti, bukaresti és londoni értéktőzsde). Az adatok feldolgozásakor a Gretl nevű ökonometriai programot és Microsoft Excelt használom.

Konkrétan két típusú anomália, a január-hatás és a hétvége-hatás vizsgálatára térek ki.

III.2. A január-hatás létezésének vizsgálata

Ebben az esetben a t-teszt elvégzése során megfogalmazott hipotéziseim a következők:

Null hipotézis (H_0): Nincs eltérés a januári és többi hónapbeli átlaghozamok között.

Alternatív hipotézis (H_1) : Van eltérés a januári és más hónapbeli átlaghozamok között, éspedig olyan szintű, hogy a januári átlaghozam magasabb.

Megjegyezném, hogy ezen utolsó aspektus (azaz hogy az eltérés olyan szintű, hogy a januári hozamok képviselnek magasabb értékeket) konkrét differenciavizsgálattal oldható meg, azaz abszolút különbséget számolva az egyes egyedi értékekből, vizsgálni kell azok előjelét.

Mint ismeretes, a t-teszt azonos elemszámú adathalmazokat feltételez. A január-hatás vizsgálatakor, lévén, hogy napi adatokkal dolgozom, 23 januári adat áll rendelkezésemre (ugyanis a januári hónapban ennyi napon működött a tőzsde). Éppen ezért szükséges egy releváns, ugyancsak 23 elemből álló adathalmaz létrehozása a többi hónap adatai alapján. A nem januári adatokat (lévén, hogy jóval több volt belőlük) úgy hoztam „közös nevezőre” a januáriakkal, hogy a meglévő adathalmaz elemeit felosztottam kronologikus sorrendben 23 kevesebb elemű halmazra (ezen „alhalmazok” elemszáma 10 és 11 között váltakozik), majd alcsoporton belül egyszerű számtani átlagokat számoltam. Így mindkét használt adathalmaz 23 elemet tartalmaz. Ezen indexadatok alapján a fent ismertetett képlet segítségével logaritmikus hozamokat számoltam, így a vizsgált adathalmazom elemszáma 22-re csökkent (a logaritmikus hozam ugyanis adott időpont részvényárfolyama és előző időpont részvényárfolyamának hányadosa, így az első időpontnak nincs megfelelő hozamértéke, hiszen az ehhez viszonyított előző periódusbeli adat nem állt rendelkezésemre).

A tesztet párhuzamosan lefuttattam Gretlben és Excelben is. A kapott eredményeim az alábbi táblázat tartalmazza:

1. táblázat. A január-hatás vizsgálata

Index	Hozamkülönbség	p-érték
BET	0,0108 (1,423) ¹	0,08029
BUX	0,0103 (1,522)	0,06775
FTSE	0,0031 (0,713)	0,24003

Megjegyzés: a táblázatbeli érték, azaz az 1,682 a 10%-os szignifikanciaszintnek megfelelő.

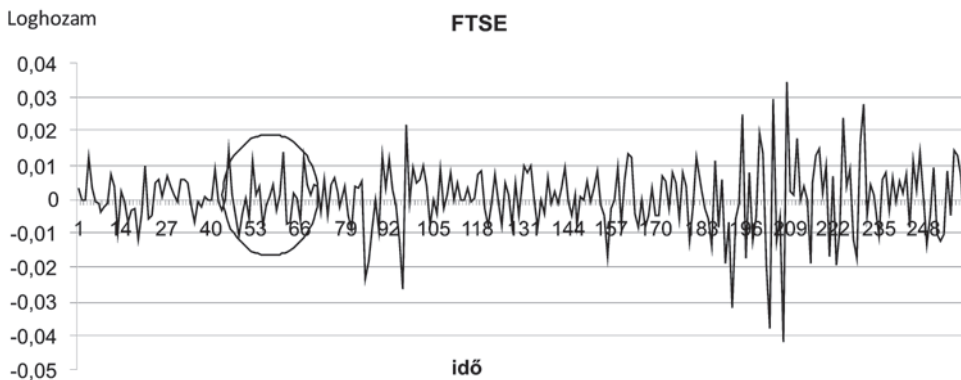
A táblázatból csak a t-statisztika értékeket tekintve azt láthatjuk, hogy ez minden indexadat esetén a táblázatbeli érték alatt marad (1,423<1,682; 1,522<1,682; 0,713<1,682), ami azt jelenti, hogy nem vethetjük el a nullhipotézist, azaz nincs szignifikáns eltérés a januári és más hónapok hozamai között, vagyis az általam vizsgált esetben nem valószínűsíthető a január-hatás jelenléte. Ez a kijelentés azonban firomítást igényel, mert ahogyan azt a későbbiekben látni fogjuk, vannak olyan esetek, amelyeknél a t-statisztika érték a táblázatbeli alatt van, mégsem mondható el, hogy nem vethetjük el a nullhipotézist. Mindez azért, mert az említett esetekben a p-érték megfelelően kicsi. A p-érték pedig annak a valószínűségét jelenti, hogy té-

¹ A zárójelben megjelenített adatok a t-statisztika értékei.

vedünk, ha elvetjük a nullhipotézist, s lévén, hogy ez az érték kicsi, kis valószínűséggel tévedünk, ha elvetjük a nullhipotézist, tehát elvethetjük, megtartva az alternatív hipotézist, ami tulajdonképpen a vizsgált anomália létezését jelenti.

Ha a p-értékeket tekintjük, látható, hogy azok mértéke két indexadat esetén meglehetősen kicsi (BET, BUX), ez pontosan azt jelenti, hogy kis valószínűséggel tévedünk, ha elvetjük a nullhipotézist, tehát elvethetjük.

A másik tőzsde esetén (London) a p-érték már magasabb szintű, tehát nagyobb a valószínűsége, hogy ha elvetjük a nullhipotézist, tévedünk, ennek következtében meg kell tartanunk azt, ami annyit jelent, hogy nincs eltérés a januári és más hónapok átlaghozamai között, tehát nem azonosítható a január-hatás jelenléte.

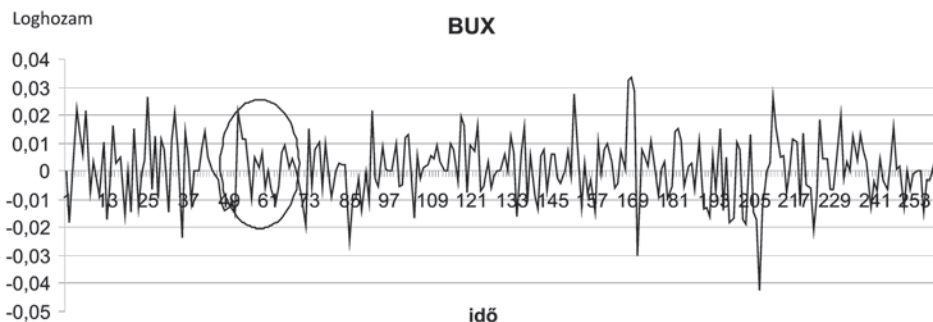


1. ábra. A január-hatás vizsgálata a londoni értéktőzsdén

A t-teszt által kapott eredményeket a grafikus ábrázolás is alátámasztja. A körvonallal elhatárolt terület a januári periódust jelenti, illetve az ebben az időszakban előforduló hozamértékeket, és egyáltalán nem tekinthető kirívóan magasnak. A fenti grafikon a londoni értéktőzsde adatai alapján készült.

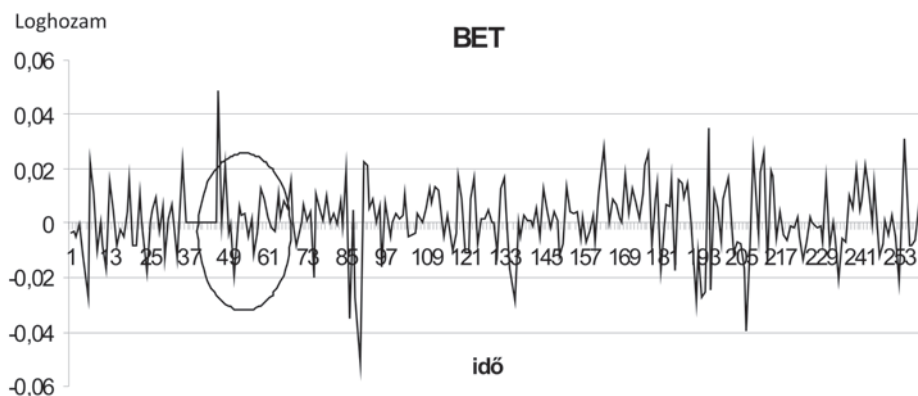
A táblázat a t-statisztika és p-értékeken kívül az abszolút hozamkülönbségeket is tartalmazza. Ennek kiszámítása úgy történt, hogy a januári átlaghozam-értékekből kivontam a többi hónapra vonatkozó átlagértékeket. A tény, hogy ez az érték minden esetben pozitív, azt mutatja, hogy a januári hozamok átlagértéke magasabb, mint a többi hónapé. Megfigyelve azonban az érték nagyságát, kétségtelen, hogy az eltérés nem túl nagy (0,003 és 0,0108 között változik), mégis magasabb azon tőzsdék esetén, ahol alacsony a p-érték, vagyis ahol meg kell tartani a nullhipotézist, vagyis ahol nem fedezhető fel a január-hatás jelenléte, mint ott, ahol az alacsony p-értéknek köszönhetően a január-hatás jelenlétére következtethetünk.

Az alábbi ábra a budapesti értéktőzsde adatait szemlélteti. A bekarikázott terület szintén a januári hozamalakulást mutatja (napi adatokat használtam, október 31-ével kezdődően).



2. ábra. A január-hatás vizsgálata a budapesti értéktőzsdén

A kapott eredmények eltérnek a londoni értéktőzsdénél észleltektől (FTSE). Ebben az esetben is a t-statisztika érték (1,522) a táblázatbeli érték alatt marad (1,682), a p-érték viszont 0,0677, ami 10%-os szignifikanciaszinten megfelelően kicsi. Ez azt jelenti, hogy minimális annak a valószínűsége, hogy tévedünk, ha elvetjük a nullhipotézist, tehát elvethetjük. Ez továbbá annyit tesz, hogy az alternatív hipotézis lesz érvényes, azaz: van eltérés a januári és más hónapok hozamainak átlagértéke között. Az eltérés irányára azonban a t-teszt nem szolgáltat magyarázatot, azaz nem lehet tudni, hogy az eltérés olyan szintű, hogy a januári hozamok képviselnek magasabb értéket, vagy pedig olyan, hogy a többi hónapbeli átlag-hozamértékek. Erre az abszolút hozamkülönbszetek előjelvizsgálata szolgáltat megfelelő magyarázatot. Mivel úgy számoltuk az abszolút hozamkülönbszeteket, hogy a januári hozamok átlagértékéből vontuk ki a többi hónap átlag-hozamértékeit, ezen eredmény pozitív-sága egyértelműen a januári hozamok magasabb szintjére mutat rá. Elmondható tehát, hogy az elemzett periódus hozamértékeiben a budapesti értéktőzsdén tapasztalható a január-hatás jelenléte.



3. ábra. A január-hatás vizsgálata a bukaresti értéktőzsdén

Következtetésként elmondható, hogy a három vizsgált európai tőkepiac közül két esetben (budapesti, bukaresti) felfedezhető a január-hatás jelenléte. Mindkét esetben a t-teszt azon eredményt szolgáltatta, mely szerint minimális annak a valószínűsége, hogy tévedünk, ha elvetjük a nullhipotézist, azaz elvethetjük azt. Az alternatív hipotézis lesz tehát érvényes, amely azt mondja ki, hogy van eltérés a januári átlaghozamok és más hónapok átlaghozamai között. Ezt követően az abszolút hozamkülönbözlet előjelvizsgálata adta meg a választ ténylegesen az anomália létezésére, hiszen ennek pozitívága igazolja a magasabb januári hozamértékeket.

A londoni értéktőzsdén nem találtam releváns január-hatást. Ezt alátámasztotta mind a t-statisztika táblázatbeli érték alatti mértéke, mind pedig a p-érték meglehetősen magas értéke is. Itt azt találtam, hogy jóval 10% fölötti lenne az esélye annak, hogy tévedünk, ha elvetjük a nullhipotézist, tehát nem vethetjük el azt. Ilyenformán nincs releváns különbség a januári és más hónapok átlaghozamai között, azaz nincs január-hatás.

III.3. A hétvége-hatás létezésének vizsgálata

A január-hatás vizsgálata után tanulmányom ezen alfejezetében a hétvége-hatás jelenlétét kutatom a már említett tőkepiacokon. Felhasznált adataim szintén a 2006. október 31. és 2007. október 30. közötti periódus napi árfolyamadatai.

Az eljárás, amellyel a hétvége-hatás létezésének vizsgálatát végzem, azonos az előbbivel, azaz a január-hatás esetén alkalmazott módszertannal.

Ilyenformán a hétfői és pénteki hozamokra alkalmaztam a t-tesztet. Ebben az esetben 51 hétfői és 51 pénteki adattal dolgoztam. Mivel itt a vizsgált halmazok elemszáma megegyezik, nincs szükség az előbbi esetről alkalmazott átlagolási eljárásra. Ebben az esetben :

Nullhipotézis (H_0): Nincs különbség a pénteki és hétfői hozamok átlagértéke között.

Alternatív hipotézis (H_1): Különbség van a pénteki és hétfői átlaghozamok között, és pedig olyan szintű, hogy a pénteki hozamok átlagértéke magasabb a hétfőinél. Megjegyezném, hogy ezen utolsó aspektus (azaz hogy az eltérés olyan szintű, hogy a pénteki hozamok képviselnek magasabb értékeket) konkrét differenciavizsgálattal oldható meg, vagyis abszolút különbözletet számolva az egyes egyedi értékekből, vizsgálni kell azok előjelét.

Ebben az esetben is a teszt párhuzamosan kerül lefuttatásra Gretlben és Excelben. A kapott eredményeket az alábbi táblázat tartalmazza:

3. táblázat. A hétvége-hatás vizsgálata

Index	Hozamkülönbözlet	p érték
BET	0,00012 (0,019) ²	0,492
BUX	-0,00038 (-0,069)	0,473
FTSE	0,00011 (-0,028)	0,489

Megjegyzés: a táblázatbeli érték, azaz az 1,66 a 10%-os szignifikanciaszintnek megfelelő.

² A zárójelben megjelenített adatok a t-statisztika értékei.

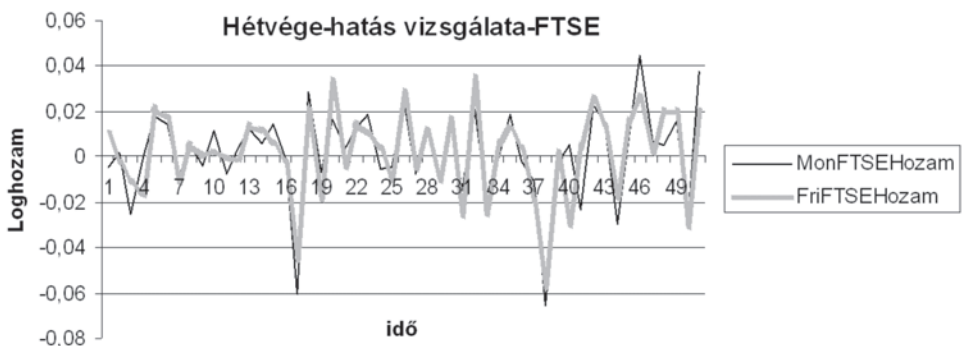
A táblázat adatait vizsgálva láthatjuk, hogy a t-statisztika érték minden indexadat esetén a táblázatbeli érték alatt marad ($0,019 < 1,66$; $0,069 < 1,66$; $0,028 < 1,66$), ami azt jelenti, hogy nem vehetjük el a nullhipotézist, azaz nincs szignifikáns eltérés a pénteki és a hétfői napok átlaghozamai között, vagyis nem valószínűsíthető a hétvége-hatás jelenléte.

Összevetve a január-hatás vizsgálatok kapott értékekkel, az tapasztalható, hogy ebben az esetben a kapott p-értékek még magasabbak (0,492; 0,473, 0,489). Itt tehát egyetlen esetben sem mondható el, hogy a p-érték olyannyira kicsi lenne, hogy az indokolná a nullhipotézis elvetését, meg kell tehát tartanunk azt. És ez nem jelent egyebet, minthogy nincs eltérés a pénteki és hétfői átlaghozamok közt, azaz nincs hétvége-hatás.

Érdeemes megfigyelni, hogy az abszolút hozamkülönbségek közötti eltérés minimális (-0,00038 és 0,00012 közötti értékeket vesz fel). Ez is alátámasztja azon megfigyelésünket, hogy nincs releváns különbség a pénteki és hétfői hozamok között, tehát hogy a nullhipotézis megállja a helyét.

A hétvége-hatás egyébként nem pusztán pénteki versus hétfői hozamok közti eltérést jelent, hanem ennek az eltérésnek olyannak kellene lennie, hogy a pénteki hozamok értékének relevánsan meg kellene haladnia a hétfői hozamértékeket. Ez viszont az általam vizsgált esetre egyáltalán nem jellemző, hiszen megvizsgálva ismét a hozamkülönbségeket, láthatjuk, hogy pozitív és negatív előjelű értékek egyaránt megjelennek, de az abszolút értékük mindenképpen kicsi.

Megjegyzendő, hogy az előforduló értékek között több a negatív. Mivel a hozamkülönbségeket úgy számoltam, hogy a hétfői hozamértékekből vontam ki a pénteki értékeket, ez annyit jelent, hogy a BET index esetét kivéve, a másik két indexadatra elmondható, hogy a hétfői hozam magasabb a péntekinél, de az eltérés nem releváns. Ezt a minimális – hozamok közötti – eltérést bármely két nap adatai között fellelhetjük, tehát nem állítható, hogy a különbség a közbeeső hétvégének tulajdonítható, azaz nincs szó anomália jelenlétéről.



4. ábra. Hétvége-hatás vizsgálata a londoni értéktőzsdén

Az előbbieken leírtakat egyértelműen tükrözik a grafikus képek is. A vékony fekete vonal jelzett vonal a hétfői hozamokat jelöli, míg a vastagabb szürke a péntekieket. Látható a fenti ábrán, hogy a londoni értéktőzsde indexadatai nem mutatnak hozambeli releváns különbséget a hétfői és pénteki napokra vonatkozóan. A két értéksorozat szorosan követi egymást, néhány helyen észlelhető eltérés, de az minimális. Emellett az eltérés iránya is változó, tehát vannak olyan periódusok, amikor a pénteki hozam haladja meg a hétfőit, vannak viszont olyan helyzetek is, amikor a hétfői hozam mutat magasabb értékeket. Nem valószínűsíthető tehát a hétvége-hatás jelenléte. Ezt számszerű vizsgálódásaink is alátámasztják, két oldalról is. Egyrészt a számolt t-statisztika értéke a táblázatbeli érték alatt marad, tehát az a nullhipotézis mellett szól: $0,028 < 1,66$. Mi több, a p-érték magas szintje (0,489) is azt mutatja, hogy majdnem 50% az esélye annak, hogy ha elvetjük a nullhipotézist, tévedünk, tehát nem vethetjük el azt.

Következésképpen megállapítható, hogy a nullhipotézis teljes mértékben megállja a helyét, azaz nincs releváns különbség a hétfői, illetve pénteki hozamok átlagértéke között, azaz nem beszélhetünk hétvége-hatás jelenlétéről a londoni értéktőzsde esetén.

A budapesti értéktőzsde esetében is a fekete, illetve szürke vonalgrafikonok szorosan követik egymást, ami annyit jelent, hogy a BUX index hétfői és pénteki hozamsorozata nem tér el egymástól.



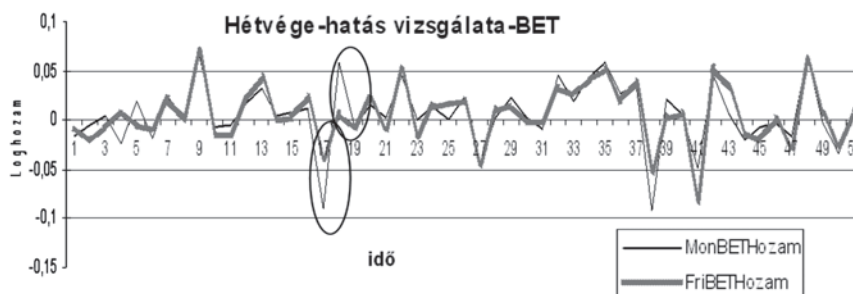
5. ábra. Hétvége-hatás vizsgálata a budapesti értéktőzsdén

A legrelevánsabb eltérés a két hozamsorozat értékei között az év 33. hete körül, a körvonallal határolt területen figyelhető meg. A különbség viszont olyan irányú, hogy a hétfői hozamérték meghaladja a péntekit, és ez éppen ellentmond a hétvége-hatás állításának, mely szerint a pénteki hozamnak kellene relevánsan magasabb értékeket mutatnia.

A hétvége-hatás hiányát a p-érték is egyértelműen alátámasztja. Ez, az előbbi esetekhez hasonlóan, meglehetősen magas érték: 0,473. Eszerint 47,3%-os valószínűséggel tévedünk, ha elvetjük a nullhipotézist, meg kell tehát tartanunk. Ennek ér-

telmében nincs különbség a pénteki és hétfői hozamok átlagértéke között, nincs tehát hétvége-hatás.

A bukaresti értéktőzsde esetén – az eddigiekben tapasztaltakhoz hasonlóan – sem fedezhető fel a hétvége-hatás jelenléte. A számított t-statisztika értéke jóval a táblázatbeli alatt marad: $0,019 < 1,66$. Ez annyit jelent, hogy nem vehető el a nullhipotézis, azaz állítható, hogy nincs eltérés a hétfői és pénteki hozamértékek között. A táblázatbeli abszolút hozamkülönbséget is ezt támasztja alá, ennek értéke: $0,00012$. Érdekes észrevétel, hogy ebben az egy esetben pozitív a hozamkülönbséget, ami annyit jelent, hogy a hétfői hozamok átlagértéke meghaladja a péntekieket, ami teljesen ellentmond a hétvége-effektusnak, hiszen ez éppen a hétfőinél magasabb pénteki hozamra alapoz.



6. ábra. Hétvége-hatás vizsgálata a bukaresti értéktőzsdén

A körvonallal elhatárolt területek esetén szembevetendő a különbség a két hozamsorozat között, és pedig egyik esetben, a 16. hét körül a hétfői hozam jóval a pénteki alatt marad (a hétfői hozamot a vékony fekete vonal jelzi), míg a másik esetben (18. hét körül) a hétfői hozam jóval meghaladja a péntekit. Látható tehát, hogy nem állapítható meg e téren semmilyen releváns szabályozottság a hozamok egyik vagy másik napra vonatkozó lényeges eltéréseivel kapcsolatosan. Ezt alátámasztandó, tekintsük a p-érték szintjét: $0,492$. Akárcsak az előbbi esetekben, ennek szintje magas, hiszen $49,2\%$ -os valószínűséggel állítható, hogy tévedünk, ha elvetjük a nullhipotézist, azaz a tényt, hogy a pénteki és hétfői hozamok átlagértékei megegyeznek. Mivel elég magas a valószínűsége, hogy tévedünk, ha nem fogadjuk el a nullhipotézist, meg kell tartanunk, és így állítható, hogy nincs releváns hétvége-hatás a bukaresti értéktőzsdén sem a vizsgált időperiódusban.

Következtetések

A három különböző piacon – tőzsdei indexadatok alapján – elvégzett empirikus kutatásom során, a szezonális anomáliák jelenlétére vonatkozó vizsgálódások alapján, a következő következtetésekre jutottam:

Kutatásom két anomália létezésére terjed ki: a január-hatás, illetve a hétvége-hatás vizsgálatára. Következtetéseim eltérőek a két esetben. Ilyenformán míg a január-hatás észlelhető volt az általam kiválasztott három tőzsde közül kettő esetében, a hétvége-hatás megnyilvánulása egyik vizsgált piacon sem mondható relevánsnak.

Felhasznált adataim egy évre vonatkozó napi indexadatok. Ilyenformán napi loghozamok számításával és átlagolásával számoltam a januári és „más” hónapi, illetve hétfői és pénteki hozamokat. Ezeket összehasonlítva jutottam arra, hogy míg a budapesti, budapesti értéktőzsdéken relevánsnak mondható a magasabb januári hozam, a londoni értéktőzsde esetén nem azonosítható be a január-hatás jelenléte.

A hétvége-hatás vizsgálatakor ugyanazon eredményre jutottam mind a három vizsgált piac esetében, éspedig arra, hogy nincs releváns különbség a hétfői és pénteki hozamok között, azaz nem állja meg a helyét a hétvége-effektus alap gondolata, miszerint a közbeső hétvégének köszönhetően a pénteki hozamok szintje magasabb a hétfői hozamokénál.

Kulcsszavak: hatékony tőkepiac, anomáliák, logaritmikus hozamok, Január-hatás, hétvége-hatás, Student t-teszt

Irodalomjegyzék

Basu, S. 1977. Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price- Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *The Journal of Finance* 32 (June). 663–682.

Bodie, Z. – Kane, A. – Marcus, A. J 2005. *Investments*. McGraw- Hill International Edition, Sixth Edition, Singapore

Brealey, R. A. – Myers, S. C. 2005. *Principles of Corporate Finance*. McGraw- Hill, magyarul: *Modern vállalati pénzügyek*, Panem Kiadó, Budapest

Brooks, C. 2002. *Introductory Econometrics for Finance*. Cambridge University Press, Cambridge

Czékus, M. 2003. *Tőzsdelexikon*. Szukits Könyvkiadó, Budapest

DeBondt – W. F.M. – Thaler, R. H. 1985. Does the stock market overreact? *Journal of Finance* 40. 793–805.

DeBondt, W. F.M. – Thaler, R. H. – Anomalies: A Mean-Reverting Walk Down Wall Street. *Journal of Economic Perspectives* 3(1). 189–202.

Fama, E. F. 1965a. The Behaviour of stock market prices. *Journal of Business*, January

Fama, E. F. 1970b. Efficient Capital Markets: A Review of theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, Vol. 25, No.2, March, 383–417.

Leowenstein, G. – Thaler, R. H. – Anomalies: Intertemporal Choice. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3, No. 4 (Autumn, 1989), 181–193.

Rockinger, M. – Urga, G. 2000. The Evolution of Stock Markets in Transition Economies. *Journal of Comparative Economics* 28(3), 456–472.

Rozeff, M. – Zaman., M. 1998. Overreaction and Insider Trading: Evidence from Growth and Value Portfolios. *The Journal of Finance* 53 (April): 701–716.

Thaler, R. H. 1987a. Anomalies: The January Effect. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.1, No. 1 (Summer), 197–201.

Thaler, R. H. 1987b. Anomalies: Seasonal Movements in Security Prices II : Weekend, Holiday, Turn of the Month, and Intraday Effects. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 1, No. 2 (Autumn), 169–177.

Timmermann, A. – Graner, C. W. J. 2004. Efficient market hypothesis and forecasting. *International Journal of Forecasting* 20. 15–27.

Todea, A. 2005. *Eficiența informațională a piețelor de capital*. Studii empirice pe piața românească, Casa Cărții de Știință

Reálopciók: a jövőbeli lehetőségek értékelése

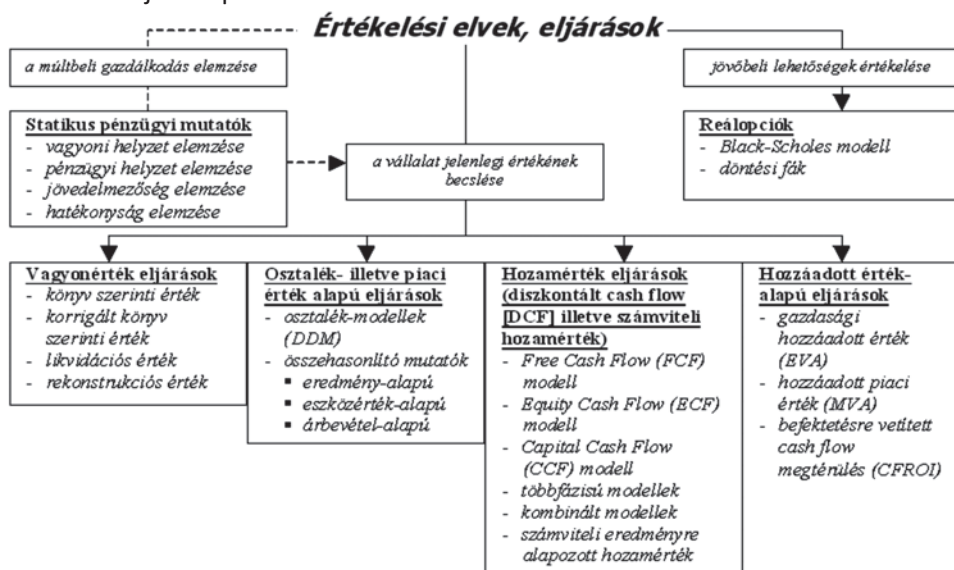
TAKÁCS ANDRÁS

Egy vállalat értékének megbecsléséhez az értékelési eljárások igen széles köre áll rendelkezésünkre. Ezek az aktuális cégértéket általában a jelenben meglévő vagyონérték vagy a jövőben várható hozamok diszkontálásával meghatározott hozamérték alapján közelítik meg. Bizonyos szituációkban azonban nem egy adott vállalat jelenben érvényes értékét, hanem egy, a jövőben esetlegesen realizálódó projekt értékét kell meghatároznunk. E kihívásra ad választ a reálopciók megközelítés, melynek segítségével tehát nemcsak a ténylegesen megvalósuló beruházásokhoz, hanem egy jövőbeli projekt megvalósításának lehetőségéhez is értéket tudunk rendelni.

A reálopció-elmélet helye az értékelési eljárások rendszerében

A szakirodalom vizsgálatakor a vállalatértékelési eljárásoknak rengeteg fajtájával találkozhatunk. Az egyes eljárások nem feltétlenül mondanak ellent egymásnak, sokkal inkább az a kijelentés tűnik helyesnek, hogy eltérő szituációkban más-más módszer ad helyes eredményt, tehát az alkalmazandó módszert az adott értékelési helyzet határozza meg (Copeland–Murrin–Koller 2000).

A következő ábra az értékelési elveknek a szakirodalom szintetizálása alapján összeállított saját csoportosítását szemlélteti:



1. ábra. Az értékelési elvek csoportosítása

A statikus pénzügyi mutatók a vállalat *múltbeli* gazdálkodásának (vagyoni, pénzügyi és jövedelmi helyzetének) elemzésére, átvilágítására szolgálnak. Önmagukban nem adnak becslést vállalatértéket végeredményül, ily módon nem tekinthetők önálló vállalatértékelési módszernek, ugyanakkor nagyon fontos szerepük van az értékelés előkészítésében.

A *jelenlegi* vállalati értékre közvetlen becslést a vagyonérték, az osztalék- ill. piaci érték alapú, a hozamérték és a hozzáadott érték alapú eljárások segítségével kaphatunk.

A vagyonérték eljárások legnagyobb előnye, hogy a jelenben meglévő és biztosan elérhető értékre koncentrálnak, hiszen a vállalat vagyontárgyainak eladásából származó pénzüsszeget próbálják megragadni. Ugyanebből fakad hátrányuk is: az esetek többségében e módszerrel valószínűleg alulbecsüljük a tényleges vállalatértéket, melynek az egyszerű eszközértéken túl nyilvánvalóan tartalmaznia kell a vállalat belső értékét is.

A hozamérték eljárásokat az értékelő szakemberek amiatt preferálják, hogy e módszerek a vállalat által hosszú távon elérhető jövedelmeket veszik alapul, azaz nem jelenbeli értéket, hanem a jövőbeli jövedelemtermelő képességet tekintik a vállalatérték forrásának. E módszercsoporton belül is általában a cash-flow alapú eljárások kerülnek előtérbe, mivel a tőkejuttatók számára rendelkezésre álló pénzüsszeget az értékelők fontosabbnak tartják a kettős könyvvitel szabályai alapján meghatározott számviteli eredménynél. Ezen eljárások alkalmazásának legfőbb problémája, hogy viszonylag sok szubjektív elemet tartalmaznak. A jövőbeli hozam- és tőkeköltség-alakulásra ugyanis csak feltételezéseket tehetünk, konkrét információval nem rendelkezünk. Az értékelés eredménye erősen függ attól, hogy mennyire sikerül reális becslést adni az említett adatok alakulására.

A hozzáadott érték alapú módszerek fókuszában az értékteremtés, a vállalat által a részvényesek számára létrehozott érték (shareholder value) áll (Pintér 2004; Bedő-Ozsvald 2008). E megközelítésnek az előnyei mellett jelentős problémája, hogy nincs egyértelmű visszaigazolás a gyakorlati alkalmazhatóságot illetően.

A fentiekben ismertetett eljárások tehát a vállalat múltbeli gazdálkodására, illetve jelenbeli értékére fókuszálnak. Ha az értékelés során nem a jelenlegi vállalatértéket, hanem valamely *jövőbeli* beruházási projekt megvalósításának lehetőségét, illetve az általa képviselt értéket kívánjuk számszerűsíteni, akkor jutunk el a tanulmányom fő témáját képező reálopció megközelítésig.

A reálopció megközelítés kialakulása

A reálopció-elmélet kialakulása az 1980-as évek elejére vezethető vissza, amikor az Egyesült Államokban megjelenő vállalati válságok felkeltették az aggodalmat, miszerint az USA vezető nagyhatalmi pozíciója gyengülhet. A probléma forrása a szakértők szerint a vállalatok helytelen menedzselése volt. A vállalatértékeléssel

foglalkozó szerzők körében ekkor jelent meg az a gondolat, hogy a túlzottan is egyeduralkodóvá vált DCF-megközelítés helyett más módon kell a beruházásokat értékelni. Myers az elsők között javasolta, hogy a beruházásokat a DCF-szemlélet helyett a pénzügyi piacokon már jól ismert opciós megközelítéssel kell értékelni (Myers 1984). Ugyanebben az évben Kester egy, az amerikai menedzserek által széles körben ismert fórumon, a Harvard Business Review-ban nagyon hasonló érveket fejtegette ki (Kester 1984). A jelenlegi szakirodalom e két tanulmányt együttesen tekinti a reálopció-elmélet alapkövének.

A reálopciók jellemzői

A reálopció fizikai eszközökbe, emberi erőforrásba vagy valamilyen szervezeti képességekbe történő olyan beruházás, amely magában hordozza a jövőbeli eseményekre való reagálás lehetőségét.

A reálopció-értékelés elméletének kiindulópontját a DCF-módszer bizonyos hiányosságai adják. Az alábbiakban bemutatásra kerülő hiányosságok (melyeket az előbb hivatkozott Myers és Kester munkák alapján foglalok össze) különösen erősen érvényesülnek a gyorsan változó és rugalmasságot igénylő iparágakban. A diszkontált cash-flow módszerek a jelenben rendelkezésre álló információk alapján értékelnek, és nem veszik figyelembe a piaci bizonytalanságnak és a jövőbeli döntések rugalmasságának az értékét.

A DCF-módszer egyik hiányossága, hogy nem kezeli a cash-flow-ban felmerülő bizonytalanságot, tulajdonképpen egy determinisztikus pénzáramot diszkontál egy elvárt megtérülési rátával. Ez alapján csak azt a beruházási projektet kell elfogadni, melynek pozitív a nettó jelenértéke. Egy ilyen elemzés burkoltan azzal számol, hogy a jövőben minden az előrejelzések szerint alakul, illetve hogy a befektetőknek „most vagy soha” döntést kell meghozniuk. A valóságban ugyanakkor ezek egyike sem áll fenn, a piaci viszonyok változnak, illetve a piaci szereplők reakciói sem jelezhetők előre. Ennek következtében a tényleges cash-flow nagy valószínűséggel el fog térni a becsülttől. Ugyanakkor az idő múlásával és új információk beérkezésével a bizonytalanság csökkenni fog, és a menedzsment (alkalmazkodva a megváltozott piaci viszonyokhoz) módosíthatja eredeti stratégiáját. A vállalatvezetés képes arra, hogy elhalassza, bővítse vagy leállítsa az adott projektet. E lehetőségek értékével a DCF-módszer nem számol.

Egy projekt, melynek nettó jelenértéke negatív a jelenben rendelkezésre álló információk alapján, egy év múlva – ismereteinket új információkkal kibővítve – akár pozitív képet is mutathat, értéket adva ezzel az elhalasztás lehetőségének, melyet kihasználhat a döntéshozó. Ugyanakkor a kapcsolat ellentétes irányban is igaz lehet, miszerint egy pozitív jelenértékű projekt az opciók „értéke” következtében válik nemkívánatossá.

A reálopciók értékelései során a társaság vagy egy beruházás által várhatóan termelt pénzáramlásokat úgy tekintjük, mint a tulajdonosoknak járó kifizetéseket, melyeket jogában áll megkapni, amíg a társaság folytatja a tevékenységét. Tulajdonképpen a beruházók egy opciónak vannak birtokában, amely megfelelhető egy amerikai típusú vételi opciónak, ahol a kötési árfolyam a projekt beruházási költsége, a mögöttes termék pedig a beruházás pénzáramlásának jelenértéke.

A hagyományos értékelési módszerek egy másik sajátossága, hogy a bizonytalanságot értékcsökkentő kockázati tényezőként veszik figyelembe úgy, hogy kockázat mértékével arányosan növelik a beruházás elvárt megtérülését. A jövőben bekövetkező lehetséges pénzáramlások közül csak egyetlen verzió várható megvalósulását veszik figyelembe, és a valószínűséghez tartozó kockázatot, annak a diszkontrátába történő beépítésével veszik figyelembe, csökkentve ezzel a pénzáram jelenlegi értékét.

Ezzel szemben a reálopciók számítások a bizonytalanságot lehetőségként értelmezik. Sőt, a DCF-számításokkal szemben (ahol a kockázat növekedése hatására egyértelműen csökken egy projekt jelenértéke), a kockázat emelkedése itt értéknövelő tényezőként jelenik meg. Ennek magyarázata kézenfekvő: ha a lehetséges kimenetek szórása nagy, az azt jelenti, hogy a projekt magában hordozza mind az alacsony jövedelmezőség, mind a kiugró eredmény lehetőségét, melyet a megfelelő körülmények esetén, új információk birtokában ki lehet használni.

Egy opció a következő jellemzőkkel írható le:

- az alaptermék (mögöttes termék) jelenlegi árfolyama;
- az alaptermék árfolyamának bizonytalansága, szórása;
- kötési árfolyam: az az ár, melyen a tulajdonos érvényesítheti az opcióját;
- lejáratig hátralévő idő: minél több idő áll a tulajdonos rendelkezésére, hogy meghozza a döntését, annál értékesebb számára az opciós jog. Az európai opció esetén az opció tulajdonosa csak lejáratidő végén hívhatja le opcióját, míg az amerikai opció tulajdonosa a lejáratidőn belül bármikor érvényesítheti e jogát.

Az opció értéke általánosságban két tényezőre bontható. Az egyik a belső érték, ami azt mutatja meg, hogy mennyi lenne a nyereségünk, ha az opciónkat azonnal lehívnánk. A másik az ún. időérték, ami annak a lehetőségnek az értéke, hogy az opciót nem most kell érvényesíteni.

A pénzügyi opciók és a reálopciók értékét meghatározó paraméterek összefüggését (Juhász 2004) alapján a következő táblázat foglalja össze:

1. táblázat. A pénzügyi opciók és a reálopciók értékét meghatározó tényezők

Az opció értékét meghatározó tényezők	
Pénzügyi opciók	Reálopciók
Részvényárfolyam	Beruházás várható pénzáramai
Lehívási (kötési) ár	Beruházási költség
Kockázatmentes kamatláb	A kockázatnak megfelelő kamatláb
Részvényárfolyam volatilitása	A várható pénzáramlás volatilitása
Lejáratig hátralévő idő	A döntésre rendelkezésre álló idő
Osztalék	Az opciótartás költsége
Az érték független a mögöttes termék várható felértékelődésétől	Az érték függ a mögöttes termék várható felértékelődésétől
A lehívás végtelen gyors	A lehívás időt igényel

Forrás: Juhász 2004 alapján

A reálopciók fajtái

A reálopciók csoportosítását az alapján végezhetjük el, hogy mi az a bizonytalan tényező, amivel kapcsolatban további információra érdemes várni. Ennek megfelelően többféle reálopcióról beszélhetünk, melyeket a már hivatkozott Juhász (2004), valamint Copeland–Murrin–Koller (2000) és Damodaran (2002) műveket szintetizálva az alábbiakban mutatok be.

1. Halasztási, időzítési opció

A legtöbb befektetési kérdés nemcsak arra korlátozódik, hogy belekezdjünk-e egy projektbe vagy sem, hanem általában a „mikor fogjunk bele?” kérdés is felmerül. Ez abból a felismerésből adódik, hogy egy befektetésnek nemcsak belső értéke, hanem időértéke is van, és e kettő érték együttesét szeretnék maximalizálni. A halasztási opciók arra adnak lehetőséget a tulajdonosoknak, hogy a beruházást úgy időzítsék, hogy maximális NPV-t érhessenek el. Tulajdonképpen egy vételi opcióval van dolgunk, ahol a beruházási költségek által meghatározott kötési árfolyamon vehetjük meg a projekt által termelt pénzáramlást. Mivel ez a jog általában egy meghatározott időpontig áll fenn, és azon belül bármikor lehívható, ezek az opciók az amerikai típusú pénzügyi opciókkal azonosak.

2. Módosítási, rugalmassági opciók

A beruházás megkezdése után a döntéshozóknak általában lehetőségük van, hogy változtassanak a projekt paraméterein a változó körülményeknek megfelelően, és a befektetők előnyben is részesítik azokat a lehetőségeket, amelyek nagyobb mozgásteret engednek nekik a későbbiekben. Ez adja az opciónak a rugalmassági értékét. A rugalmassági opciókat tovább bonthatjuk a következő típusokra:

– *Bővítési opció:* akkor állhat fenn, ha a kezdeti beruházás feltételei már megvannak, és a beruházás elkezdése óta kiderült, hogy érdemes a projekt méretét tovább növelni.

– *Szűkítési opció:* akkor válhat értékesé, ha nagy a veszélye annak, hogy a projekt a vártnál kedvezőtlenebbul alakul, ekkor a veszteség minimalizálása a cél. Ez

gyakorlatilag egy eladási opció, melynek kötési árfolyama a szűkítéssel elérhető költségmegtakarítás, az alaptermék pedig a projekt meg nem valósított részének értéke.

– *Váltási, kapcsolási opció:* akkor beszélünk ilyenről, ha lehetőség van arra, hogy egy projekt input vagy output tényezőit megváltoztassuk. Tipikus példa erre olyan gépsorok beszerzése, melyek különböző energiahordozók felhasználásával üzemelhetnek, vagy egy olyan energiarendszer kiépítése, ahol lehetőség van a különböző erőforrásokkal üzemelő erőművek működtetésére, illetve hálózatra kapcsolására. Ez természetesen magasabb beruházási költséggel jár együtt, de később csökkentheti az üzemeltetési költségeket az olcsóbb energiára való átállással, illetve növeli a rendszer vagy a gép értékét a nagyobb üzembiztosságnak, a diverzifikációnak köszönhetően. Szintén a diverzifikáció lehet értéknövelő tényező, ha egy vállalat több beszállítóra támaszkodik, vagy az output oldalon több lábon állva több piacon vagy szélesebb vevőkörnek értékesít.

– *Átmeneti leállási opció:* lehetőséget ad a projekt tulajdonosának, hogy szüneteltesse a projekt működését. Ez azokban az esetekben lehet értékes, amikor a projekt működése ciklikusságot mutat, bizonyos periódusokban veszteséget termelnek, míg a leállás és az újraindítás költségei nem túl magasak. Egy ilyen opció két oldalról közelíthető meg: egyrészt felfogható az évi bevételekre vonatkozó vételi opcióként, melynek kötési árfolyama a működés változó költségei, másrészt viszont tekinthető egy, a termelt veszteségre vonatkozó eladási opciónak is.

3. *Növekedési opció*

A növekedési opció nagyon hasonlít a bővítési opcióhoz, azonban lényeges eltérés, hogy a növekedési opció esetében egy relatíve kicsi, más beruházást előkészítő, önmagában nem feltétlenül pozitív jelenértékű beruházás beindításáról szól a döntés, nem pedig egy már önmagában is pozitív jelenértékű projekt bővítéséről. Növekedési opciós értéke általában akkor van egy projektnek, ha egy kezdeti beruházás előfeltételét képezi egy másik (vagy akár több egymásra épülő) projektnek, azaz jövőbeli növekedési lehetőséget tesz lehetővé. A növekedési opció egy amerikai típusú vételi opciónak feleltethető meg, ahol a kötési árfolyam a további projektek beruházási költsége, a mögöttes termék ezen beruházások pénzáramlásainak jelenértéke. Egymásra épülő, lépcsőzetesen összefüggő projektek esetén az egyes vételi opciók további vételi opciókat foglalnak magukban, így az árazás meglehetősen bonyolult lehet.

4. *Kiszállási opció*

A kiszállási opció arra az esetre vonatkozik, ha a tulajdonos úgy tudja a pénzáramlást maximalizálni, ha eladja, vagy végleg abbahagyja a projektet. Ennek egyik oka a feltételek kedvezőtlen alakulása lehet, vagy mikor a projekt a mérete miatt válik gazdaságtalanná. Ez utóbbi esetben egy, az iparágban működő nagyobb vállalat számára vonzó célpont lehet a projekt (tulajdonképpen a vevő a növekedési opcióját hívja le). A kiszállási opció egy osztalékot fizető amerikai put opciónak

tekinthető, melynek mögöttes terméke a projekt/vállalat értéke, kötési árfolyam az értékesítéskor kapott ár, az osztalék pedig a projekt által termelt pénzáram.

5. Összetett opciók

A fentiek mellet beszélhetünk még összetett opciókról is, ugyanis a valóságban a projektek általában több, egymásba ágyazódó opciós lehetőséget nyújtanak a befektetőknek. Ezek a lehetőségek lehetnek egymástól függetlenek, de szoros kapcsolatban is állhatnak egymással. Ilyen esetben maga a mögöttes termék is tartalmaz opciós értéket, így gyakorlatilag opcióra kiírt opciókat kell árazni. Beágyazott opciók esetén egy döntés nem csak a soron következő opció értékét, hanem az összes további lehetőség értékét befolyásolhatja.

A fentieket összefoglalva, a reálopciók elmélete azt állítja, hogy azok a lehetőségek, melyek döntési rugalmassággal látják el a menedzsereket, megváltoztatják egy beruházás nettó jelenértékét. A lehetőségek általában értéknövelő tényezőként jelennek meg, de az opciók figyelembevétele akár az ellenkező irányba is hathat (egy alapvetően pozitív jelenértékű projektet nemkívánatossá tehet az a tény, hogy a későbbiekben nem tudnak reagálni a változásokra).

A reálopciók értékelése

A reálopciók értékelésének alapját a pénzügyi opciók értékelésére kidolgozott eljárások adják. E téren a legismertebb értékelési mód a *Black–Scholes–modell*, melynek kiinduló feltevései az alábbiak (ifj. Zeller 2001):

1. európai opcióról van szó,
2. a részvénykereskedelem folyamatos,
3. a jövőbeli részvényárak lognormális eloszlást követnek, és a variancia az idővel arányos,
4. megengedett a fedezetlen eladás,
5. a piac súrlódásmentes, azaz nincsenek tranzakciós költségek és adók, minden értékpapír tökéletesen osztható,
6. az opció futamideje alatt a részvény nem fizet osztalékot,
7. nincs kockázatmentes arbitrázslehetőség,
8. a kockázatmentes kamatláb ismert és a lejáratig nem változik.

E feltételek mellett a *call* opció értékét az alábbi formula segítségével számítjuk ki:

$$C = N(d_1)S - X(e^{-rT})N(d_2)$$

ahol:

$$d_1 = \frac{\ln(S/X) + (r + \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

A képletekben használt jelölések: C: a call ára; S: a részvény ára; X: a kötési ár; r: a kockázatmentes kamatláb (megfelelő időegységre); s: a részvény hozamának szórása (megfelelő időegységre); T: lejáratig hátralévő idő; N(d): standard normális eloszlás eloszlásfüggvénye.

A Black–Scholes–modell abból indul ki, hogy az opció értékének meghatározásakor az opció tárgyát képező befektetés *replikálható*, azaz kialakítható egy olyan *alternatív portfólió*, amely egy törtrészvényvásárlásból és egy kötvényeladásból tevődik össze, és a lejáratú időpontban az opcióval azonos kifizetést biztosít. Így az opció értéke az alternatív portfólió komponenseinek értékeiből adódik.

A Black–Scholes–formulát általában alkalmazhatónak tartják a reálopciókra is, természetesen azok jellemzőihez igazítva. Ugyanakkor több szerző – mint például Meirav (2000) – felhívja a figyelmet az alapfeltevésekben rejlő hibákra. Meirav ugyan elismeri, hogy a Black–Scholes–modell elméleti alapként kihagyhatatlan, azonban konkrét alkalmazását nem javasolja, az alábbi érvek alapján:

- a modell európai opciók értékelésére szolgál, tehát azt feltételezi, hogy az opció csak egy konkrét jövőbeli időpontban hívható le – ez kevéssé igaz a reálopciókra,

- a döntést véglegesnek tartja, tehát a feltevés szerint annak meghozatala után már nincs bizonytalanság – a reálopciók lényege éppen a folyamatosan változó körülmények, információk beépítése a döntéshozatalba,

- vitathatónak tartja továbbá a lognormális eloszlás feltételezését.

Ehelyett Meirav azt a sokkal egyszerűbb megoldást javasolja, melyben megbecsüljük a reálopció tárgyát képező projekt nettó jelenértékét („*size of the prize*”, tehát az „elérhető nyeresemény”), majd ehhez hozzárendelünk egy bekövetkezési valószínűséget, és a reálopció értékét egyszerűen a várható NPV és a bekövetkezési valószínűség szorzataként határozzuk meg.

Egy másik értékelési mód, melyet a pénzügyi opcióknál is alkalmaznak, a *döntési fák*on alapuló értékelés. Ez esetben olyan döntési fát készítünk, amely megmutatja a projekt lehetséges kimeneteit, az ezekhez tartozó kifizetéseket, valamint az egyes kimenetek bekövetkezésének valószínűségeit. Az opció értékét így a lehetséges kimenetekhez tartozó kifizetések és valószínűségek szorzatainak összegeként határozhatjuk meg.

Kulcsszavak: vállalatértékelés, diszkontált hozamérték, reálopció, részvényopció, Black-Scholes modell, halasztási opció, növekedési opció, kiszállási opció

Irodalomjegyzék

Bedő Zsolt – Ozsvald Éva 2008. Codes of Good Governance in Hungary. *Discussion paper MT-DP 2008/18*, Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences, Budapest

Copeland, T. – Murrin, J. – Koller, T. 2000. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 3rd Edition, New York, Wiley

Damodaran, A. 2002. *Investment valuation*, 2nd edition, John Wiley & Sons

Juhász P. 2004. *Az üzleti és a könyv szerinti érték eltérésének magyarázata – Vállalatok mérlegén kívüli tételeinek értékelési problémái*. Doktori (PhD) értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem, Gazdálkodástani Doktori Iskola

Kester, W. C. 1984. Today's Options for Tomorrow's Growth. *Harvard Business Review*, March-April, 153-160.

Meirav, U. 2000. *Real Options & the Black Scholes Formula: What's Wrong with This Picture?* Strategic Decision Group, San Diego, INFORMS

Myers, S. C. 1984. Finance Theory and Financial Strategy. *INTERFACES* 14, January-February, 126-137.

Pintér Éva 2004. Értékteremtés a banki szolgáltatásban. *Vezetéstudomány*, XXXV. évf. 2. szám

ifj. Zeller Gy. 2001. *Bevezetés a származékos értékpapíripiacokba*. Pécsi Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi Kar

Újdonságok a gazdasági és pénzügyi jogszabályozásban – LXVI. rész

PÁSZTOR CSABA

A *Hivatalos Közlöny* I. részének 2008/750–2008/821. számaiban megjelent gazdasági, pénzügyi újdonságok a következő témaköröket ölelik fel:

1. adózás, adóbevallás;
2. állóeszközök amortizációja, felértékelése;
3. munkabérszerződések, munkabérre befizetendő összegek;
4. vám, áfa, luxusadó, pénzmosás, nyereségadó;
5. privatizáció, kedvezmények kis- és középvállalatok részére, mezőgazdasági pénzkiegyenlítések, tőzsdepiaci normák;
6. pénzügyi auditálás, könyvvizsgálás;
7. nyugdíjak, ösztöndíjak;
8. könyvviteli normák, hitelszövetkezetek működése;
9. ingatlanok és földterületek visszaigénylése, tűzoltósági kötelezettségek, fiskális kasszagép használata;
10. külföldi utazás, helységnevek, fogyasztóvédelem, kereskedelmi társaságok bejegyzése.

A fiskális adóügynökség elnökének a 2008/1600-as sz. rendelete (2008/805-ös sz. H. K.) megváltoztatja és kibővíti a 2008/1173-as sz., a fiskális követelések átruházását illető rendeletét.

3.1. A 2008/148-as sz. sürgősségi kormányrendelet (2008/765-ös sz. H. K.) megváltoztatja és kibővíti a 2003/53-as sz. munkatörvényt: hatályon kívül helyezi a munkakönyvek használatát szabályzó 1976/92-es sz. dekrétumot, aminek értelmében a munkakönyveket a ledolgozott munkaidő bizonyítására 2010. dec. 31-ig használhatjuk.

3.2. A fogyasztókos személyek országos hivatala elnökének a 2008/590-es sz. rendelete (2008/817-es sz. H. K.) a 2006/448-as sz. törvény 78-as sz. cikkelyének alkalmazására vonatkozó módszertani normákat szabályozza, amely a havi minimum bruttó bér százalékarányában alkalmazottkénti illeték befizetésére kötelez minden céget, aki nem vásárolt árut fogyasztókosokat foglalkoztató cégektől. Az összeget tartozásként kell feltüntetni a 100-as sz. típusnyomtatványon.

7.1. A 2008/263-as sz. törvény (2008/775-ös sz. H. K.) a mezőgazdasági dolgozók nyugdíjbiztosítási alapjába befizetendő illetéket szabályozza.

9.1. A 2008/232-es sz. törvény (2008/750-es sz. H. K.) a pénzkiegyenlítéseket szabályozza, amelyekben az 1989 előtt 70 000 lejt DACIA gépkocsira befizetők részesülnek.

9.2. A 2008/260-os sz. törvény (2008.11.10/757-es sz. H. K.) a tulajdonosokat lakásbiztosítás megkötésére kötelezi a törvény megjelenése után számított 120 napon belül.

9.3. A 2008/261-es sz. törvény (2008/757-es sz. H. K.) megváltoztatja és kibővíti a 2000/1-es sz., tulajdonjog-visszaigénylési törvény 29-es sz. cikkelyét, ami alapján az egyházak visszaigényelhetik tulajdonaikat, a kérvényezési lehetőség pedig a törvény megjelenése utáni 6 hónapon át áll fenn.

10.1. A 2008/284-es sz. törvény (2008/778-as sz. H.K.) megváltoztatja és kibővíti, az 1990/31-es sz., kereskedelmi társaságok törvényét, valamint a 2008/26-os sz., kereskedelmi társaságok regiszterének a szabályozását, közös nevezőre hozván ezeket az Európai Tanács 77/91/CEE direktívája alapján.

10.2. A 2008/173-as sz. sürgősségi kormányrendelet (2008/792-es sz. H. K.) megváltoztatja és kibővíti a 2006/85-ös sz. cégfelszámolási törvényt.

Fontosabb gazdasági események

A magyar származású Soros György befektetési üzletember egy washingtoni kongresszusi meghallgatáson kijelentette: szerinte elkerülhetetlen a jelentős gazdasági hanyatlás, és a mély válság lehetősége sem kizárt. Az amerikai törvényhozás felügyeleti és kormányzati reformmal foglalkozó bizottsága nagy fedezeti alapok vezetőit hallgatta meg arról, hogy ezeknek a javarészt szabályozatlan tevékenységű alapoknak mekkora szerepük volt a globális pénzügyi válságban. A 78 éves Soros György, a 19 milliárd dollár vagyonú Soros Alapítvány elnöke azt mondta, hogy a fedezeti alapok szerves részét alkották annak a pénzügyi piaci buboréknak, amely kipukkadt. Szerinte a válság ezután a származékos pénzügyi termékeket fogja elérni, mivel ez a piac szabályozatlan. Azt javasolta, hogy létre kell hozni egy tőzsdét, ahol ezekkel az eszközökkel kereskedni lehetne.

A bizottsági meghallgatáson Philip Falcone, a Harbinger Capital Partners igazgatója – aki Soros Györgyhez hasonlóan több mint 1 milliárd dollárt keresett tavaly – a fedezeti piac nagyobb átláthatóságát és felügyeletét sürgette. Soros viszont arra figyelmeztetett: az eddigi szabályozatlan időszak után túlságosan az ellenkező irányba lendülhet az inga, a túlzó, ésszerűtlen és büntetésjellegű szabályozás visszafelé sülni lehet el. Úgy látja: a hitelpiac-buborék kipukkanása után megtizedelődik a fedezeti alapok száma, 50–75 százalékkal csökken az általuk kezelt pénzeszközök mennyisége. Az üzletember kritizálta a pénzügyminisztérium bankmentő intézkedéseit, szerinte azok nem megfelelők, nem elfogadhatók. Szerinte nagyobb árat kellett volna szabni a mentőővert cserébe a pénzintézeteknek.

A kongresszus demokrata vezetői több meghallgatást tartanak a pénzügyi válság okairól. Henry Waxman bizottsági elnök egyebek mellett az esetleg továbbra is kockázatot jelentő spekulatív befektetési alapok (hedge funds) szabályozásának szükségességéről kezdeményezett vizsgálatot. A politikus hangsúlyozta: ezek a speciális befektetési alapok elképzelhetetlen bevételekre tettek szert, piacuk alig szabályozott, egy részük pedig még adókedvezményekben is részesül. Hozzátette: az alapok vezetői jövedelmük egy része után mindössze 15 százalékos kamatadót fizettek, ez kevesebb, mint amennyit például a tanárok, tűzoltók vagy vízvezeték-szerelők személyi jövedelemadó formájában befizetnek. Henry Waxman adatai szerint az Egyesült Államokban 8 ezer fedezeti alap működik, amelyek összesen 1,5 ezer milliárd (1,5 billió) dollárt kezelnek.

Kétszázmilliárd euró összértékű költségvetési gazdaságösztönző tervet terjesztett elő az Európai Bizottság az európai recesszió hatásainak kivédésére. Ez az összeg az EU-országok összesített bruttó hazai terméke (GDP) mintegy 1,5 százalékának

felel meg, mondta brüsszeli sajtótájékoztatóján José Manuel Barroso, a bizottság elnöke. Az összegből 170 milliárd eurót a tagországoknak kell állniuk, 30 milliárdot az EU vállal magára, utóbbi mintegy felét az Európai Beruházási Bank adja.

Barroso és Joaquín Almunia, az EU pénzügyi biztosa hangsúlyozta: nem szükséges, hogy minden ország hajszálra azonos intézkedéseket válasszon ki a most rendelkezésére bocsátott „szerszámosládából”, az viszont igenis fontos, hogy az uniós tagállamok a számukra javasolt lépéseket egymással összehangolt módon tegyék meg. Koordináció nélkül egy meg egy kevesebb lesz kettőnél, és akár nulla is lehet. Ha van koordináció, akkor egy meg egy három is lehet – igyekezett érzékeltetni Almunia az összehangolás erejét.

A brüsszeli bizottság által előterjesztett intézkedési terv az elkövetkező két évre szól. Tartalmaz rövid távú intézkedéseket a munkahelyek megvédésére, a kereslet növelésére, a bizalom erősítésére, továbbá beruházási elképzeléseket a növekedés gyorsítására és a javulás fenntarthatóvá tételére hosszabb távon. Egyebek közt tartalmazza azt is, hogy a tagállamok fontolják meg a munkaerőt terhelő járulékok csökkentését, és az áfa csökkentését is a nagy munkaigényű területeken és a környezetbarát termékek vonatkozásában. Brüsszel szerint most a költségvetési kiadások jelentős növelésére, adókönyvitésekre és a betegeskedő iparágak megsegítésére van szükség, azzal együtt, hogy ezeknek az intézkedéseknek megfelelően célzottaknak kell lenniük, és csak átmeneti időre szólhatnak. A recesszió leküzdését célzó kiadásoknak „okos kiadásoknak” kell lenniük, vélekedik az EU fő végrehajtó testülete.

A világ második legmagasabb épületét, a sanghaji Pénzügyi Világközpont idén átadott székházát minősítette egy nemzetközi építészcsoporthoz a legjobb felhőkarcolónak. Az alakja miatt „sörnyitónak” becézett épületet „formai egyszerűségéért”, valamint impozáns felhőkarcolós megjelenéséért és méretéért ítélte az építészekből és mérnökökből álló Magas Épületek és Városi Környezet Tanácsa (CTBUH) a legkiemelkedőbbnek. Ez a testület határozza meg időről időre, hogy melyik a világ legmagasabb építménye. A sanghaji tornyot a New Yorkban alapított Kohn Pederson Fox Associates tervezte. A cégnek világszerte vannak irodái. A tanács válogatóbizottságának munkáját Tim Johnson építész vezette, aki a „győztes” felhőkarcoló újszerű szerkezeti megoldásait dicsérte.

Az épület alapkövét 1997-ben rakták le, s az irodáknak, szállodának, múzeumnak és kilátónak helyet adó, 492 méter magas, 101 emeletes, 377 ezer négyzetméternyi hasznos alapterületű torony végül idén készült el. A felső részére eredetileg a ház testét áttörő, kör alakú lyukat terveztek, ám mivel ez sokakat a japán felkelő nap szimbólumára emlékeztetett, végül trapéz alakú nyílást építettek: így nyerte el a torony „sörnyitós” külsejét.

A sanghaji győztes mellett három további, idén befejezett felhőkarcoló vívta ki a nemzetközi építésztestület elismerését: a New York Times Building New Yorkban, az 51 Lime Street Londonban és a bahreini Kereskedelmi Világközpont Manamában.

A sanghaji csodapalota jelenleg a világ második legmagasabb tornya – az első a tajpei 101 torony a maga 508 méterével –, ám az épülő Burdzs Dubai mindkettőt túlszárnyalja majd tervezett 800 méteres magasságával, ha kész lesz. És már ez sem a csúcs, hiszen egy másik dubai vállalkozás ezerméteres lakótornyot akar felhúzni.

Bár a toronyház-építészeti sokszor és sok indokból temették már, a szupertornyok építése jelenleg éppenséggel virágzásnak indult, különösen Ázsiában, a közelkeleti olajnagyhatalmaknál és Oroszországban – mutatott rá a CTBUH egyik tagja, Carol Willis, a New York-i Felhőkarcoló Múzeum vezetője.

Brassói művész a Pálma-sziget avatóján. Egy sor világsztár mellett két fiatal magyar képzőművész, a brassói származású Bordos László Zsolt és Kovács Ivó, a háromdimenziós animáció specialistái is részt vettek a világ nyolcadik csodájának nevezett mesterséges sziget, a dubai Palm Jumeirah hét végi megnyitőünnepségén. A 800 futballpálya alapterületű szigetet majdnem 100 millió köbméter homok és hétmillió tonna kő felhasználásával építette a Perzsa-öböl vizére a Nakheel, a dubai kormány ingatlanfejlesztő cége. A pálma 17 ágán és a szigetet körülölelő hullámtörőn nyolcezer villa és lakás épült, törzsén bevásárlóközpontok, irodaházak és szállodák sorakoznak. A főépület az Atlantis The Palm 1532 lakosztállyal, akváriumaiban 65 ezer hal úszkál, a vendégek kívánságait pedig háromezer fős személyzet lesi. Ez a luxushotel volt a megnyitőünnepség helyszíne. A rendezvényre több mint kétezer vendég volt hivatalos. Az Egyesült Arab Emírségek és az egész arab világ krémje mellett ott volt például Robert De Niro, Oprah Winfrey, Janet Jackson, Michael Jordan és Boris Becker. A Dubaiban megjelenő angol nyelvű Gulf News szerint a 20 millió dollár költségvetésű megnyitő az ország történetének legnagyobb szabású exkluzív partija. Fellépett Kylie Minogue és Lindsay Lohan lemezlovas barátnője, Samantha Ronson is. Az est fénypontját a szálloda homlokzatára vetített videoanimáció képezte. A 240-szer 100 méteres mozgó fényfestményen öt hónapon keresztül dolgoztak a magyar művészek Párizsban. A dubai projektben a magyarok a háromdimenziós animációkért és a forgatókönyv művészi megjelenítéséért feleltek. A pálmasziget felavatására négyzetméterben számolva minden idők második legnagyobb méretű videovetítését készítette elő a francia–magyar művészcsoport. Grandiózusabb program csak a pekingi olimpiai játékok nyitóünnepségén volt. A Palm Jumeriah megnyitóján több Guinness-rekordot is felállítottak. Az est a pirotechnika történetének legnagyobb tűzijátékával zárult. Az eddigi rekord a videovetítéshez hasonlóan a pekingi olimpiához kapcsolódik. A pálmasziget 17 kilométer

hosszú hullámtörőjének ötven pontján, illetve a szálloda tetején és 400 erkélyén felállított kilövőállomásokról 245 méter magasra repültek a rakéták, és a tűzijátékot az űrben keringő műholdak kamerái is látták. „Láttunk a városban egy hatalmas reklámtáblát. Az áll rajta, hogy »Itt minden lehetséges«. Ez valóban így van” – nyilatkozta Kovács Ivó és Bordos László Zsolt.

A Japán Központi Bank, a Bank of Japan rendkívüli értekezletet tartott, és likviditásnövelő intézkedésről határozott: 3 billió jent bocsát a rövid lejáratú aukciók rendelkezésére, úgy, hogy a pályázóktól egészen „BBB” minősítésig elfogad vállalati adósságot fedezetként. Eddig fedezetként csak „A” vagy jobb osztályzatú vállalati adósságot fogadott el a bank. A 0,30 százalékos alapkamatot változatlanul hagyta a Japán Központi Bank, közölték a rendkívüli értekezlet után.

Elemzők szerint a banknak most az az elképzelése, hogy nem akar visszatérni a zéró kamatpolitikához, de mégis olajoznia kell a pénzügyi piacokat, átsegíteni a hittelezést a nehéz időszakon. A bank elnöke, Sirakava Maszaaki úgy nyilatkozott, hogy Japánban a pénzügyi piacok stabilabbak, mint a nyugati országokban, de a pénzügyi körülmények romlanak. Úgy vélte, hogy a nagyon alacsony kamatszint árt a piacok működésének. A bank október 31-én 0,30 százalékra csökkentette irányadó kamátát, miután korábban – október 8-án – kimaradt a világ mértékadó központi bankjainak egyeztetett kamatcsökkentéséből.

A bank utoljára tavaly, 2007 februárjában nyúlt irányadó rátájához, a fedezet nélküli egynapos (over night) hitelekre vonatkozó kamatcéljához, negyed százalékponttal 0,50 százalékra emelve azt. Előzőleg 2006 júliusában szigorított, 0,25 százalékos célt állapítva meg. A bank 2006 márciusában hivatalosan befejezettnek nyilvánította a 2001. március óta folytatott zéró kamat-politikáját – a mostani, október végi előtt utoljára akkor volt kamatcsökkentés Japánban –, de a tényleges intézkedéssel még várt 2006. július közepéig. Addig a központi cél öt éven át nulla volt, a piaci kamatok tizedszázalékos szinteken voltak.

Az Európai Központi Bank (EKB) október óta két alkalommal is 50 bázisponttal mérsékelte az alapkamatot, de a Federal Reserve, a Bank of England és a svájci nemzeti bank is ennél nagyobb mértékben enyhített a hitelfeltételeken. Ez is szerepet játszott a vártnál nagyobb méretű kamatválásban. A közelmúlt makrogazdasági adatai sorra kedvezőtlenek voltak: a kiskereskedelmi eladások, a termelői árak októberben csökkentek, rosszabbodott az üzleti bizalmi index, a feldolgozó-ipari és a szolgáltatói szektor tevékenysége a munkanélküliség növekedésével együtt esett

vissza. Az eurózóna szerdán közzétett szolgáltatói beszerzői menedzser indexe a legmélyebb szintjére esett tíz év óta, azóta, hogy ezt az indexet számolják.

Az EKB döntéshozóira nagy nyomás nehezedett az erőteljesebb kamatvágást sürgető politikusok, közgazdászok, munkáltatói és munkavállalói szervezetek részéről, a bank vezetői azonban többször is óva intettek a túl gyors és túlságosan nagy kamatvágástól. Az óvatosságot azonban a jelek szerint feladták a legújabb, lefelé módosított növekedési adatok, illetve a leszállított inflációs prognózisok fényében.

Erdély fővárosának legnagyobb „üzeme” a Kolozsvári Egyetemek Egyesülete: a Babeş–Bolyai Tudományegyetem, a Iuliu Haşeganu Orvosi és Gyógyszerészeti Egyetem, a Kolozsvári Műszaki Egyetem, a Mezőgazdaságtudományi és Állatorvosi Egyetem, a Gheorghe Dima Zeneakadémia, a Képzőművészeti és Formatervezési Egyetem, valamint a Bogdan Vodă magánegyetem, melyeket több mint 10 ezer egyetemi tanügyi személyzet működteti. Több ezer egyetemi adminisztrációban működő alkalmazottja van, valamint 150 ezer diák, akiknek majdnem fele ösztöndíjas, a megmaradt része pedig költségtérítéses helyen tanul. Nemzetközi statisztikai adatok szerint minden tanításba befektetett egy dollár nyolcszorosan térül meg. Nem beszélve arról, hogy a tudásalapú társadalomban a magasan képzett személyek sokkal könnyebben és jobban el tudnak helyezkedni, mint az alacsonyan képzettek. Ezért nem mindegy, hogy az érettségizettek milyen felsőoktatási intézmény szolgáltatásait veszik igénybe. Ezt megkönnyíteni hivatott az a nemzetközi kiállítás, amit a Kolozsvári Egyetemek Egyesülete immár tradicionálisan megrendez minden év novemberében az Expo Transilvania kiállítási csarnokában.

2008. november 19–21. között az Expo Transilvania csarnokában X. alkalommal nyitották meg az UNIVERSITARIAT. A megnyitón feltűnően sok tanár, diák, leendő egyetemista fordult meg. Az egyetemek tisztában vannak azzal, hogy a mai piacgazdaság feltételei között a felsőoktatási intézmények szolgáltatásait is el kell adni a potenciális közönségnek. Egyre fontosabb a kutatás beépülése a gazdasági életbe, valamint a kolozsvári oktatás szerepe az EU-ban. Ezért a kiállítás keretében kapott helyet az V. Pro Libris Erdélyi Könyvkiadók Szalonja, illetve a VI. Bussiness Suport Info&Office üzletkötői, kis- és középvállalati szolgáltatási vásár. Összesen hatvanöt oktatóintézmény, kutatóintézet, cég képviselteti magát. Ezek munkaerőbörzét, divatbemutatót (a Képzőművészeti és Formatervezési Egyetem diákjainak termékeiből), könyvbemutatót, este pedig a Gh. Dima Zeneakadémia stúdiótermében koncertet rendeztek. Az Északnyugati Regionális Fejlesztési Ügynökség szervezésében megtartották a II. Európai Oportunitások Regionális Fórumát.

Figyelemre méltó a Szatmár Megyei Környezetvédelmi Alapot kezelő ügynökség azon akciója, amelynek keretében a fűtési berendezések környezetkímélő és energiatakarékos berendezésekre való cseréjéhez lehet támogatást igényelni. Ezek a berendezések lehetnek geotermikusak, illetve szélenergiát kihasználó, napenergiát felhasználók, és a kivitelezésre jelentkező cégek pályázatait várják. Mint azt Buzeg Éva, a Szatmár Megyei Környezetvédelmi Felügyelőség pályázati osztályának tanácsosa elmondta, a kivitelezésre jelentkezők egyenesen a Környezetvédelmi Alapot kezelő ügynökség bukaresti címére kell küldjék a jelentkezésüket. Elbírálásukra 15 nap van előírva. A magánszemélyeknek a kivitelezőnél kell letenniük a szükséges dokumentációt 2009. január 5-ig. Buzeg mérnöknő hozzátette: A Környezetvédelmi Alap a költségek 90 százalékát állja a magánszemélyek esetében, az összeg nem haladhatja meg a 25 000 lejt. A magánszemélyeknek 10 százalékos önrészt kell fizetniük, tehát mindenképpen 2500 lej alatti összeget. A munkálatokat egy év alatt kell elvégezni. A jövő évre 400 000 lejt biztosított a Környezetvédelmi Alapot kezelő ügynökség a magánszemélyek részére.

Hargita Megye Tanácsa és a Hargita Megyei Kereskedelmi és Iparkamara 2008. november 24. és december 10. között Pályázati lehetőségek kis- és középvállalkozásoknak címmel konferenciasorozatot szervezett a megye helységeiben. A konferencia célja volt bemutatni azokat a pályázati lehetőségeket, amelyek igénybevételével a Hargita megyei KKV-k vissza nem térítendő támogatásokra pályázhatnak a 2008–2013 közötti időszakban. A konferenciasorozat a következő program szerint zajlott: Székelyudvarhelyen november 24-én 10,00 órától a Gondúzó étteremben, Csíkszeredában november 25-én 10,00 órától a Fenyő szállóban, Gyergyószentmiklóson november 26-án 10,00 órától a Muskátli vendéglőben, Székelykeresztúron december 3-án 11,00 órától a Vállalkozók Szövetségének Irodáján, Balánbányán december 8-án 10,00 órától a Da Vinci étteremben, Maroshévízen december 10-én 11,00 órától a Maros vendéglőben. A konferencia tematikája: A Regionális Operatív Programok, Szektoriális Operatív Programok, Vidékfejlesztési Programok és az Állami Költségvetésből Finanszírozott Programok keretén belül igényelhető vissza nem térítendő támogatások bemutatása; Az uniós és nemzeti alapokból támogatott pályázatok közbeszerzési eljárásainak ellenőrzése és monitorizálása; A Kis- és Középvállalkozók Nemzeti Alapja szolgáltatásainak a bemutatása. A következő intézmények részéről tartottak előadást: Kis- és Középvállalkozások, Kereskedelem, Turizmus és Szabadfoglalkozások Minisztériuma; Központi Regionális Fejlesztési Ügynökség; Országos Közbeszerzési Hatóság; A Hargita Megyei Mezőgazdasági és Vidékfejlesztési Igazgatóság; A Kis- és Középvállalkozók Nemzeti Alapja - Helyi Hitelgarancia Alap Sepsiszentgyörgy RT; A konferencia alkalmával a résztvevők rendelkezésére bocsátották a Hargita Megye Tanácsa és a Hargita Megyei Kereskedelmi és Iparkamara által kia-

dott, kétnyelvű (román–magyar) katalógust, amely a 2008–2013 között igénybe vehető pályázati forrásokat tartalmazza.

A pályázatokat a romániai Fejlesztési, Középítkezési és Lakásügyi Minisztérium és a Magyar Köztársaság Nemzeti Fejlesztési Ügynökség a Román–Magyar Határmenti Együttműködési Program két nagy beavatkozási területére fogadja. A teljes pályázati dokumentáció leadásának határideje 2009. január 30. A pályázatokat a program Közös Technikai Titkárságának budapesti székhelyére várják. A finanszírozási kérelmek elbírálása egylépcsős, így lehetőség van az összes beérkezett pályázat összehasonlítására és a fejlesztési prioritásoknak leginkább megfelelő pályázatok kiválasztására. A gazdasági, szociális és közösségi kapcsolatokat támogatni hivatott program keretében olyan közös magyar–román partnerségben megvalósuló projektek kaphatnak támogatást, amelyeknek bizonyíthatóan van határon átnyúló hatása. A pályázati felhívás keretében főként a felkészítő (tanulmányok, tervek készítése), valamint az együttműködést, tapasztalatcserét és partnerségek kialakulását ösztönző tevékenységek nyerhetnek támogatást. A Román–Magyar Határmenti Együttműködési Program keretében olyan pályázatok kaphatnak támogatást, amelyek a határmenti térség fenntartható fejlesztését segítik elő (közlekedés, kommunikáció, természetvédelem), illetve a közös társadalmi és gazdasági kohéziót erősítik (üzleti együttműködés, kutatásfejlesztés és innováció, oktatás, egészségügy, közösségek közötti együttműködés). Pályázhatnak helyi önkormányzatok, önkormányzati társulások, kistérségi társulások, ezen szervezetek intézményei, nonprofit szervezetek (egyházak, alapítványok, egyesületek, köztestületek, közhasznú társaságok), oktatási intézmények és kamarák. A projektpartnerek között legalább egy magyarországi és egy romániai partnernek kell lennie.

A megpályázható vissza nem térítendő támogatás értéke 10 000 és 1 500 000 euró között kell legyen, a tervek kivitelezése a szerződés megkötésétől számított 12–18 hónapon belül meg kell történnjen. A projektek az Európai Regionális Fejlesztési Alap (ERFA), a Magyar Köztársaság és Románia társfinanszírozásával valósulnak meg. E pályázati felhívás keretében összesen 16,7 millió euró ERFA-forrás áll rendelkezésre, amely – kiegészülve a partnerállamok támogatásával – összesen 19,7 millió eurót tesz ki. A pályázó kézikönyve és a pályázás feltételei megtalálhatóak a Fejlesztési Minisztérium honlapján: www.mdpl.ro, valamint a www.brecooradea.ro és a www.vati.hu weboldalakon.

A Fejlesztési, Középítkezési és Lakásügyi Minisztérium a Művelődési Minisztériummal közösen indított, új művelődési otthonok építését célzó programjára közel ötven önkormányzat pályázott. A pályázatok értékelése befejeződött: összesen 474 pályázatot fogadtak el. Befejeződött a városi művelődési otthonok felújítására leadott pályázatok értékelése is. A bizottság összesen 88 pályázatot fogadott el. Maros

megyéből 4 város: Erdőszentgyörgy, Ludas, Nyárádszereda, Nagysármás pályázatát fogadták el. A városi művelődési otthonok felújítását a Fejlesztési, Középítkezési és Lakásügyi Minisztérium alárendeltsége alá tartozó Országos Befektetési Társaság fogja elvégezni – mondta Borbély László. A november 25-i ülésén a kormány jóváhagyta a vidéki sportpályák építését vagy felújítását célzó programba bekerült 500 sikeres pályázat jegyzékét. Az önkormányzatoknak a kormány pályázonként legtöbb 525 000 lej vissza nem térítendő támogatást nyújt – közölte Borbély László. A program keretében épülő új sportpályák méretével kapcsolatosan Borbély elmondta: az önkormányzatok által megépítendő műfüves sportpályák kézilabdapálya méretűek lesznek, lesz lelátójuk, öltözőjük és világításuk. Maros megyéből összesen 20 település: Ákosfalva, Ádámos, Balavásár, Bátos, Marosbogát, Kibéd, Koronka, Dános, Gálfalva, Makkfalva, Radnót, Jedd, Palotailva, Mikháza, Madaras, Maroszentkirály, Szováta, Széplak, Héjjasfalva, Mezőzáh pályázott sikeresen sportpályaépítésre vagy -felújításra.

Összeállította: Csomafáy Ferenc

Hírek

Az év legjobb tanulmánya

Idén is díjazásra került a 2008-as év legjobb, a *Közgazdász Fórum*ban megjelent fiatal szerző tanulmánya. A 7. számban megjelent *Vállalati csődelőrejelzés többváltozós statisztikai módszerrel* című tanulmány szerzői részesültek a kitüntetésben: **Benyovszki Annamária** tanársegéd, valamint **Kibédi Kamilla** egyetemi hallgató a kolozsvári Babeş–Bolyai Tudományegyetem Közgazdaság- és Gazdálkodástudományi Karáról. A Közgazdász Fórum szerkesztőbizottsága, Colţea Tibor RMKT-elnök anyagi támogatásával, 2008. nov. 28-án Marosvásárhelyen ünnepi keretek között átadta az oklevelet, valamint az 1000 lejes pénzzutalmat a nyerteseknek.

Az év közgazdásza

A 2008-as Év Közgazdásza kitüntetésben **dr. Nagy Ágnes** részesült. A hagyományos Kerekes Jenő-díj átadására 2008. nov. 28-án került sor Marosvásárhelyen. Az RMKT, a Kerekes család és Colţea Tibor RMKT-elnök támogatásával létrehozott bronz emléklapokból és pénzzutalomból álló kitüntetéssel fejezhette ki a díjazott iránti szakmai elismerését, valamint köszönetét a Társaság érdekében végzett tevékenységekért.

Az ingatlan értéke

A Szatmár megyei RMKT 28-án 18 órától minikonferenciát szervezett *Az ingatlan értéke* címmel. A vitaindítók sorát Farkas János könyvvizsgáló kezdte, aki a nemzetközi számviteli standardok szempontjából közelítette meg a témát, Baranyai Zoltán könyvszakértő rávilágított a helyes érték meghatározás fontosságára, Szalai Enikő könyvszakértő és adótanácsadó pedig röviden vázolta az ingatlanok helyi adózásának szabályozását. Szabó Miklós könyvszakértő problémaként vetette fel az ingatlan értékének meghatározását, ezek után Guias Ioan Cristian ingatlanügynök arra világított rá, hogy mitől függ az ingatlanok értéke. Vass Csaba biztosítási ügynök az Astra Biztosító képviseletében egy nemrég megjelent törvényre figyelmeztetett, miszerint kötelező az ingatlanbiztosítás. Huszti Otto, a Raiffeisen Bank fiókgazdátója, a gazdasági válság kialakulásának egyik okaként a spekulatív jellegű ingatlanbefektetések finanszírozását és a túlzott felértékelést hozta fel példának.

Az előadások után lehetőség adódott szakmai beszélgetésre, tombolák árusítására. Nagy érdeklődésnek örvendett a nemrég kiadott közgazdasági szakszótár is a jelenlevők körében.

Tanulmányi ösztöndíj

A Romániai Magyar Közgazdász Társaság a kolozsvári Tipoholding cégcsoport támogatásával tanulmányi ösztöndíjat hirdet közgazdasági szakon tanuló magyar egyetemi hallgatók számára. Az ösztöndíj anyagi juttatást, szakmai gyakorlatot, valamint az első alkalmazás lehetőségét foglalja magába. Minden komoly érdeklődő jelentkezését várjuk! Előnyben részesülnek az RMKT ifjúsági frakciójának tagjai. Az önéletrajzokat és motivációs leveleket az office@rmkt.ro címre kérjük beküldeni.

Elnökségi gyűlés

2008. nov. 28-án Marosvásárhelyen ülésezett a Társaság elnöksége, és lényeges döntéseket hozott a jövő évi hatékonyabb működés érdekében. Ez alkalommal elfogadásra került egy reformcsomag, amely magába foglal olyan lépéseket, amelyek elősegítik a fiókszervezetek aktívabb együttműködését az országos szervezettel, a *Közgazdász Fórum* szerkesztésének megújítását, valamint az ifjúsági frakció tevékenységének támogatását. Ezen együttműködést, a vállalkozói szféra képviselői első lépéseként, ösztöndíjak felajánlásával kívánják segíteni.

Konferencia

2008. november 7-én a Királyhágómelléki Református Egyházkerület, valamint Tőkés László Nagyváradon működő Európai Parlamenti Irodája szervezésében **Tempom és Iskola** címmel ökumenikus tanügyi konferenciára került sor Nagyváradon, az egyházi iskolák államosításának 60. évfordulója alkalmából.

Az egyházi oktatás múltjáról, jelenéről és társadalomban betöltött szerepéről, továbbá az egykori államosításról és az ateista-kommunista diktatúra kártékony egyház- és oktatáspolitikájának következményeiről, valamint a romániai felekezeti oktatás terén fennálló jelenlegi helyzetről jeles egyházi meghívottak, történészek és tanügyi szakemberek tartottak előadást, úgymint: **Bogárdi Szabó István** dunamelléki püspök, **Benkő Samu** történész, **Holló László**, a Babeş–Bolyai Egyetem Római Katolikus Hittudományi Tanszékének előadótanára, **Somai József**, a Romániai Magyar Közgazdasági Társaság tiszteletbeli elnöke, **Fleisz János** és **Kupán Árpád** nagyváradi történészek és **Papp Kornél**, a Magyarországi Református Egyház Zsinati Oktatásügyi Irodájának vezetője. Az erdélyi magyar történelmi egyházak hivatalos képviselői, illetve oktatásügyi szakelőadói egyházaik jelenlegi iskolaügyi helyzetéről tartottak beszámolót. A nagyváradi Lorántffy Zsuzsanna Református Gimnázium diákjai alkalmi műsorukkal tettek biznyságot egyházi iskoláink élniakarásáról.

Somai József, az RMKT tiszteletbeli elnöke, *A felekezeti iskolák államosítása – az iskolareform, 1948* című előadását a Kolozsvári Református Püspökség és a Kolozsvári Református Kollégium igazgatósága kérésére november 27-én Kolozsváron ismét megtartotta.

Könyvbemutató

A Kolozsvári Akadémiai Bizottság (KAB) Nyelvtudományi Szakbizottságának szervezésében könyvbemutatóra került sor Kolozsváron, december 10-én, szerdán délután 17 órától a KAB, Ion Ghica/ Tamás András utca 12. szám alatti székházában. A könyvbemutatón helyet kapott Fazakas Emese – Somai József *Magyar–román közgazdasági szakszótára* is. A szótárat kiadta a Romániai Magyar Közgazdászok Társasága Kolozsvárott, 2008-ban. A népes részvételű találkozón a szótárat bemutatta Péntek János professzor, a Magyar Tudományos Akadémia külhoni tagja.

Egyetemi hírek

Kolozsvári Esettanulmány Napok: A Babeş–Bolyai Tudományegyetem Közgazdaság- és Gazdálkodástudományi Karának magyar tagozata és a Pro Economica Egyesület szervezésében 2008. december 5–7. között első alkalommal szerveztük meg a Kolozsvári Esettanulmány Napok elnevezésű rendezvénysorozatot. Az Esettanulmány Napok keretén belül két különböző, párhuzamosan zajló versenyre került sor: a *Kolozsvári Pénzügyi Menedzsment Esettanulmány Versenyre* (egyetemisták számára); valamint a *Középiskolások Üzleti Tanácsadó Versenyére*. Az Esettanulmány Napok főtámogatója az OTP Bank Románia volt, támogatói: AAM Management Information Consulting, Communitas Alapítvány, East Consulting, East Grain, Félisziget Fesztivál, a Kolozsvári Magyar Egyetemi Intézet, UPS Distribution.

A Kolozsvári Pénzügyi Menedzsment Esettanulmány Versenyen a BBTE Közgazdaság- és Gazdálkodástudományi Kar magyar tagozatának 13 csapata mérte össze tudását. A zsűri olyan rangos szakemberekből állt, mint: Ljubicic Gábor (OTP Bank Románia, vezérigazgató-helyettes), Héjja Szabolcs (Polus Center fiókgazgató, OTP Bank Románia), Balogh Szilamér (UPS Distribution, kereskedelmi igazgató), Hargitay Tamás (AAM Management Information Consulting, tanácsadó), Jakab Zoltán (East Grain, igazgató), Kerecsi Miklós (East Consulting, ügyvezető igazgató), Lokodi Csaba (Félisziget Fesztivál, pénzügyi igazgató), Pap Lehel (OTP Bank Románia, magánszemély-hitelező), Tótság Attila (OTP Bank Románia, KKV-hitelező). A versenyben a csapatoknak két fordulóban volt alkalmuk bizonyítani, hogy az egyetem padjaiban elsajátított tudást gyakorlati, valós vállalati problémák megoldásában alkalmazni tudják. A zsűri tagjai többször is kiemelték, hogy az egyetemi hallgatók ötletei jók, életbeültetésük megfontolandó. A díjazott csapatok a következők:

I. díj: Barok István, Birton Réka, Laczkó Dénes, Vincze Tamás

II. díj: Kun Kinga, Lakatos Éva, László Tímea, Paskuy Tamás

III. díj: Biró Emese, Deák Andrea-Melinda, Erdei Krisztina-Éva, Jancsó Beáta
dicséret: Suta Anita, Szőlősi Tímea, Tarcza Póti Eszter, Truczka Levente

A *Középiskolások Üzleti Tanácsadó Versenyén* 13 középiskola csapata versenyzett: *Csikszereda*: Joannes Kájoni Közgazdasági Iskolaközpont, Márton Áron Gimnázium; *Gyergyószentmiklós*: Salamon Ernő Gimnázium; *Kézdivásárhely*: Nagy Mózes Elméleti Líceum; *Kolozsvár*: Báthory István Elméleti Líceum, János Zsigmond Unitárius Kollégium; *Marosvásárhely*: Bolyai Farkas Elméleti Líceum; *Nagyvárad*: Ady Endre Elméleti Líceum; *Székelykeresztúr*: Orbán Balázs Gimnázium; *Sepsiszentgyörgy*: Mikes Kelemen Főgimnázium, Székely Mikó Kollégium; *Szatmárnémeti*: Kölcsey Ferenc Főgimnázium; *Székelyudvarhely*: Tamási Áron Gimnázium. Az egyetemi oktatók által elbírált verseny két fordulóban zajlott, a győztesek a következők:

I. díj: Gáspár Barna Szabolcs, Szabó Katalin Dalma, Benkő Zsolt Tibor, Marosvásárhely

II. díj: Antalka Erika, Módi András, Kovács Zsolt, Sepsiszentgyörgy

III. díj: Nichita Margit, Garda Ingrid, Pataki Zoltán, Szatmárnémeti

dicséret: Borzási Kinga, Papp Ingrid Magdolna, Tóth Roland Gyula, Nagyvárad.

Vendégtanárok. A Babeş–Bolyai Tudományegyetem Közgazdaság- és Gazdálkodástudományi Karán novemberben a következő vendégtanárok tartottak előadást: dr. Barancsuk János, dr. Poór József (Pécsi Tudományegyetem), dr. Bakucs Zoltán (MTA-KTI).

Második Marketing Tábor. November végén került megrendezésre a második Marketing Tábor Torockón a Közgazdaság- és Gazdálkodástudományi Kara magyar tagozatának marketinges munkatársai és diákjai szervezésében. A tábor célja az elméleti és osztálytermi marketingoktatásnak a marketing gyakorlatával való kiegészítése volt, mégpedig kötetlen formában és környezetben. A tábor során a marketing szakemberek megismerhették a leendő marketingeseket és viszont.

Rezumate

Teorii privind investițiile străine directe

ISTVÁN NAGY

În ultimele două decenii, dezvoltările intervenite în sectorul de telecomunicații și de tehnologia informației au atras după sine extinderea și adâncirea legăturilor economice dintre economiile naționale într-o piață globală a produselor, a serviciilor și în special a capitalului. În momentul de față, investițiile străine directe reprezintă unul dintre principalele motoare ale globalizării economiei mondiale, înregistrând ritmuri de creștere superioare față de comerțul internațional. Prezenta lucrare este parte integrantă a lucrării mele de disertație cu tema „Structura economică și nivelul de dezvoltare a județelor Harghita, Covasna și Mureș”. Această lucrare abordează patru domenii: (1) analiza industriei de prelucrare, (2) analiza sectorului bancar și a sectorului de servicii, (3) nivelul impozitelor și accizelor plătite la bugetul de stat respectiv defalcările pentru administrațiile locale și (4) prezența și analiza investițiilor străine directe. Prezenta lucrare trece în revistă principalele teorii legate de investițiile străine reprezentând de fapt introducerea teoretică a capitolului 4. a lucrării de disertație, care are ca temă analiza investițiilor străine din județele studiate.

Cuvinte cheie: investiții străine directe, flux de capital, teoria alegerii locației, capital străin, teoria locației

Rolul IMM-urilor în economiile maghiare, române și slovace

ANDREA N. GÁL

Întreprinderile mici și mijlocii reprezintă forța motrice ale inovației și ale ocupării forței de muncă atât pentru noile state membre ale UE cât și pentru celelalte state. Așadar, noul sistem economic al Uniunii poate avea succes doar în cazul în care IMM-urilor le revine un rol important. În concordanță cu programul de la Lisabona și cu politica formulată de Consiliul European care enunță „Gândește întâi la cei mici”, politicile economice maghiare, române și slovace acordă un rol foarte important facilitării dezvoltării întreprinderilor mici și mijlocii.

Rolul principal al lucrării este acela de a compara rolul IMM-urilor existente în Ungaria, România și Slovacia. Bazându-se pe datele prelucrate în ultimii zece ani, lucrarea prezintă atât evoluția cantitativă și proporțională a IMM-urilor cât și evoluția acestora din punctul de vedere a schimbării rolului sectoarelor, al ocupării forței de muncă, al valorii adăugate brute, a venitului net și al exportului. Înainte de a compara datele, lucrarea tratează pe de-o parte problema comparativității

datelor și pe de altă parte și ce mediu macroeconomic înconjoară întreprinderile sectorului din aceste țări.

Cuvinte cheie: rolul economic al IMM-urilor, comparație internațională, mediu macroeconomic

Studiul unor anomalii sezoniere pe bursele de valori din București, Budapesta și Londra

BIBORKA BIRÓ

Poate că nu există încă o temă care să influențeze atât de adânc teoriile financiare moderne ca Ipoteza Piețelor Eficiente. Atât specialiștii cât și operatorii pe piață consideră că într-o bursă de bună funcționare toate informațiile se încorporează imediat în prețuri, așa că în posesia lor nu se poate obține extra profit. Bazat pe mersul aleator al cursului bursei și pe variația imprevizibilă a acestuia, Eugen Fama a formulat teoria unică a eficienței piețelor de capital. Cu toate acestea, începând de atunci viața științifică dezbată în mod permanent despre existența practică a eficienței piețelor de capital, deoarece între timp au apărut așa numite anomalii, care de fapt înseamnă variații regulate în prețurile acțiunilor bazate pe factori sezonale sau indicatori financiari accesibili publicului. Prezentul articol examinează existența efectului de ianuarie (January-effect) și al efectului de weekend (Weekend-effect) pe bursele de valori din București, Budapesta și Londra.

Cuvinte cheie: piață de capital eficientă, anomalii, rentabilități logaritmice, efectul de ianuarie, efectul de weekend

Opțiuni reale: evaluarea posibilităților din viitor

ANDRÁS TAKÁCS

În literatură există o mare diversitate de procedee de estimare a valorii întreprinderii. Aceste procedee în general se bazează fie pe valoarea patrimonială din prezent, fie pe valoarea actualizată a fluxurilor de numerar viitoare. Totuși există și situații în care problema nu este de a evalua valoarea prezentă a firmei, ci de a evalua un proiect de investiție potențială. Abordarea opțiunilor reale oferă un răspuns la această problemă.

Cuvinte cheie: evaluarea întreprinderii, flux de numerar actualizat, opțiune reală, opțiuni pe acțiuni, modelul Black-Scholes, opțiune de amânare, opțiune de expansiune, opțiune de terminare

Abstracts

Foreign Direct Investments – theoretical analysis

ISTVÁN NAGY

During the past two decades developments in the field of telecommunications and information flow has brought about cross-border capital investments and the rapid multiplication of economic relations. Foreign direct investments of this period can be considered one of the key incentives of the globalization of world economy, proved also by the fact that the FDI has overgrown international commerce in volume. The present research paper is part of my PhD dissertation. This paper studies the economical development of the Szeklerland counties (Harghita, Covasna and Mureş counties) and is based on four basic themes: (1) the analysis of the industry (2) the analysis of the services and bank sector (3) contributions to the government budget and governmental subsidies and returns and (4) the presence of foreign direct investments (FDI). The present research paper constitutes the theoretical introductory part to the chapter on FDI of my dissertation paper.

Keywords: foreign direct investments, capital flow, location theory, foreign capital, location choice theories

The role of SMEs in the Hungarian, Romanian and Slovak economies

ANDREA N. GÁL

Small and medium-sized enterprises (SMEs), both within the primary and secondary member states of the EU countries, are considered to be really important driving forces in developing innovations and increasing the employment rate, so the only way of success in creating new European economic system is to provide SMEs with preferential role in these procedures. All the Hungarian, Romanian and Slovakian economic policies emphasize the important role of promotion in developing SMEs, in accordance with the principle idea 'Think small first!' defined in the Lisbon program of the EU and the European Committee.

The fundamental aim of this study is to analyze the economic role of SMEs in Hungary, Romania and Slovakia, with the method of comparative analyses. The number and rate of SMEs is represented by using the data of the previous decade, and the changing role of this employing sector is also analyzed in the fields of gross added value, net turnover and export sales revenue. Prior to a comparison of data, this study mentions both the comparability of international data and the macroeconomic environment that surrounds the undertakings of this sector in the individual countries.

Keywords: economic role of small and medium sized enterprises, international comparison, macroeconomic medium

Study regarding certain seasonal anomalies on the stock exchanges from Bucharest, Budapest and London

BIBORKA BIRÓ

Maybe there isn't another theme which imbibes as strong the modern financial theory-system as the Efficient Market Hypothesis. Either the specialists or the market makers consider that at a well-functioning stock exchange all information are immediately infiltrated in the prices, so in possession of these, there aren't any possibilities to obtain excess return. Based on the random walk of the stock prices and the unforeseeable variation of them, Eugen Fama formulated the unified theory of the market efficiency. However, since then the scientific life continually argues about the existence of the efficient market in practice, because there were discovered so called anomalies, which are regular stock price variations based on seasonal factors or public financial indicators. The present article tests the existence of the January-effect and Weekend-effect (Monday-effect) at the Stock Exchanges of Bucharest, Budapest and London.

Keywords: efficient capital market, anomalies, logarithmic returns, January-effect, weekend effect, Student t-test

Real options: evaluating future possibilities

ANDRÁS TAKÁCS

In the literature there is a great diversity of methods for enterprise valuation. These methods generally either stem from estimating company value from present accounting (book) value or from discounted cash flow (DCF) approaches. However, there are situations in which the task is not so much determining the value of a firm at a given time but to estimate the value of a potential investment in the future. The real options approach gives an answer in these types of situations.

Keywords: company valuation, discounted cash flow, real options, stock options, Black Scholes model, delay option, growth option, exit option