XIV. évfolyam, 98. szám

2011 FEBRUÁR /1.

# Közgazdász Fórum

Forum Economic

RMKT Economist's Forum

Kiadja a Romániai Magyar Közgazdász Társaság

A Romániai Magyar KözgazdászTársaság és a Babeş–Bolyai Tudományegyetem Közgazdaság-és Gazdálkodástudományi Kara magyar tagozatának közös szakmai közlönye

## A tartalomból

3. **Bélyácz Iván**
Van-e még szerepe a belső értéknek a befektetések piaci árazásában?

23. **Juhos Anita – Kovács Imola – Nistor E. Ioan**
A szabad pénzáramokon alapuló vállalat-értékesítési modell szemléltetése egy gombatermesztéssel foglalkozó vállalat esetében

43. **Kádár Béla**
Vízözönök után – közép-európai kilábalásra várva

57. **Lakatos Artúr**
A pénz felemelkedése. A világ pénzügyi története (könyvrecenzió)

61. **Lakatos Artúr**
Kiutak a 2007–2009-es pénzügyi és gazdasági válságból (könyvrecenzió)

KÖZGAZDÁSZ FÓRUM
Forum Economic
Economist's Forum
RMKT

# Tartalomjegyzék

**BÉLYÁCZ IVÁN**
Van-e még szerepe a benső értéknek a befektetések piaci árazásában?.....3

**JUHOS ANITA – KOVÁCS IMOLA – NISTOR E. IOAN**
A szabad pénzáramokon alapuló vállalat-értékelési modell szemléltetése egy gombatermesztéssel foglalkozó vállalat esetében.....23

**KÁDÁR BÉLA**
Vízözönök után – közép-európai kilábalásra várva.....43

**LAKATOS ARTÚR**
A pénz felemelkedése. A világ pénzügyi történelme (könyvrecenzió).....57

**LAKATOS ARTÚR**
Kiutak a 2007–2009-es pénzügyi és gazdasági válságból (könyvrecenzió).....61

**CSOMAFÁY FERENC**
Gazdasági hírek.....65

RMKT-hírek.....75

# Van-e még szerepe a benső értéknek a befektetések piaci árazásában?

*Akadémiai székfoglaló, 2. rész*

**BÉLYÁCZ IVÁN**[1]

**A hatékony piac hipotézise a piaci anomáliák tükrében**

A hatékony piac hipotézise megköveteli, hogy a részvénypiaci szereplőknek racionális várakozásaik legyenek, s minden olyan esetben, amikor új, releváns információ jelenik meg, akkor megfelelően aktualizálják várakozásaikat. A hatékony piac hipotézise megengedi, hogy amikor bizonyos befektetők új információval szembesülnek, akkor azt egyesek túlreagálják, mások pedig alulreagálják. *Mindaz, amit a hatékony piac hipotézise megkövetel az, hogy a befektetők reakciói legyenek véletlenszerűek, s kövessenek normális eloszlású lefutást oly módon, hogy a piaci árakra gyakorolt nettó hatás ne legyen felhasználható abnormális profit realizálására, különösen akkor, ha tekintetbe veszik a tranzakciós költségeket is.* A hatékony piac hipotézise szerint a piaci áraknak – bármely időpontban – magukba kell építeniük az összes rendelkezésre álló információt, ám az értékpapírok értékét befolyásoló információknak különböző változatai vannak. Ennek alapján a hipotézis *három verziója* különböztethető meg annak függvényében, hogy mi „az összes rendelkezésre álló információ" jelentése.

A *gyenge* formájú piaci hatékonyság esetén a jövőbeli árak nem jelezhetők előre a múltbeli árak elemzése alapján. Többlet megtérülés hosszabb távon nem realizálható a múltbeli részvényárakra vagy egyéb történeti adatokra alapozott befektetési stratégiák alkalmazásával. A részvényárak nem mutatnak szériális függőséget, ami azt jelenti, hogy a részvényáraknak nincs meghatározott pályájú lefutása. Ez azt is maga után vonja, hogy *a jövőbeli ármozgásokat teljességgel azok az informáci-*

[1] az MTA rendes tagja, a Pécsi Tudományegyetem egyetemi tanára

*ók determinálják, amelyek nem foglaltatnak benne az árak ismert sorozatában.* Ezért az áraknak véletlen bolyongást kell követni. A hatékony piac hipotézisének eme „puha" formája nem igényli azt, hogy az árak egyensúlyban, vagy annak közelében legyenek, csupán azt jelzi, hogy a piaci résztvevők *ne legyenek képesek szisztematikus módon profitálni a piaci hatékonysághiányból*.

A piaci hatékonyság *félerős* formája azt mondja, hogy a folyó árak teljességgel magukban foglalják az összes nyilvánosan rendelkezésre álló információt. A nyilvános információ nem csupán a múltbeli árakat jelenti, hanem ugyanúgy a vállalati pénzügyi kimutatásokban közölt adatokat (éves beszámoló, jövedelem-kimutatás), a profit- és osztalék bejelentést, a deklarált vállalatvásárlási terveket, a vállalat versenytársainak pénzügyi helyzetét, a makrogazdasági tényezőkre vonatkozó várakozásokat is. A félerős piaci hatékonyság mögötti feltevés az, hogy senki nem képes profitálni olyasmi hasznosításából, amit „mindenki más tud" (az információ nyilvános).

A piaci hatékonyság hipotézis *erős* formája szerint, a folyó ár teljességgel magába építi az összes létező információt, mind a nyilvános, mind a privát (időnként bennfentesnek nevezett) információt is. A félerős és erős hatékonyság közötti különbség az, hogy az erős hatékonyság esetében senki nem lehet képes szisztematikus profit-generálásra még akkor sem, ha olyan információkra támaszkodva kereskedik, amelyek nem nyilvánosak abban az időben. Más szóval a hatékony piac hipotézis erős formája azt állítja, hogy *a vállalati menedzsment (bennfentesek) nem lehet képes szisztematikusan profitálni bennfentes információkra alapozva*. Az erős formájú piaci hatékonyság racionáléja az, hogy a piac torzítatlan módon anticipálja a jövőbeli fejleményeket, ezért a részvényár objektívebben és informatív módon lehet képes az információk beépítésére, mint a bennfentesek.

A valóságban a részvénypiacok se nem tökéletesen hatékonyak, sem nem teljességgel nem hatékonyak. Az összes piac hatékony egy bizonyos mértékben, némelyek inkább, mint mások. Azokon a piacokon, ahol a hatékonyságnak komoly zavarai vannak, ott az informált befektetők túlszárnyalhatják a kevésbé felkészülteket. A piac haté-

konyságáról alkotott értékítélet fontos szerepet játszik az aktív és passzív befektetési stratégia közüli választásban[2]. Aktív befektetési stratégiát követő menedzserek úgy vélik, hogy a kevésbé hatékony piacok megteremtik a piac túlszárnyalásának lehetőségét az informált menedzserek számára. Mindazonáltal tapasztalatok sora bizonyítja, hogy az aktív stratégiát követő menedzserek többsége, adott piacon, egy alkalmas mércéhez viszonyítva alulteljesít – legalábbis hosszú távon – függetlenül attól, hogy a piacok hatékonyak, vagy nem.[3]

Ez amiatt van, mert az aktív befektetési művelet zérus összegű játék, amelyben adott résztvevő csak akkor szerezhet profitot, ha egy kevésbé szerencsés aktív résztvevő veszít. Ugyanakkor, ha a költségeket

[2] Sharpe (2004) a befektetési stratégiák közüli választásban a következők szerint foglal állást:

*„Elnagyoltan fogalmazva a hatékony piac úgy definiálható, mint ahol az árakban tükröződnek az alternatív jövőbeli kimenetek esélyeiről megfogalmazott előrejelzések lehető legjobb változatai. Azok, akik azt feltételezik, hogy a piac hatékony, passzív vagy piaci index befektetési stratégiát választanak, mivel azok alacsony portfolió forgalmat foglalnak magukban, s hajlamosak a piac mozgatására. Azok viszont, akik úgy vélik, hogy képesek jobb előrejelzéseket készíteni azoknál, amelyek a piaci árakban tükröződnek, aktív befektetési stratégiát adaptálnak, amely nagyobb forgalmat vonz, amint az előrejelzések változnak. A gyakorlatban a befektetők többsége olyan spektrumba tartozik, amely a nagyon passzívtól a nagyon aktívig terjed. Ám azok számára, akik nagyon aktív stratégiát választanak, csaknem bizonyosan magasabb költségek merülnek fel az értékpapírok keresésekor, amelyek lehet, hogy helytelenül árazottak lesznek, de lehet, hogy nem. Hatékony piacon a reprezentatív befektető számára legjobb portfolió magában foglalja az egész világon rendelkezésre álló piacképes értékpapírokat, kintlevő mennyiségük arányában …(i.m. 4. o.)*

[3] Treynor (1981) az aktív befektetési stratégiát követő menedzserek feltétlen sikerességével kapcsolatos kétségeit a következők szerint fejezi ki:

*„Én hiszek a piaci hatékonyság egy harmadik felfogásában, amely szerint az értékpapír-piacok nem mindig vagy gyorsak, vagy pontosak az új információk feldolgozásában. Másik oldalról nem könnyű az adódó lehetőségeket magasrendű portfolióteljesítménnyé transzformálni, profitábilisan kereskedve a piaci konszenzussal szemben haladva. Hacsak az aktív befektetési menedzser meg nem érti, hogy valójában mi is játszódik le a kereskedési játékban, akkor könnyen konvertálhatja még a legértékesebb keresett információt is olyan teljesítménnyé, ami klienseit koldusbotra juttathatja … miért is nem lesz több aktív befektető konzisztensen sikeres? A válasz a kereskedés költségében található." (i.m. 16. o.)*

is figyelembe veszik, akkor még a marginálisan sikeres aktív befektetési menedzser is alulteljesíthet.[4]

Fontos megjegyezni, hogy a hatékony piac hipotézis nem zárja ki a csekély abnormális megtérülés létezését, a díjak és költségek előtt számítva. A befektetők és elemzők ezért arra ösztönzöttek, hogy megszerezzenek és felhasználjanak értékes információkat, bár a befektetők csupán azt remélhetik, hogy *az átlagos nettó megtérülést meg nem haladó hozamot érnek el*. A részvénypiac információs hatékonyságával kapcsolatban kritikus vélemények is ismertek. Grossman (1976) olyan modellt alkotott, amely megmutatta, hogy az információsan hatékony részvénypiaci árrendszer tökéletesen aggregálja a széttartó információkat, ám eközben ugyanez az árrendszer eliminálja az információgyűjtés egyéni ösztönzőit. Grossman-Stiglitz (1980) megfigyelte, hogy a költség ellenében megszerzett információk világában a részvénypiacok aligha lesznek információs hatékonyságúak. *Mivel az információ megszerzése költséget igényel, ezért az árak nem tükrözhetik tökéletesen a rendelkezésre álló információkat, mert ha úgy volna, akkor az információk megszerzésére és analizálására erőforrásokat áldozó befektetők nem kapnának kompenzációt*. A piaci hatékonyság eme paradoxonát úgy oldották meg, hogy a részvénypiac alulinformált likviditási kereskedőktől származó tranzakciókat is befogad.[5]

[4] A befektetési alap menedzserek teljesítményével kapcsolatban a leggyakrabban citált cikk Jensen (1968) munkája, aki részletes analízist adott 115 viszont-befektetési alap 1955 – 1964 közötti teljesítményéről. Ő – kockázattal korrigált bázison – úgy találta, hogy a portfolió menedzserek bármilyen hasznát felemészthetik a díjak és a költségek. Még akkor is, ha a befektetések menedzselési díjait és terheit hozzá is adják a teljesítmény-mértékhez, s a megtérülést a menedzselési költségekkel bruttósítva mérik. Jensen arra a következtetésre jut, hogy az átlagot tekintve az alapok nem voltak annyira sikeresek kereskedési tevékenységük során, hogy kompenzálhatnák a brókeri költségeket. Fama (1991) a viszont-befektetési alapok, valamint az intézményi professzionális portfolió menedzserek teljesítményét vizsgáló több tanulmány tanulságait összegezve arra jutott, hogy bár némely viszont-befektetési alap ért el abnormális megtérülést a költségek levonása előtt számítva, ellenben a nyugdíjalapok – kockázattal korrigált bázison – alulteljesítettek a passzív befektetési alap kritériumokhoz viszonyítva.

Azt az alapelvet, hogy a pénzügyi piacok pontosan tükrözik a forgalmazott részvények alapvető (benső) értékét, az 1960-as évektől nem kérdőjelezték meg, s széles körben elfogadott kritériumnak számított a befektetések világában. Ezt arra a feltevésre alapozták, hogy a befektető vételi vagy eladási döntéseit a vállalat jövőbeli pénzáramának racionális értékelésére alapozza: azaz figyelembe veszi az összes releváns információt, s a piac a tőkét hatékonyan allokálja a vállalatokra. A hatékony piac hipotézis uralkodó nézetté válását követően időről-időre megjelentek a piaci hatékonyságot kétségbe vonó vélemények, ám ezek az 1980-as évekig nem kaptak nagyobb figyelmet.[6]

Shiller (1981) vizsgálta a részvénypiaci árak változékonyságát, s arra jutott, hogy *az árfluktuáció túl nagy volt ahhoz, hogy igazolható lenne az osztalékfizetés egymást követő változékonyságával*. Shiller úgy találta, hogy a részvényárak volatilitásának mértéke a megelőző egy évszázadban messze nagyobb volt – öttől – tizenháromszoros mértékben – annál, hogy az a jövőbeli reál osztalékra vonatkozó információknak lett volna tulajdonítható. A szerző úgy vélte, hogy e nagy különbségek a piaci hatékonyság korlátozottságát igazolják, s a kudarc nem tulajdonítható az adatok hibáinak vagy az árindex problémáinak.

[5] A pénzügyi irodalomban e befektetői típust zaj-kereskedőnek nevezik. Ennek a részvénypiaci attitűdnek a legteljesebb kifejtése Black (1986) nevéhez fűződik. Nála a zaj-kereskedés olyan piaci magatartásra utal, ami nem információn alapul, s fontos feltétele likvid piacok létezésének.

[6] Basu (1977) bemutatta a P/E arányok alkalmazását a részvény megtérülés előrejelzésére. 1400 vállalatot átfogó tanulmányában az 1956-1971-es időszakra vonatkozóan megfigyelte, hogy az alacsony P/E arányú értékpapírok túlszárnyalták a magas P/E arányú változatokat, évente több mint 7%-kal. A szerző saját eredményeit a piaci hatékonyság-hiány jelzéseként tekintette: a különböző P/E arányú értékpapírok forgalmazása során nem megfelelően történt árazásuk egymás viszonylatában, s meg volt az abnormális megtérülés realizálásának lehetősége is a befektetők számára.

Banz (1981) havi adatokat elemzett az 1931-1975 közötti időszakra, az egyik nagy amerikai tőzsdén jegyzett vállalatokra vonatkozóan. Ebben az időintervallumban az ötven legkisebb vállalat részvényének megtérülése – kockázattal korrigált bázison – havonta 1 százalékponttal túlszárnyalta az ötven legnagyobb vállalat részvény-megtérülését.

De Bondt és Thaler (1985) a hosszú távon érvényesülő helytelen árazás tapasztalatára építette a piaci hatékonyság hiányára vonatkozó kritikáját. Felismerték, hogy a részvényárakat tartósan is jellemezheti a részvényárakat befolyásoló túlzott befektetői reagálás. De Bondt és Thaler a megtérülési értékeket hosszabb időhorizonton megfigyelve úgy találta, hogy azok a részvények, amelyek 3 – 5 éves időszak nagyobb részében alulteljesítenek, azok a következő periódusban a legmagasabb – piac által korrigált megtérülést érnek el és vice versa. Ők a megtérülési fordulat pályát úgy magyarázzák, hogy *piaci túlreagálás következik be, amelynek eredményeként a részvényárak eltávolodnak a fundamentális értéktől.* Jegadeesh és Titman (1993) úgy találta, hogy azok a kereskedési stratégiák, amelyek szerint vásárolni kell a múltbeli győztes értékpapírokat és eladni a múltbeli vesztes papírokat, jelentős abnormális megtérülés realizálásához vezettek.[7]

Mint ahogy a fentebb leírtakból kitűnik, a hatékony piac hipotézise keletkezése óta viták kereszttüzében áll. A fejtegetésből érzékelhető, hogy a támogató argumentumok vannak túlsúlyban. A befektetők közötti verseny, amelynek során aktívan törekszenek az információk megszerzésére és elemzésére abból a célból, hogy helytelenül árazott részvényeket azonosítsanak, s azokat saját előnyükre kihasználják, valóban fontos a hatékony tőkepiacok létezése szempontjából. *A valóságban igaz az, hogy a pénzügyi elemzés annak a motorja, hogy a bejövő információkat képessé teszi az értékpapírárakban történő gyors tükröződésre*. Mégis mi lehet annak az oka, hogy nem minden befektető találja optimálisnak profithoz jutni pénzügyi analízis révén? A válasz az, hogy a pénzügyi célú információkutatás nagyon költséges. Mint ahogy fentebb már bemutattuk, a pénzügyi elemzőknek képesnek kell lenni összegyűjteni,

[7] De Bondt és Thaler szerint „vesztesekként" azokat szokták azonosítani, akik alacsony megtérülést realizáltak több múltbeli időszakban; „nyerőként" pedig azokat, akik ugyanilyen időszakban nagy megtérülést realizáló részvényeket birtokolnak. A szerzők vélekedése szerint, az ilyen tanulmányozás fő eredménye az, hogy a vesztesek sokkal nagyobb átlagos megtérülést érnek el, mint a győztesek ugyanolyan hosszúságú elkövetkezendő időszakban.

feldolgozni, értékelni vállalati információk nagy tömegét, ugyanígy ágazati és makrogazdasági adatok nagy mennyiségét. Sok időt és erőfeszítést kell befektetni bonyolult elemzésbe, sok erőforrást felhasználni az adatok előállítására. Azok a befektetők és elemzők, akik gyakran kereskednek értékpapírokkal, számukra különböző tranzakciós költségek merülnek fel. *Ezért e piaci szereplőknek a helytelenül árazott értékpapírokkal kereskedésből nyert profitot csökkenteni kell a pénzügyi elemzés költségeivel, valamint a benne foglalt tranzakciós kiadásokkal.*

A hatékony piac hipotézis megköveteli, hogy az új információ mindig teljességgel tükröződjön a piaci árakban, ugyanakkor megfigyelhető, az árak időnként drámai mértékű fluktuációja. A piaci árak állandó – tág határok közötti – ingadozása olyan jelzésként tekinthető, hogy a piacok hatékonyak. *Az értékpapírok értékét befolyásoló információk folyamatosan érkeznek, ami az árak folyamatos kiigazításával jár, az új információk friss tartalmának megfelelően.* A valóságban egy olyan megfigyelés, ami az árak változatlanságára utalna, inkonzisztens lenne a piaci hatékonysággal, mivel tudjuk, hogy a releváns információk csaknem folyamatosan érkeznek. Ezek alapján feltételezhetnénk, hogy az összes befektetőnek informáltnak kell lenni, ugyanúgy képzettnek is, s képesnek lenni az új információk folyamának folyamatos elemzésére. A tapasztalatok mégis azt mutatják, hogy a közönséges befektetők többsége nem képzett pénzügyi szakértő. Tény, hogy a piaci hatékonyság akkor is elérhető, ha az informált és képzett befektetők csak szűk csoportot képeznek a piacon, míg a befektetők többsége soha nem gyűjt, és nem értékel információkat a forgalmazott értékpapírokról.

**Elszakadhat-e tartósan a piaci ár a benső értéktől?**

Az utóbbi két évtizedben megszaporodtak a hatékony piaci hipotézist megkérdőjelező vélemények. A támadásokkal szemben Roll (1994) azt állítja, hogy rendkívül nehéz profitálni a piaci hatékonyság még legszélsőségesebb megsértéséből is. A tapasztalatok azt mutatják, hogy a részvénypiaci anomáliák túl gyakran idéznek elő olyan eseményeket, amelyek a jövőben nem érvényesülnek, tehát *a piaci és a benső érték elszakadása elképzelhetetlen*. Ez a racionális szemlélet mostanában mégis

támadásnak van kitéve a pénzügyi viselkedéstan képviselői részéről. Ők a pénzügyi piacok anomáliáit és tökéletlenségeit olyan kognitív torzulások kombinációjaként láttatják, mint a túlzott bizalom, a túlreagálás, a reprezentativitási torzulás, az információ sérülése és más egyéb előrejelezhető emberi tévedés a megokolásban és az információk feldolgozásában. A befektetési viselkedés lélektani megközelítése a részvénypiaci kereskedésben a hatékony piac hipotézis alternatívájaként jelentkezett elsősorban Kahneman és Tversky (1979), De Bondt-Thaler (1985)[8] műveiben. A viselkedéstan képviselői azt állítják, hogy *az irracionális befektetői döntések sok tekintetben erőteljesen befolyásolhatják a vállalat piaci értékét*. Ők azt is mondják, hogy a részvénypiacok nem tükrözik úgy a gazdasági alapösszefüggéseket, ahogy azt a befektetési folyamat szereplői gondolják. Még specifikusabban, fenntartják ama nézetüket, hogy sok esetben *a részvénypiaci értékelés jelentős eltéréseket képes okozni a piaci ár és a benső érték között*.

A pénzügyi viselkedéstan eszméit vallók azt állítják, hogy a piaci értékelés akkor szakad el a fundamentális tények által meghatározott gazdasági törvényszerűségektől, ha a következő feltételek közül mindhárom érvényesül: *először*, a befektetők nagy számban irracionálisan viselkednek; *másodszor*, az irracionális viselkedés nem véletlenszerű, hanem rendszerszerű; *harmadszor*, a racionális befektetők képességei korlátozottak abban a tekintetben, hogy arbitrázs pozíció felvételével korrigálhatják a benső értéktől való eltéréseket.

A befektetők akkor viselkednek irracionálisan, ha elmulasztják pontosan beépíteni az összes rendelkezésre álló információt, amikor a vállalat jövőbeli teljesítményére vonatkozó várakozásokat megfogalmazzák. Az egyéni befektetők túl nagy jelentőséget tulajdoníthatnak a friss eseményeknek és a részvénypiaci eredményeket túlértékelve, ezáltal a jó, friss teljesítményekkel rendelkező vállalatoknak. Ezzel ellentétben az is megtörténhet, hogy a befektetők túl lassan vizsgálják felül várakozásaikat az új információk fényében, s így alulértékelik ama vállalatok rész-

[8] De Bondt-Thaler (1985) nagyhatású tanulmányát a pénzügyi viselkedéstan nyitányaként tartják számon a pénzügyi irodalomban

vényeit, amelyeknek például frissen szerzett kedvező híreik vannak, mint például a kiemelkedően nagy nyereség.

Goedhart-Koller-Wessels (2005) hangsúlyozza, *amennyiben a befektetők által tanúsított irracionális magatartás teljességgel véletlenszerű, akkor a részvényárak nem fognak eltávolodni a racionális befektetők által becsült benső értéktől:* a túlértékelés ugyanolyan valószínűséggel következik be, mint az alulértékelés, így azok lényegében kioltják egymást. Az irracionális befektetői magatartás lehet rendszerszerű is, vagyis más szavakkal a befektetők nagy csoportjai az irracionalitás ugyanolyan mintáját követik: egyrészt túlreagálják a rossz híreket, másrészt túlságosan bíznak a jó hírekben. (i.m. 22. o.)

A befektetők nagy csoportjainak rendszerszerűen irracionális magatartása megakadályozhatja azt, hogy a részvényárak a benső értéket tükrözzék, legalábbis bizonyos időszakokban és bizonyos részvényekre vonatkozóan. Mindazonáltal az eltérések nem tarthatók fenn, ha a racionális befektetők kihasználják azokat arbitrázs pozíció elfoglalásával: fedezetlen pozícióra törekedve ama részvényekkel kapcsolatban, amelyeket túlértékeltnek vélnek; elfoglalhatnak long pozíciót is, vásárolva olyan részvényeket, amelyeket alulértékeltnek hisznek. A szerzőhármas azt az esetet is említi az irracionalitás példájaként, amikor nagy teljesítményű részvények néhány év után, bizonyos időn keresztül alacsony teljesítményű papírokká válnak. A pénzügyi viselkedéstan képviselői azt állítják, hogy az árfolyam visszatérés a következőkből adódik*: a befektetők először extrapolálják a vállalat friss híreit a jövőbe, s ezáltal felhajtják részvényeik árát; amikor azonban kiderül, hogy a vállalat nem képes teljesíteni ezeket az előrejelzéseket, akkor ez leviszi az árakat*. Az ezzel ellentétes jelenség akkor történik, ha a részvény utóbbi időben tapasztalt kedvező megtérülési irányzata folytatódik, még akkor is, ha időközben kevésbé bátorító információk kerülnek nyilvánosságra. A pénzügyi viselkedéstan követői azt mondják, hogy ez az irányzat szisztematikus alulreagáláson alapul: a befektetők alábecsülik például nem teljesülő profit előirányzatok valós hatását, így a részvényárak lefelé korrigálása lassan megy végbe.

A spekulatív részvénypiaci buborékok nyilvánvaló anomáliának tekinthetők, amelynek fényében a piac gyakran úgy tűnik fel, ahol olyan vevők irányítanak, akiknek a piaci működését az *irracionális túláradás* mozgatja, s akiket *kevéssé érdekel az alapvető (benső) érték.* A buborékokat rendszerint izgatott eladási túlreagálás követi, lehetővé téve a jól számító befektetők kedvező áron történő részvényvásárlását. A buborék magyarázata többnyire a pénzügyi viselkedéstan elvei alapján adható meg, s nem az értékelési elmélet segítségével, mivel abban a *nyájösztönnek* és a *kimaradástól való félelemnek* van meghatározó szerepe.

*A részvénypiaci buborék kialakulásakor a piaci érték és benső érték egyensúlya időlegesen megbomlik, s a piaci krízis során a vállalati részvények tömegesen túlértékeltté válnak, azaz áruk magasabb lesz benső értéküknél.* A túlértékelt részvény azt jelenti, hogy a vállalat – a vakszerencsét leszámítva – nem képes olyan teljesítményre, amely igazolja annak értékét. Jensen (2005) szerint az a nagyfokú túlértékelődés, amely az 1990-es évek végén és az új évtized elején bekövetkezett, nem sokban különbözött attól, ami a részvénypiacon általában minden új befektetéssel kapcsolatban történik, hiszen *a piaci szereplők mindig hajlamosak az új túlértékelésére*.[9]

Ha a vállalat részvényei tartósan túlértékeltek, akkor nem valószínű, hogy a vállalat ezt igazoló teljesítményre lesz képes. Ilyen körülmények között a vállalat egyre nagyobb nyomás alá kerül, a nagyobb teljesítmény kényszerével szembesülve, s olyan lépésekre késztetve, amelyek rombolják a hosszú távú értéket, s amelyekről azt hiszik, hogy rövid távon képesek generálni a piac által elvárt teljesítményt. *Ha a vállalat a piacot abban a hiszemben tartja, hogy képes értéket generálni a pia-*

[9] E krízis során a high-tech, a telekommunikáció és az internet-vállalkozások értékpapírjainak túlértékelésére került sor. Jensen figyelmeztetése nyomán vigyáznunk kell annak feltételezésével, hogy a túlértékelés csupán a piacvezetők és a befektetők hibájából következett be. (Jensen, i.m. 5. o.) Ma már tudjuk, hogy a menedzserek, értékpapír-elemzők, auditorok, befektetési és kereskedelmi bankok, jogi cégek és mások ugyancsak hozzájárultak a hamis információhoz és manipuláláshoz, ami táplálta a túlértékelődést.

*ci várakozások szerint, akkor ideig-óráig megőrizheti a teljesítmény-növekedés illúzióját. Ha viszont a piaci szereplők rájönnek, hogy a magas érték és a teljesítmény-növekedés illúzió volt, akkor a vállalat piaci értéke rohamosan esni kezd, mive*l a túlértékeltség eltűnik, mint ahogy az eredeti valós (benső) érték is felmorzsolódhat. A piac félrevezetésének súlyos következményei vannak, hiszen a kedvező színben feltüntetett vállalathoz ömlenek a pénzforrások mind kölcsöntőke, mind részvénytőke formájában. Ezek a vállalatok sok (felesleges) forrás birtokában nem profitábilis projektek megvalósításába kezdhetnek, ami súlyos károkat okozhat.[10]

Elemzésünk arra mutat, hogy a piaci és a benső érték közötti tartós és jelentős eltérések nem rendszerszerűek, hanem esetenként fordulnak elő. Azok a piacok és egyedi részvényárak, amelyek nincsenek összhangban a benső érték fundamentumaival, rendszerint viszonylag gyorsan visszatérnek a megfelelő pályára. Az 1990-es évek végére kialakult buborék idején volt a vállalati részvényeknek egy olyan részhalmaza (technológiai részvények nagy piaci kapitalizációval és rendkívül magas P/E arányokkal), amelyek piaci szárnyalásba kezdtek. A piaci érték – a buborék kipukkadása után – végül is visszatért a vállalati fundamentu-

[10] Ez esetben egyre több vállalat kényszerül számviteli trükkökre, hogy ellensúlyozza a tényleges profitesést. A jelek arra mutatnak, hogy ilyen körülmények között erodálódik a profit minősége, s így a vállalati pénzügyi beszámolók hitelessége is, és átnyúlik a manipuláció felé, sérül a döntéshozók integritása. A számviteli csalás standard formája lett az „earnings management", amely azonos a vállalati bevételek/költségek manipulálásával, hamis árbevétel kimutatásával, a profit egyszeri akciókkal történő felpumpálásával, a kötelezettségek egy részének be nem számításával. Az „earnings management"-nek nevezett nyereségmanipuláció célja az, hogy a negyedéves profit-kimutatásokkal feltétlenül meg akarnak felelni a piaci várakozásoknak, vagy túl akarják szárnyalni azokat. A vonatkozó vállalatok az előzetes profitbecslés során azért követtek el etikai vétségeket, hogy a felpumpált profit tervadatokkal magasan tarthassák a részvények árfolyamát. A tényleges (ex post) adatok már a hatályos számviteli szabályokon alapulnak, mégis a pro forma becslés befolyásolja igazán a befektetői döntéseket. A pénzügyi adatközlés kettős (ex ante és ex post) rendszere azért vált a csalás melegágyává, mert mind a vállalatok, mind a tőkepiaci szereplők a rövid távú profitvárakozás felhajtásával vélték magasan tartani a részvények árfolyamát.

mok által igazolt szintre. Mindazonáltal a piaci értékelés viselkedéstani megközelítése okszerű ítéletet mond a következő állítással: *a piacok nem minden esetben döntenek helyesen, mivel a racionális befektetők nem mindig képesek korrigálni – legalábbis rövid távon – az irracionális befektetők által elkövetett helytelen árazást*. A hibás részvényárazás nem rendszerszerű a piacokon, hanem időleges jelenség, amely csupán speciális körülmények között következik be. Amilyen gyorsan felszámolódnak e sajátos körülmények, úgy a racionális befektetők tranzakcióikkal tehetnek annak érdekében, hogy a részvényárak visszatérjenek a benső értékhez. Egyet kell értenünk Goedhart et al. véleményével, amikor azt írják, hogy:

*„Szemben a széles körben emlegetett kivételekkel, az a tradicionális feltevés, hogy a befektetők racionális döntéseket hoznak arra alapozva, hogy miként vélekednek jövőbeli pénzáramaikról, ma is ugyanúgy érvényes, mint előtte bármikor. Mindent egybevetve, a pénzügyi piacok a befektetéseket hatékonyan értékelik, s ez akkor is igaz, ha néhány piaci szereplő, bizonyos időpontokban irracionális befektetést végez. Habár a befektetők rendszerint megtalálják annak a módját, hogy miképpen használják ki a rövid távú eltéréseket, ebből azonban előnyt csak akkor szerezhetnek, ha megértik a benső érték keletkezését …" (i.m. 23. o.)*

Trichet (2008) a piaci értékelési anomáliák fő okát *a befektetők túlzott rövid távra orientáltságában* látja, azaz abban, hogy túl nagy jelentőséget tulajdonítanak a *rövid távú megtérülésnek*. A modern pénzügyi piaci rendszer azokat az instrumentumokat és közvetítő intézményeket preferálja, amelyek nagy megtérülést ígérnek rövid távon. Az ilyen rövid távra orientáltság közvetlenül vezet az alapul szolgáló kockázat hibás megítéléséhez, amint a befektetők kevésbé figyelnek az alacsony valószínűségű kimenetekre. A rövid távra orientáltság ugyancsak eredményezheti a kockázat felhalmozódását, mivel a nagyfokú kockázatvállalás a rövid távú megtérülést általában a befektetések szűk sávjában emeli meg. Ez végül felerősítheti az érdek-konfliktusok hatását és a természetellenes ösztönzők következményeit, amelyek egyaránt érvényesülnek a magasabb és alacsonyabb menedzseri szinteken … Ez a környezet megteremti a feltételeit a széles körben megfigyelhető nyájszellemű maga-

tartásnak, ahol a kockázat menedzselése könnyen másodlagos jelentőségűvé válhat. (i.m. 4. o.)[11]

**Befejező gondolatok**

Bár a benső érték eredeti koncepcióját növekvő nehézséggel lehet alkalmazni a gyakorlatban, s az információk tradicionális forrásai is sokat vesztettek hitelükből, és számos pénzügyi intézmény kompetenciája a piacok és instrumentumok megértése tekintetében megkérdőjeleződik. A klasszikus értékpapír-analízis némely aspektusa azonban ugyanolyan érvényes, mint az 1930-as években. Ilyen példaként tekinthető a tények és a közvélekedés fontossága, a független gondolkodás megőrzése és a szkeptikus elemzés. Graham és Dodd úgy gondolta, hogy a „benső érték" értékek homályos sorozatát takarja, amelyet a piaci értékkel kell összehasonlítani. Ma úgy mondanánk, hogy eme értékek sorozata különböző benső értéket jelent a befektetők különböző típusaira vonatkozóan. Egy értékpapír benső értéke komparatív értékként fogható fel, ami releváns tények bizonyítékain alapszik, mérése egy vagy több más érték segítségével történik, amelyek illenek adott befektető céljaihoz, úgy, mint a folyó piaci ár szintje alá kerülés valószínűsége, az infláció elleni védelem, a pénzbeli jövedelemhez jutás képessége, a likviditás tartós fennmaradása, vagy a kölcsönvett összeg biztonsága. A benső érték olyan definíciójára van szükség, amely nem tesz kísérletet adott értékpapír olyatén minősítésére, hogy az „olcsó" vagy „drága" általában, hanem inkább szigorú összehasonlítások sorozatával, az értékpapír kü-

[11] Sharpe (2004) ezzel összefüggésben határozottan kiemeli a hosszabb távú befektetési stratégia fontosságát, amikor így ír: *„Definíció szerint, a befektetési stratégiát középtől hosszú távúig tervezik … Bár fennáll a kísértés, hogy a várható érték, a kockázat és a korreláció becslését a részvénypiacok legújabb fejleményeire alapozzák, azonban ez általában nem a legjobb választás. Ha képesek volnánk azonosítani olyan széles eszköz-osztályokat, amelyek a jövőben különösen jól teljesítenek majd, az kifejezetten értékes lenne. Azt az információt, amely erre képessé tesz valakit, sok befektető szeretné megtalálni. Amint azok megkísérelnek ilyen információ birtokába jutni, akkor az árak korrekciója révén helyreáll az egyensúlyi reláció. A piac legyőzésére tett befektetői kísérlet a destrukció magvait hinti el." (i.m. 7. o.)*

lönböző aspektusait érintve oly módon történik a mérlegelés, hogy az megfeleljen adott befektető érdekeinek. Ebben az értelemben nincs egyetlen generikus kvalifikációja egy alulértékelt vagy túlértékelt értékpapírnak, csak összehasonlítások vannak a megnevezett karakterisztikákra vonatkozóan.

**Forrásmunkák**

Alexander, Sidney, S. (1961): Price Movements in Speculative Markets: Trends or Random Walks. *Industrial Management Review* May 2(2) 7-26. o.

Bachelier, L. (1900): Theorie de la Speculation. *Annales Scientifiques de l' École Normale Suoerieure* Séries 3(17) 21-80. o.

Bachelier, L. (1900): translated James Boness: Theory of Speculation in Cootner 1964 17-78. o.

Ball, R. (1978): Anomalies in Relationships between Securities' Yields and Yield-Surrogates.

*Journal of Financial Economics* 6(2-3), 103-126. o.

Ball, R. (1995): The Theory of Stock Market Efficiency: Accomplishments and Limitations.

*Journal of Applied Corporate Finance* May 4-18. o.

Ball, R.-Brown, P. (1968): An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research* 6(2) 159-178. o.

Black, F. (1986): Noise. *The Journal of Finance* 41(3) 529-543. o.

Boyko, S. A.-Negus, A. I. (2006): Risk versus Uncertainty. *New York Law Journal* December 8, 1-3. o.

Brock, W.-Lakonishok, I.-Le Baron, B. (1992): Simple technical trading rules and the stochastic properties of stock returns. *Journal of Finance* December 1731-1764. o.

Cootner, P. H. (1962): Stock Prices: Random versus systematic changes. *Industrial Management Review* 3(2) 24-45. o.

Cootner, P. H. (ed.) (1964): The Random Character of Stock Market Prices. Cambridge MIT Press

Cowles, A. (1933): Can Stock Market Forecasters Forecast? *Econometrica* 1(3) 309-324. o.

Cowles, A. (1960): A Revision of Previous Conclusions Regarding Stock Price Behavior.

*Econometrica* 28(4) 909-915. o.

Cowles, A.-Jones, H. E. (1937): Some A Posteriori Probabilities in Stock Market Action.

*Econometrica* 5(3) 280-294. o.

Cox, J. C.-Ross, S. A. (1976): The Valuation of Options for Alternative Stochastic Process.

*Journal of Financial Economics* 3(1-2) 145-166. o.

De Bondt, W.F.M.-Thaler, R. (1985): Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance* 40(3) 793-805. o.

Dimson, E.-Mussavian, M. (2000): Market Efficiency. The Current State of Business Disciplines. Spellbound Publications Vol. 3. 959-970. o.

Dreman, D. N.-Michael, B. A. (1992): Overreaction, Underreaction and the Low P/E Effect.

*Financial Analysts Journal* 4, 21-30. o.

Fama, E. F. (1965a): Random Walks in Stock Market Prices. *Financial Analysts Journal* September/October 21(5) 55-59. o.

Fama, E. F. (1965a): Random Walks in Stock Market Prices. Selected Papers No 16. Graduate School of Business University of Chicago 17 o.

Fama, E. F. (1965b): The Behavior of Stock Market Prices. *Journal of Business* 38(1) 34-105. o.

Fama, E. F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance* 25(2) 383-417. o.

Fama, E. F. (1991): Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance* 46(5) 1575-1617. o.

Fama, E. F. et al. (1969): The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review* 10(1) 1-21. o.

Fama, E. F.(1991): Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance* December 1575-1617. o.

Fama, E. F.(1998): Efficiency, Long-term Returns and Behavioral Finance. *Journal of Financial Economics* 49(3) 283-306. o.

Fama, E. F.-Fisher, L.-Jensen, M.-Roll, R. (1969): The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economics Review* Feb-

ruary 1-21. o.

Fama, E. F.-French, K. (1992): The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance* June 427-465. o.

Fama, E. F.-French, K. (1996): Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *Journal of Finance* March 55-84. o.

Fama, E. F.-French, K. R. (1988): Permanent and Temporary Components of Stock Process. *Journal of Political Economy* 96(2) 246-273. o.

Glosten, L.-Milgrom, P. (1985): Bid, Ask and Transactions Prices in a Specialist Market With Heterogeneously Informed Traders. *Journal of Financial Economics* 71-100. o.

Goedhart, M. H.-Koller, T. M.-Wessels, D. (2005): What Really Drives the Market? MIT *Sloan Management Review* Fall Vol. 47. No 1. 21-23. o.

Graham, B.-Dodd, D. L. (1934): Security Analysis. New York Mc Grow Hill

Grossman, S. J. (1976): On the Efficiency of Competitive Stock Markets Where Traders Have Diverse Information. *Journal of Finance* 31(2) 573-585. o.

Grossman, S. J.-Stiglitz, J. E. (1980): On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review* 70(3) 393-408. o.

Hayek, F. (1945): The Use of Knowledge in Society. *American Economic Review* September 526-527. o.

Hirshleifer, J. (1971): The Private and Social Value of Information and Reward to Inventive Activity. *The American Economic Review* 61(4) 561-574. o

Houthakker, H. S. (1961): Systematic and Random Elements in Short-Term Price Movements. *The American Economic Review* 51(2) 164-172. o.

Jaffe, I. (1974): Special Information and Insider Trading. *Journal of Business* July 410-428. o.

Jegadesh, N.-Titman, S. (1993): Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency. *Journal of Finance* 65-91. o.

Jensen, M. (1969): Risks, the Pricing of Capital Assets and the Evaluation of Investment Portfolios. *Journal of Business* April 167-247. o.

Jensen, M. (2005): Agency Costs of Overvalued Shares of Stocks. *Financial Management* Spring Vol. 34. No 1. 5-19. o.

Jensen, M. C. (1968): The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964.

*The Journal of Finance* 23(2) 389-416. o.

Jensen, M. C. (1978): Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. *Journal of Financial Economics* 6(2-3) 95-101. o.

Kahnemann, D.-Tversky, A. (1979): Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk.

*Econometrica* March 263-291. o.

Kendall, M. G. (1953): The Analysis of Economic Time Series – Part I.: Prices. *Journal of the Royal Statistical Society*. Series A (General) 116(1) 11-25. o.

Lakonishok, I.-Shleifer, A.-Vishny, R. (1994): Contrarian Investment, Extrapolation and Risk.

*Journal of Finance* December 1541-1578. o.

Le Roy, S. F. (1973): Risk Aversion and the Martingale Property of Stock Prices. *International Economic Review* 14(2) 436-446. o.

Le Roy, S. F. (1989): Efficient Capital Markets and Martingales. *Journal of Economic Literature* 27(4) 1583-1621. o.

Le Roy, S. F.-Porter, R. D. (1981): The Present Value Relation: Tests Based on Implied Variance Bounds. *Econometrica* 49(3) 555-574. o.

Lehmann, B. N. (1990): Fads, Martingales and Market Efficiency. *Quarterly Journal of Economics* 105(1) 1-28. o.

Lehmann, B. N. (1991): Asset Pricing and Intrinsic Values: A review Essay. NBER Working Paper October 30 o.

Lo, A. V. (1991): Long Term Memory in Stock Market Prices. *Econometrica* 59(5) 1279-1313. o.

Lucas, R. E. (1978): Asset Prices in an Exchange Economy. *Econometrica* 46(6) 1429-1445. o.

Malkiel, B. G. (2003): The Efficient Market Hypothesis and its Critics. *The Journal of Economic Perspectives* 17(19 59-82. o.

Mandelbrot, B. (1963): The Variation of Certain Speculative Prices. *The Journal of Business* 36(4) 394-419. o.

Mandelbrot, B. (1966): Forecasts of Future Prices, Unbiased Markets, and "Martingale" Models. *The Journal of Business* 39(1) 242-255. o.

Osborne, M. F. M. (1959): Brownian Motion in the Stock Market. *Operations Research* March-April 145-173. o.

Ross, S. A. (1978): A Simple Approach to the Valuation of Risky Streams. *Journal of Business* 51(3) 1-40. o.

Rubinstein, M (2001): Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case. *Financial Analysts Journal* 57(3) 15-29. o.

Rubinstein, M. (1976): The Valuation of Uncertain Income Streams and Pricing of Options. *Bell Journal of Economics and Management Science* 7(2) 407-425. o.

Sahlman, W. A. (2009): Management and the Financial Crisis. Harvard Business School Working Paper 10-033, 35 o.

Samuelson, P. A. (1973): Proof that Properly Discounted Present Values of Assets Vibrate Randomly. *The Ball Journal of Economics and Management Science* 4(2) 369-374. o.

Scholes, M. S. (1972): The Market for Securities: Substitution versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices. *The Journal of Business* 45(2) 179-211. o.

Sharpe, W. F. (2004): Investment strategy for the long term. *Wealth Management* Fall 4-7. o.

Shiller, R. I. (1981): Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? *The American Economic Review* 71(3) 421-436. o.

Stiglitz, I. E. (1981): The Allocation Role of the Stock Market: Pareto Optimality and Competition. *The Journal of Finance* 36(2) 235-251. o.

Summers, L. H. (1986): Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values?

*The Journal of Finance* 41(3) 591-601. o.

Taussig, F. W. (1921): Is Market Price Determinate? *The Quarterly Journal of Economics* 35(3) 394-411. o.

Tóth, B.-Kertész, I. (2006): Increasing Market Efficiency: Evaluation of Cross-Correlation of Stock Returns. *Physica A* 360(2) 505-515. o.

Treynor, I. (1981): What Does It Take to Win the Trading Game? *Financial Analysts Journal* January/February 55-60. o.

Treynor, I. L. (1962): Toward a Theory of Market Value of Risky Assets. Unpublished manuscript

Trichet, I. (2008): Undervalued risk and uncertainty – some thoughts on the market turmoil.

ECB Central Banking Conference Frankfurt am Main 13 November 1-6. o.

Working, H. (1934): A Random-Difference Series for Use in the Analysis of Time Series. *Journal of the American Statistical Association* 29(185) 11-24. o.

Working, H. (1949): The Investigation of Economic Expectations. *The American Economic Review* 39(3) 150-166. o.

Working, H. (1958): A Theory of Anticipatory Prices. *The American Economic Review* 48(2) 188-199. o.

Working, H. (1960): Note on the Correlation of First Differences of Averages in a Random Chain. *Econometrica* 28(4) 916-918. o.

# A szabad pénzáramokon alapuló vállalat-értékelési modell szemléltetése egy gomba-termesztéssel foglalkozó vállalat esetében

**JUHOS ANITA[1] – KOVÁCS IMOLA[2] – NISTOR E. IOAN[3]**

Jelen tanulmány célja egy vertikálisan integrált vállalatcsoport értékének meghatározása. A transzferárak könyvelés szerinti értékének megkérdőjelezhetősége miatt szükség van a pénzügyi kimutatások konszolidálására az értékelést megelőzően. Az alkalmazott módszer a vállalat rendelkezésére álló szabad pénzáramokon alapuló értékelés. Az elemzést a múltbeli információk részletes elemzésével és a jövőben várható események feltérképezésével támasztottuk alá. A vállalat értéke önmagában nem lehet statikus érték, ezt szükségszerűen ki kell egészíteni egy kockázatelemzéssel, a mi esetünkben egy nyereségküszöb-elemzéssel.

**Kulcsszavak:** vállalatértékelés, szabad pénzáramokon alapuló értékelés (FCFF, FCFE), CAPM, WACC, konszolidált pénzügyi kimutatások, vertikális integráció, pénzügyi elemzés, felvásárlások és összeolvadások, profit és cash alapú fedezet

**JEL kódok:** G34, G39

„A *vállalat értéke* mindaz a jövedelem, amit a vállalkozás üzleti tevékenységével hosszú távon, teljes élettartama során realizál, s amely a vállalkozáshoz forrást biztosítók rendelkezésére áll" (Copeland et al 1999. 18). Ebből a kijelentésből is láthatjuk, hogy a vállalati érték nem csupán a birtokolt eszközök értékét jelenti, hanem annál sokkal többet: a vállalat jövedelmet termel, amelyet az értékelés során figyelembe kell venni.

A megtermelt jövedelem esetén nagyon fontos, hogy nem a számviteli értelemben megtermelt jövedelmet vesszük figyelembe, hanem a

[1] Mesteris hallgató, Babeş-Bolyai Tudományegyetem, Közgazdaság- és Gazdálkodástudományi Kar

[2] PhD hallgató, egyetemi tanársegéd, Babeş-Bolyai Tudományegyetem, Közgazdaság- és Gazdálkodástudományi Kar

[3] PhD, egyetemi tanár, Babeş-Bolyai Tudományegyetem, Közgazdaság- és Gazdálkodástudományi Kar

pénzáramok által generált jövedelmet. Ezek a pénzáramlások a jövőben keletkeznek, így egy megfelelő tőkeköltséggel (amely a kockázatot is figyelembe veszi) jelenlegi értékekké kell átalakítani. A pénzáramlások jelenértékeit összegezve kapjuk meg a vállalati értéket.

**Diszkontált pénzáramlás alapú értékelés**

A módszer szerint a vállalat értéke nem más, mint a jövőbeli pénzáramlások kockázatosságot is figyelembe vevő rátával történő diszkontálásának eredménye Ez a módszer átfogóan tartalmazza a vállalati értéket befolyásoló tényezőket, valamint figyelembe veszi a pénzáramlás generálásához szükséges pótlólagos beruházásokat.

A megközelítés azzal a feltételezéssel él, hogy az érték az eszköz (vállalat) jövőbeli pénzáramlásainak a jelenértékéből származik.

$$\text{Érték} = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1 + r)^t} \ ,$$

ahol, $n$ a működési időtartam, $CF_t$ a pénzáramlás értéke $t$ időpontban, $r$ pedig a pénzáramlások kockázatát figyelembevevő kamatláb.

A vállalatértékelés folyamatának ismerete lehetővé teszi, hogy az értékelési munka szervezetten megvalósuljon, és az értékelés lépései okokozati összefüggésben legyenek egymással. A vállalatértékelés folyamatának első lépcsőfoka a múltbeli adatok begyűjtése és a vállalat megismerése. A múltbeli adatok alatt elsősorban a pénzügyi kimutatások értendők, de emellett fontos a vállalat rövid bemutatása, a gazdasági környezet elemzése. Szintén fontos tényező az értékelési módszer kiválasztása is. Célszerű a modellt a múltbeli kimutatásokra, az utóbbi 5–10 év adatainak elemzésére alapozni, hogy az előrejelzés megalapozott legyen (Copeland et al 1999). A következő lépés az előrejelzések elkészítése. Az előrejelzés tulajdonképpen a várható teljesítmény előrejelzését foglalja magába, fontos az időtáv megválasztása, vagyis az, hogy milyen időre történik a konkrét előrejelzés, valamint mikortól számolódik maradványérték (Ulbert 1997). Az előrejelzés elsősorban a pénzügyi kimutatások előrejelzését foglalja magába. Ezek előrejelzésére a múltbeli adatok használhatóak fel, valamint az ezek alapján számolt mutatószámok

(Martin Hajdu 2008). A mutatószámok a pénzügyi kimutatások alapján meghatározott arányok, amelyek a tendenciák alapján az előrejelzések elkészítését megkönnyítik, kiinduló alapját képezve annak.

Az előrejelzési időtáv meghatározása a vállalatok értékelésének egy újabb kulcskérdése. A klasszikus vállalatértékelési modellek értelmében megadható egy explicit előrejelzési táv, amelyre részletes előrejelzést készítünk, a következő időszakban keletkezett pénzáramlásokat pedig egy maradványérték-képlet segítségével határozhatjuk meg (Copeland et al 1999). A szerzők az explicit előrejelzési időszaknak különböző időtartamokat határoznak meg, Copeland et al (1999) átlagos 10 éves periódust, míg Martin Hajdu (2008) 5–10 éves előrejelzési periódust javasol. Hosszabb explicit előrejelzési periódus választása általában sok bizonytalanságot eredményez, ezért inkább az 5–7 éves előrejelzési periódus elfogadott a szakirodalomban.

A szabad cash-flow az a befektetők között szétosztható pénzáram, „ami azt követően marad meg, hogy már végrehajtották a szükséges tárgyi tőke beruházásokat, új termék fejlesztését, s eszközölték a működés folyamatosságát garantáló forgótőke befektetéseket" (Bélyácz 2007. 68). A szabad cash-flow előnye, hogy a kamat- és adófizetés előtti nyereségből (EBIT) indul ki. Abban különbözik a hagyományos cash-flow-tól, hogy a vállalat normál üzleti tevékenysége melletti pénzáramlást mutatja, amely a forrást biztosítók rendelkezésére áll (Becker et al 2005).

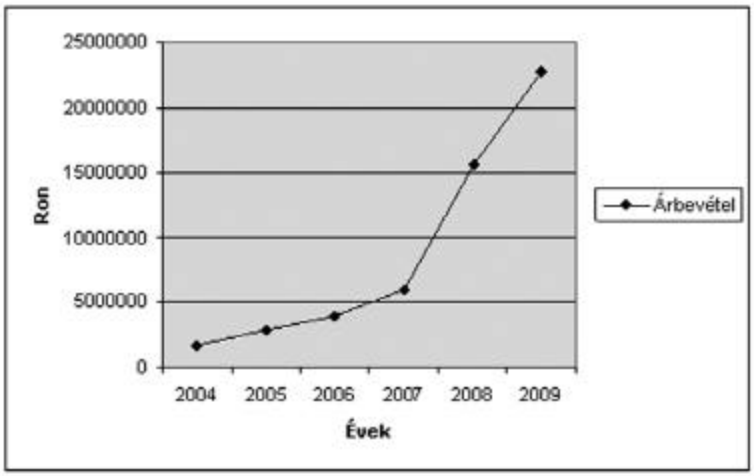
**Az értékelt vállalatcsoport – a Boglar Champ és Boglar Plus vállalatok**

A Boglar Champ Kft. 2002-ben alakult, fő tevékenysége a gombatermesztés és -értékesítés; jogi formáját tekintve korlátolt felelősségű társaság.

A gombatermesztéshez szükséges alapanyagok közül a legfontosabb a komposzt és komposztra kerülő földréteg. Romániában még nincs komposztgyártásra specializálódott vállalat, ezért a gombatermesztéssel foglalkozó cégek külföldről kénytelenek beszerezni az alapanyagokat. A Boglar Champ Kft. főleg Magyarországról vásárolja az anyagokat: a Bio-Fungi Kft.-től a komposztanyagot és a Premium Terra Kft.-től a takaró földet. Emellett Németországból és Hollandiából is importál-

nak alapanyagokat, a CNC és Topterra cégektől. Az alapanyag szállítása saját kamionokkal történik. A gomba értékesítését is a Boglar Champ Kft. valósítja meg; a legfontosabb hazai cégek, amelyekkel szerződésük van: Kaufland, Selgros Cash&Carry, Rewe Group (Penny Market). A szerződéseket átlag-mennyiségekre kötötték, amelyeket az üzletek változtathatnak, a szállítás előtt 1–2 nappal. A romániai gombapiac fejlődésben van, túlnyomórészt kisvállalkozások jellemzik. A Boglar Champ Kft. piacvezető cég, ugyanis a vállalat által termesztett mennyiség a román gombatermelés több mint 50%-át teszi ki.

A Boglar Champ Kft. pénzügyi kimutatásainak átfogó elemzése során megfigyelhető az árbevétel folyamatos emelkedése és az, hogy 2008-ban és 2009-ben volt a legerőteljesebb ez a tendencia.




*Forrás: Saját szerkesztés a Boglar Champ Kft. pénzügyi kimutatásai alapján*

1. ábra. Az árbevétel növekedése 2004–2009 között

Míg 2008-ban a növekedés oka a piaci kereslet növekedése volt, addig 2009-ben a piaci keresletnövekedés mellett megjelentek azok a tranzakciók, amelyek a Boglar Champ Kft. és Boglar Plus Kft. között lezajlottak az

év folyamán. A két vállalat tulajdonosa ugyanaz a személy, ezért a Boglar Plus által termelt gombát a Boglar Champ értékesíti, valamint az alapanyagot is ez utóbbitól vásárolja. Ezért szükségszerű a két vállalat pénzügyi kimutatásainak a konszolidálása, mivel így reálisabb kép alakítható ki a kimutatásokról, így a transzferárak nem torzíthatják az eredményeket.

A konszolidálás során az egymás közötti tranzakciók beazonosítása volt az első lépés, majd ezek levonása a megfelelő eredménykimutatás tételekből. Két fő tranzakció van, amely a két vállalat között rendszeres gyakorisággal megvalósul:

• a Boglar Champ Kft. a Boglar Plus Kft. által termelt gombát átveszi, és saját hálózatain keresztül értékesíti, ebből a Boglar Plus Kft.-nek bevétele keletkezik – saját termelés értékesítéséből származó bevétel –, míg a Boglar Champ Kft.-nél az áru ráfordítás.

• A Boglar Champ Kft. alapanyagot ad el a Boglar Plus Kft.-nek, ami áruértékesítés árbevételeként szerepel, a Boglar Plus Kft.-nél pedig alapanyag ráfordítás.

A konszolidálás során a Boglar Champ Kft. áruértékesítésből származó bevételeit lecsökkentettük azzal az összeggel, amely a Boglar Plus Kft.-nél alapanyag ráfordításként szerepel. Továbbá a Boglar Plus Kft. által a Boglar Champ Kft.-nek eladott saját termelés árbevételét is lecsökkentettük, ugyanakkor a Boglar Champ Kft. esetén ezt az összeget levontam az áru ráfordítások tételből. A konszolidálás eredményeként kapott pénzügyi kimutatásokat használtuk fel a további elemzésekhez.

**A pénzügyi kimutatások előrejelzése**

A Boglar Champ Kft. értékelése során, mivel a vállalat esetén számolt mutatók stabilizálódást mutatnak az elmúlt két évben, 7 évre jeleztük előre részletesen a pénzügyi kimutatásokat és ezek alapján a pénzáramlásokat, majd az ezt követő időszakra maradványértéket határoztunk meg.

Az *eredménykimutatás* tételeinek előrejelzése során a múltbeli adatokat vettük alapul. Elsőként az árbevétel alakulását jeleztük előre. A múltbeli adatok alapján nem volt azonosítható trend az árbevétel növekedési ütemében. Ennek egyik oka, hogy a vállalat nyolc éves múltra te-

kint vissza, ugyanakkor maga az iparág is fiatal, növekvő. A fő kérdés az, hogy a kezdeti nagymértékű árbevétel növekedés tartható-e. A vállalatvezető elmondása szerint a piac elkezdett telítődni, így azzal a feltevéssel élhetünk, hogy a termelt mennyiség és áruértékesítés növekedése a 2009-es szintnél nem lesz nagyobb a jövőben, sőt kis mértékben csökkenni fog. Az eladott mennyiség és az áruértékesítés növekedését tehát a következő táblázatban szereplő növekedési ütemek felhasználásával jeleztük előre:

1. táblázat. Az eladott mennyiség előrejelzett növekedési üteme

| Évek | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Növekedési ütem | 19% | 18% | 18% | 16% | 16% | 13% | 13% |

*Forrás: Saját szerkesztés a Boglar Champ Kft. pénzügyi kimutatásai alapján*

A vállalat által megkötött szerződéseket a jövőre nézve stabilnak tekintettük. A Román Nemzeti Bank által előrejelzett inflációt 2012-től kezdve konstansnak tekintettünk, ezzel korrigáltuk az árakat, árnövekedéssel pedig nem számoltunk a korábban említett piactelítődés miatt. Mindezek függvényében előrejeleztük a nettó árbevételt.

2. táblázat. A vállalat előrejelzett nettó árbevétele

| Év | Eladott termelés (kg) | Ár (RON/kg) | Árbevétel (RON) | Árúértékesítés (RON) | Nettó árbevétel (RON) |
|---|---|---|---|---|---|
| 2010 | 1 826 936 | 5.60 | 10 229 004 | 13 444 945 | 23 673 949 |
| 2011 | 2 155 784 | 5.77 | 12 432 331 | 16 340 986 | 28 773 317 |
| 2012 | 2 543 825 | 5.93 | 15 080 915 | 19 822 270 | 34 903 185 |
| 2013 | 2 950 837 | 6.09 | 17 983 689 | 23 637 661 | 41 621 350 |
| 2014 | 3 422 971 | 6.27 | 21 445 190 | 28 187 437 | 49 632 627 |
| 2015 | 3 867 958 | 6.44 | 24 911 590 | 32 743 655 | 57 655 245 |
| 2016 | 4 370 792 | 6.62 | 28 938 299 | 38 036 339 | 66 974 639 |

*Forrás: Saját szerkesztés a Boglar Champ Kft. pénzügyi kimutatásai alapján*

Mivel az eredménykimutatásban a működési bevételeken belül az értékesítés nettó árbevétele képezi a legnagyobb részt, a többi tételt a korábbi évek arányszámai segítségével jeleztük előre, mivel ezek az elmúlt években jelentős stabilitást mutattak.

A működési költségek előrejelzése során szintén egy arányszámot használtunk fel. A vállalat esetén megfigyelhető, hogy a működési bevételek és működési költségek aránya a következő táblázat alapján az utolsó három elemzett évben közel azonos szinten volt, ezért az arány átlagát felhasználva meghatároztuk a működési költségeket.

3. táblázat. A működési bevételek és működési kiadások aránya 2004–2009 között

| Évek | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Arány | 1,0296 | 1,1112 | 1,1903 | 1,0723 | 1,0794 | 1,0794 |

*Forrás: Saját szerkesztés a Boglar Champ Kft. pénzügyi kimutatásai alapján*

A működési költségeken belül az alapanyag-, energia- és vízdíjak, illetve a személyzeti ráfordítások jelentősek. A vállalat vezetőjének elmondása szerint 100 kilogramm alapanyagból átlagosan 38 kilogramm késztermék, vagyis gomba termeszthető. Az árak ismeretében és ezt az arányt felhasználva jeleztük előre az alapanyaggal járó költségeket. A munkabérek esetén szintén a vállalat által megadott 15%-os növekedési arányt használtuk fel. Az értékcsökkenés meghatározásakor az elmúlt évi amortizációs táblát vettük figyelembe, majd az egyes eszközök amortizációját összesítve ezt levontuk az aktuális tárgyi eszközök értékéből.

Az összes bevétel és költség arányaiban jelentős változás nem történt az elmúlt öt évben, ezért jeleztük előre a bevételeket és kiadásokat ezek segítségével.

A pénzügyi bevételek és költségek előrejelzésekor ezeknek az összes bevételhez és költséghez viszonyított arányát vettük figyelembe. A vállalat a 2010-es év folyamán a hiteleit visszafizette. Ennek ellenére, mivel az előző években a hitelarány alacsony volt, a szintet konstansnak

4. táblázat. A működési bevételeknek az összes bevételhez és működési költségeknek az összes költségekhez viszonyított aránya

| Évek | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Működési bevételek/ Összes bevétel | 0,9956 | 0,9963 | 0,9968 | 0,9981 | 0,9984 | 0,9979 |
| Működési költségek/ Összes költség | 0,9950 | 0,9969 | 0,9969 | 0,9905 | 0,9824 | 0,9837 |

*Forrás: Saját szerkesztés a Boglar Champ Kft. pénzügyi kimutatásai alapján*

tekintve egy megközelítő kamatláb segítségével határoztuk meg az előrejelzési periódusra a kamatkiadásokat.

A *mérlegtételek* előrejelzése során az eszközoldal felépítésénél előrejeleztük a befektetett eszközök értékét: a vállalat két évvel ezelőtt több állóeszközt vásárolt, ezek elegendőek a termelési- és értékesítési tevékenységhez, így a jövőben a vállalat nem tervez eszközvásárlást vagy beruházást. A forgóeszközök előrejelzése során a készletek esetén a forgási időket határoztuk meg. A 5. táblázat tartalmazza az elmúlt hat év készlet-felhasználási idejét. Ezek átlaga 46 nap. Ezt az átlagos felhasználási időt változatlannak tekintettük az előrejelzési periódusra.

5. táblázat. A készletek felhasználási ideje 2004–2009 között

| Évek | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | Átlag |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Készletek forgási ideje | 61,58 | 19,31 | 25,19 | 37,31 | 60,01 | 73,74 | 46 |

*Forrás: Saját szerkesztés a Boglar Champ Kft. pénzügyi kimutatásai alapján*

A készletek forgási idejének és az eredménykimutatásban előrejelzett anyagi jellegű ráfordításoknak a segítségével meghatároztuk a készletállományt az előrejelzési periódusra.

A vevőállomány esetén a fizetési haladékot használtuk fel, ennek

átlaga 52 nap. Ezt változatlannak tekintettük az előrejelzési időszakban. A fizetési haladék és az előrejelzett árbevétel segítségével előrejeleztük a várható követelés-állományt.

A pénzeszköz-állományt az előrejelzett cash-flow kimutatás alapján számítottuk ki.

A forrás oldal előrejelzése során a rövid lejáratú kötelezettségek előrejelzésére, amelyek a szállítótartozásokat is magukba foglalják, szintén az eddigi fizetési haladékok átlagát használtuk. A fizetési haladékokat konstansnak tekintve, illetve az előrejelzett anyagi jellegű ráfordítások napi értékének szorzataként megkaptuk az átlagos szállító-állományt.

A hosszú lejáratú kötelezettségek előrejelzése során annak ellenére, hogy a vállalat tulajdonosai újabb hitelfelvételt nem terveznek, mivel a

6. táblázat. A nettó forgótőke és összetevői (RON)

| Évek | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|---|---|---|---|
| Forgótőke | 3 534 568 | 4 295 914 | 5 211 115 | 6 214 150 |
| (+) Készlet-állomány | 1 038 250 | 1 261 889 | 1 530 722 | 1 825 355 |
| (+) Vevő-állomány | 3 385 062 | 4 114 204 | 4 990 694 | 5 951 303 |
| (–) Szállító-állomány | 888 744 | 1 080 179 | 1 310 301 | 1 562 508 |

| Évek | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|---|---|---|
| Forgótőke | 7 410 250 | 8 608 043 | 9 999 447 |
| (+) Készlet-állomány | 2 176 700 | 2 528 542 | 2 937 255 |
| (+) Vevő-állomány | 7 096 809 | 8 243 938 | 9 576 488 |
| (–) Szállító-állomány | 1 863 259 | 2 164 436 | 2 514 296 |

*Forrás: Saját szerkesztés a Boglar Champ Kft. pénzügyi kimutatásai alapján*

hiteleknek kedvező hatásai vannak, a 2009-es hitelarányt konstansnak tekintettük a jövőre nézve.

A *működési cash-flow kimutatás* előrejelzésére az indirekt cash-flow módszert alkalmaztuk. Az indirekt cash-flow a számviteli eredményből indul ki, ezt szükséges korrigálni azokkal a tranzakciókkal, amelyek nem jártak pénzbejövetellel vagy pénzkiáramlással, de bevételként vagy kiadásként megjelennek az eredménykimutatásban: le kell vonni a nettó forgótőke változást, hozzáadni és levonni a kamatbevételeket és kiadásokat, valamint le kell vonni a társasági adót.

**A vállalat értékének meghatározása**

A szabad cash-flow a működésből származó nettó pénzáramlás, mivel nem szükséges újrabefektetés a vállalat működésének fenntartásához (Pálinkó, Szabó 2006).

Ezt a szabad pénzáramlást fogjuk diszkontálni a következőkben meghatározásra kerülő diszkontrátával.

**A vállalat súlyozott átlagos tőkeköltsége**

„A súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC) az a diszkontráta, amelynek segítségével a befektetők összessége számára a várható jövőbeli pénzáramlásokat jelenértékre fordíthatjuk le" (Copeland-Koller-Murrin, 1999:272).

Az összefüggés, amivel kiszámítható (Brealey-Myers, 2005):

$$WACC = r_D (1 - T_c) \frac{D}{V} + \frac{E}{V} r_E$$

ahol $r_D$ a hitel költsége, $T_c$ a vállalati adókulcs, $D/V$ a hitel aránya a finanszírozásban, $r_E$ a tulajdonosok által elvárt hozam, E/V a saját tőke aránya a finanszírozásban.

A tulajdonosok által elvárt hozam meghatározására a CAPM-modellt használtuk, amelynek összefüggése:

$$E(r_E) = r_f + \beta [E(r_M) - r_f]$$

ahol $E(r_E)$ a tulajdonosok várható hozama, $r_f$ a kockázatmentes hozam,

7. táblázat. A Boglar Champ Kft. szabad cash-flow-ja (RON)

| Év | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|---|---|---|---|
| EBIT | 1 032 601 | 1 231 207 | 1 473 311 | 1 756 894 |
| EBIT adó-vonzata | 165 216 | 196 993 | 235 730 | 281 103 |
| NOPLAT | 867 385 | 1 034 214 | 1 237 581 | 1 475 791 |
| Amortizáció | 643 168 | 502 146 | 392 044 | 306 084 |
| Bruttó cash flow | 1 510 553 | 1 536 359 | 1 629 625 | 1 781 874 |
| Forgótőke | -515 182 | -761 820 | -915 772 | -1 003 660 |
| Bruttó beruházás | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FCFF | 995 371 | 774 539 | 713 854 | 778 214 |

| Év | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|---|---|---|
| EBIT | 2 095 061 | 2 433 706 | 2 827 090 |
| EBIT adó-vonzata | 335 210 | 389 393 | 452 334 |
| NOPLAT | 1 759 851 | 2 044 313 | 2 374 756 |
| Amortizáció | 238 971 | 186 574 | 145 665 |
| Bruttó cash flow | 1 998 822 | 2 230 887 | 2 520 421 |
| Forgótőke | -1 196 845 | -1 198 539 | -1 392 271 |
| Bruttó beruházás | 0 | 0 | 0 |
| FCFF | 801 977 | 1 032 348 | 1 128 150 |

*Forrás: Saját szerkesztés a Boglar Champ Kft. pénzügyi kimutatásai alapján*

β – béta – a szisztematikus kockázat mérőszáma, $E(r_M)$ a piaci portfólió várható hozama.

Kockázatmentes hozamként a Román Nemzeti Bank hivatalos referencia kamatlábát vettük 2010 januárjára, amely évi 8% volt.

A béta meghatározásához az iparági, áttételmentes bétából indul-

tunk ki (Damodaran). A mezőgazdasági iparág átlagos áttételmentes bétája 0,43. Ezt korrigáltuk a vállalat működési és finanszírozási áttételével:

8. táblázat. A Boglar Champ Kft. bétája

| | |
|---|---|
| Áttétel nélküli béta | 0,46 |
| Adóráta | 16% |
| Finanszírozási áttétel | 0,11 |
| Finanszírozási áttétellel korrigált béta | 0,50 |
| Működési áttétel | 0,05 |
| Működési áttétellel korrigált béta | 0,53 |
| Vállalati béta | 0,53 |

*Forrás: Saját számítás*

A kockázati prémium Románia esetén 7,50% (Damodaran). Így a részvényesek által elvárt hozam 11,95%.

Mivel a vállalatnak két hitele van, ezek súlyozott átlagos költségét meghatározva kapjuk meg a hitelezők által elvárt hozamot. A hitel bruttó költsége 14%, míg nettó (adómegtakarítással csökkentett) költsége 11,76%.

A tulajdonosok és hitelezők elvárt hozamainak segítségével meghatározható a vállalati súlyozott átlagos tőkeköltség:

9. táblázat. A Boglar Champ Kft. súlyozott átlagos tőkeköltsége

| | |
|---|---|
| $r_E$ | 11,95% |
| $r_D$ | 11,76% |
| D/V | 9,7 % |
| E/V | 90,3 % |
| WACC | 11,93% |

*Forrás: Saját számítás*

Mivel a vállalat tőkeszerkezete az évek során változik, így ez módosítja a vállalati súlyozott átlagos tőkeköltséget. Ennek értékei meghatározására a Miles-Ezzell formulát használtuk:

$$r^* = r - Lr_D T^* (1 + r)/(1 + r_D),$$

ahol $r^*$ a módosított diszkontráta, $r$ a tisztán saját tőkéből történő finanszírozás esetén elvárt megtérülés, $L=D/V$, $T^*$ vállalati adókulcs és $r_D$ a hitel költsége.

Így a tisztán saját tőkéből történő finanszírozás esetén elvárt hozam a Boglar Champ Kft. esetén 12,80%. Ismerve ezt az értéket, a Miles-Ezzell formula segítségével meghatározható az explicit előrejelzési periódus éveire a diszkontráta, a megfelelő D/V arányok használatával.

**A maradványérték becslése**

A maradványérték becsléséhez a növekvő tagú szabad cash-flow örökjáradék képletet alkalmaztuk, ami a Gordon-féle növekedési összefüggésre épül (Bélyácz, I. 2009):

$$\text{Maradványérték} = \frac{FCF_{T+1}}{WACC - g},$$

ahol $FCF_{T+1}$ az explicit előrejelzési időszakot követő első év szabad pénzáramlása, *WACC* a súlyozott átlagos tőkeköltség, $g$ a szabad cash-flow-nak a várható növekedési üteme.

A szabad cash-flow növekedési üteme 9,28%.

A maradványérték tehát a 2017-es évi szabad cash-flow diszkontált értéke: 35 073 196,05 lej, ennek számoljuk ki a jelenértékét.

**A Boglar Champ Kft. értékének meghatározása**

A vállalati szabad pénzáramlások, az elvárt hozamok, valamint az egyes években a pénzáramlások jelenértékei a 10. táblázatban vannak összesítve.

A vállalat értékét az alábbi összefüggés segítségével határoztuk meg:

$$\text{A vállalat értéke} = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFF_T}{(1 + WACC)^t} + \text{maradványérték}.$$

Eszerint a Boglar Champ Kft. értéke 19 282 593,27 lej, vagyis megközelítőleg 4,5 millió euró.

10. táblázat. Az előrejelzett szabad pénzáramlások, elvárt hozamok és a pénzáramlások jelenértékei

| Évek | D/V | WACC új | Szabad pénzáram (RON) | PV (CF) |
|---|---|---|---|---|
| 2010 | 0,097347 | 11,93% | 1 016 305,65 | 907 971,81 |
| 2011 | 0,088711 | 11,74% | 823 343,22 | 658 281,61 |
| 2012 | 0,088711 | 11,74% | 793 485,79 | 567 744,25 |
| 2013 | 0,088711 | 11,74% | 877 934,15 | 562 157,89 |
| 2014 | 0,088711 | 11,74% | 925 651,64 | 530 428,34 |
| 2015 | 0,088711 | 11,74% | 1 183 848,79 | 607 097,11 |
| 2016 | 0,088711 | 11,74% | 1 311 975,38 | 602 102,45 |

*Forrás: Saját számítás*

**Kockázatelemzés**

A vállalati érték meghatározása után fontos megvizsgálni, hogy adott körülmények között bizonyos tényezők változása hogyan befolyásolja az értéket.

A kockázatelemzési módszerek közül a nyereségküszöb-elemzés, vagy fedezeti pont elemzés mellett döntöttünk, amely során azon fedezeteket kaphatjuk meg, amelyek mellett a vállalat profitot termel, vagy fizetőképes (Ross et al. 1996).

Az első lépés a változó és fix költségek behatárolása. A Boglar Champ Kft. esetén változó költségnek minősül az alapanyag költség, energia- és vízdíjak, munkaerőköltségek, vagyis tulajdonképpen azok a költségek, amelyek a termeléshez közvetlenül kapcsolódnak. Fix költségnek minősül a kamatköltség, a szolgáltatások költségei, a fizetendő bérleti díjak. Ezek ismeretében meghatározható a fedezet (Katits 2002).

*Profit alapú fedezeti analízis*

A profit alapú fedezeti elemzés keretén belül első lépésben azt a szükséges termékmennyiséget határoztam meg, amely mellett a vállalat nem veszteséges, ugyanakkor meghatározom azt az árbevételt, amely mellett a vállalat költségei megtérülnek.

A fedezeti mennyiség kiszámolása az alábbi összefüggés alapján történik (Katits 2002):

$$Q_f = \frac{FC}{f} \quad ,$$

ahol $Q_f$ a fedezeti mennyiség, *FC* a vállalat fix költségei, *f* az egységnyi termékre jutó fedezet.

11. táblázat. A Boglar Champ Kft. előrejelzett fix költségei

| Évek | Fix költségek (RON) |
|---|---|
| 2010 | 1 123 063,39 |
| 2011 | 1 061 593,44 |
| 2012 | 1 050 484,48 |
| 2013 | 1 091 260,67 |
| 2014 | 1 175 278,99 |
| 2015 | 1 274 226,49 |
| 2016 | 1 409 126,10 |

*Forrás: Saját számítás*

A következő lépés az egy termékegységre jutó fedezet meghatározása:

12. táblázat. A Boglar Champ Kft. esetén számolt egy termékegységre jutó fedezet

| Évek | Árbevétel (RON) | Változó költség (RON) | Fedezet (RON) | Eladott mennyiség (kg) | Fedezet/kg |
|---|---|---|---|---|---|
| 2010 | 23 673 949 | 22 240 073 | 1 433 876 | 1 535 240 | 0,93397 |
| 2011 | 28 773 317 | 27 030 585 | 1 742 733 | 1 826 936 | 0,95391 |
| 2012 | 34 903 185 | 32 789 180 | 2 114 004 | 2 155 784 | 0,98062 |
| 2013 | 41 621 350 | 39 100 442 | 2 520 908 | 2 543 825 | 0,99099 |
| 2014 | 49 632 627 | 46 626 495 | 3 006 132 | 2 950 837 | 1,01873 |
| 2015 | 57 655 245 | 54 163 201 | 3 492 044 | 3 422 971 | 1,02017 |
| 2016 | 66 974 639 | 62 918 141 | 4 056 498 | 3 867 958 | 1,04874 |

*Forrás: Saját számítás*

A fix költségek és az egy termékre jutó fedezet ismeretében meghatározható az a fedezeti mennyiség, amely mellett a vállalat nem veszteséges, és az az árbevétel, amely mellett a vállalat az összes költségeit fedezni tudja.

13. táblázat. A profit alapú fedezeti mennyiségek, illetve fedezeti árbevétel

| Évek | Mennyiség (kg) | Árbevétel (RON) |
|---|---|---|
| 2010 | 1 202 456 | 6 732 542 |
| 2011 | 1 112 886 | 6 417 975 |
| 2012 | 1 071 246 | 6 350 814 |
| 2013 | 1 101 181 | 6 711 078 |
| 2014 | 1 153 661 | 7 227 778 |
| 2015 | 1 249 022 | 8 044 332 |
| 2016 | 1 343 632 | 8 895 968 |

*Forrás: Saját számítás*

*Cash alapú fedezeti analízis*

A cash alapú fedezeti analízis abban tér el a profit alapú fedezeti analízistől, hogy csak a tényleges pénzkiáramlással járó fix költségeket veszi figyelembe. Ez alapján a fedezeti mennyiség az alábbi összefüggés alapján határozható meg:

$$Q_f = \frac{FC - NCF}{f},$$

ahol $Q_f$ a fedezeti mennyiség, amely mellett a vállalat fizetőképes, *FC* a fix költségek, *NCF* a készpénzkifizetéssel nem járó fix költségek, *f* az egy termékre jutó fedezet (Katits 2002).

Mivel a Boglar Champ Kft. esetén meghatároztuk az egy termékre jutó fedezetet, ezért most a fix költségek és a készpénz kifizetéssel nem járó fix költségek különbségét kellett meghatároznunk. Ennek ismeretében meghatározható a fedezeti mennyiség, valamint az a fedezeti árbevétel, amely mellett a vállalat fizetőképes:

14. táblázat. A cash alapú fedezeti mennyiségek, illetve fedezeti árbevétel

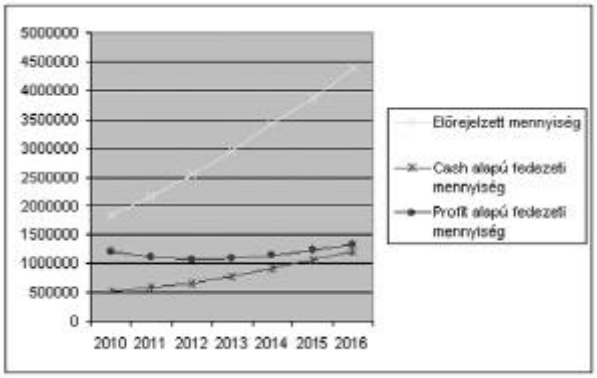
| Évek | Mennyiség (Kg) | Árbevétel (RON) |
|---|---|---|
| 2010 | 513 820,5 | 2 876 878 |
| 2011 | 586 478,5 | 3 382 201 |
| 2012 | 671 453,4 | 3 980 671 |
| 2013 | 792 315,0 | 4 828 713 |
| 2014 | 919 085,4 | 5 758 144 |
| 2015 | 1 066 139 | 6 866 471 |
| 2016 | 1 204 737 | 7 976 367 |

*Forrás: Saját számítás*

A fedezeti mennyiségek ismeretében újraszámolható a vállalati érték mindkét esetben.

*A vállalati érték meghatározása profit és cash alapú fedezetek esetén*

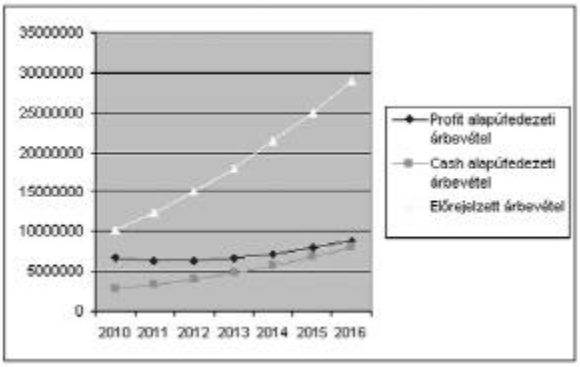
A vállalati érték meghatározása esetén először az előrejelzett mennyiségek és árbevétel helyére behelyettesítettük a profit alapú fedezeti analízis esetén meghatározott mennyiségeket és árbevételt, majd ugyanezt elvégeztük a cash alapú fedezeti analízis esetén is. Látható: ahhoz, hogy a vállalat fizetőképes legyen, kevesebb terméket kell értékesítenie, mint ahhoz, hogy profitja legyen.




*Forrás: Saját szerkesztés*

2. ábra. Az előrejelzett termelési mennyiség, a profit- és cash alapú elemzés során számolt fedezeti mennyiségek

Az árbevétel tekintetében elmondható, hogy az előrejelzett árbevétel szintje a legmagasabb, míg a cash alapú és a profit alapú fedezeti árbevétel között kevés különbség van. Ennek oka, hogy a fix költségek elenyésző része nem jár készpénzkifizetéssel, így a fizetőképesség és a profit eléréséhez is kevés különbségű árbevétel szükséges.




*Forrás: Saját szerkesztés*

3. ábra. Az előrejelzett árbevétel, valamint a profit- és cash alapú fedezeti analízis árbevételei

A vállalat értékét illetően elmondható, hogy a cash fedezeti mennyiségekkel számolt érték közel van az előrejelzett szabad pénzáramláson alapuló értékhez. A profit alapú fedezeti mennyiségek esetén a vállalat értéke jelentősen csökken.

15. táblázat. A Boglar Champ Kft. értéke a különböző fedezetek mellett, illetve az alap forgatókönyv esetén

| | Előrejelzett pénzáramlás alapján | Profit alapú fedezeti mennyiségek felhasználásával | Cash alapú fedezeti mennyiségek felhasználásával |
|---|---|---|---|
| Vállalati érték (RON) | 19 282 593,27 | 12 063 709,7 | 19 260 967,3 |

*Forrás: Saját szerkesztés*

**Irodalomjegyzék**

Becker, P., Turner, A., Varsányi, J., Virág, M. 2005. Értékalapú stratégiák – A pénzügyi teljesítmény értékvezérelt menedzsmentje, Akadémiai Kiadó, Budapest

Bélyácz, I. 2007. A vállalati pénzügyek alapjai, Aula Kiadó, Budapest

Bélyácz, I. 2009. Befektetési döntések megalapozása, Aula Kiadó, Budapest

Brealey, R., Myers, S. 2005. Modern vállalati pénzügyek, Panem Könyvkiadó, Budapest

Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. 1999. Vállalatértékelés, Panem Könyvkiadó, Budapest

Damodaran, A. 2006. A befektetések értékelése, Panem Könyvkiadó, Budapest

Katits, E. 2002. Pénzügyi döntések a vállalat életciklusaiban, KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó, Budapest

Martin Hajdu, Gy. 2002. Befektetés értékelés a gyakorlatban, Budapesti Corvinus Egyetem, bemutató

Martin Hajdu, Gy. 2008. Vállalatértékelés - A DCF értékelés alapelvei és alapelemei, Budapesti Corvinus Egyetem, bemutató

Nistor, E.I. 2004. Teorie şi practica în finanţarea întreprinderilor, Editura Casa Cărţii de Stiinţă, Cluj – Napoca

Nistor, E.I. 2002. Finanţele întreprinderii, Editura Presa Universitară Clujeană, Cluj – Napoca

Pálinkó, É., Szabó M. 2006. Vállalati pénzügyek, Typotex Kiadó, Budapest

Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J. 1996. Corporate Finance, IRWIN Kiadó, Amerikai Egyesült Államok.

Ulbert, J. 1997. A vállalat értéke, Janus Pannonius Egyetemi Kiadó, Pécs

***Román Nemzeti Bank, http://www.bnr.ro/Proiectii-BNR-4351.aspx

# Vízözönök után – közép-európai kilábalásra várva

## – a Romániai Magyar Közgazdász Társaság XIX. vándorgyűlésén elhangzott plenáris előadás –

**KÁDÁR BÉLA**[1]

Szent Ágoston írja vallomásaiban, hogy nehéz időkben, megpróbáltatások közepette mindig erőt ad a jobb idők beköszöntéséhez fűzött remények felvillantása. A fellendülési kilátások szemlézését tekintsük tehát erőt adó vállalkozásnak. Történelem-filozófiai megállapítás, hogy a jelen megértése nélkül nem vállalkozhatunk a jövő kilátásainak felmérésére. A jelen viszont a múlt alkotása, miként a gyermek a férfi atyja. Kezdjük tehát a jelen hozományával.

Térségünk, amelyet a különböző diszciplínák képviselői szoktak Közép-Európának, köztes Európának, Kelet-Közép-Európának vagy éppenséggel új EU tagországoknak nevezni, a világgazdaság kevéssé súlyos, történelmi sorsközösséggel összekapcsolt régiója. A térség aránya a világ népességében és GDP-jében nem éri el a 2%-ot, a világ kereskedelmében a 4%-ot. Közvetlen megarégiónkban, az Európai Unióban az új tagországokra az uniós népesség egyötöde, a GDP egytizede jut. A térség országainak befolyásoló hatása a világgazdaságra, sőt az unióra csekély, bár a globalizációs összefonódások feltételrendszerében a pénzügyi és konjunkturális folyamatok szempontjából megnőtt a csekélyebb jelentőségű országokból, régiókból érkező fertőzésveszélyek kisugárzó hatása. A közép-európai régión belül viszont – a pénzpiaci döntéshozók terepismereti deficitjeiből adódóan – a tényleges összefonódás mértékén messze túlmenően nőtt meg az egy-egy országban esetenként kialakuló kedvezőtlen pénzügyi, politikai helyzet kisugárzása a térség egészének megítélésére.

A továbbiakban a geopolitika és a történelmi sorsközösség által összekapcsolt közép-európai térség helyzetének és kilátásainak *általánosíthatóbb vonásaival* foglalkozunk, a boldog és boldoguló családok (or-

[1] A Magyar Tudományos Akadémia (MTA) rendes tagja

ságok) hasonlóságára vonatkozó tolsztoji megfogalmazás szellemében. Nem felejthető azonban, hogy a történelmi boldogtalanság nagyobb adagjában részesülő közép-európai országok fejlődésében, jelenlegi nehéz helyzetében és természetesen a boldogtalanság művészetének gyakorlásában erőteljes különbségek érzékelhetők.

Térségünk jövőbeli kilátásainak megítélésénél nem feledhető el a *fejlődéstörténeti örökség*. A XVI. század elejével kezdődő, Európán belüli leszakadás (Csehország és Szlovénia kivételével), az első világháború előtti évszázadban meginduló felzárkózás megtorpanása a két világháború közötti időszakban (Csehország kivételével), a jaltai megállapodásban a térségre erőltetett növekedés intézményrendszeri, koncepcionális és szerkezeti torzulatai következtében az egy főre jutó GDP a térség átlagában az uniós átlag 40%-ára csökkent az első világháború előtti 60%-kal szemben. A térség országainak súlya a világexportban 1937 és 1989 között a felére csökkent.

A jaltai rendszert lezáró máltai megállapodás nyomán kibontakozó *rendszerváltás* stratégiai koncepciók nélkül, lényegében az eltérő problémák kezelésére korábban kialakított washingtoni konszenzus keretében, érdemi nagyságrendű külső pénzügyi támogatás nélkül indult be. Ez súlyos növekedési és humán veszteséggel járt, amely az egyes országokban a GDP 12–35%-os visszaesésével, a munkahelyek számának 4–27%-os csökkenésével, a lakosság leggazdagabb és legszegényebb 10%-a közötti jövedelmi szakadék, valamint az egyes országok legfejlettebb és legelmaradottabb térségei közötti szintkülönbségek megkétszereződésével, megháromszorozódásával járt.

A térség országai közül a bruttó hazai termék volumene az adósságkönnyítésben részesülő Lengyelországban is csak 1994-ben, Szlovéniában és Szlovákiában 1996-ban, Magyarországon 1999-ben, Csehországban 2000-ben, Romániában 2004-ben, Bulgáriában, Lettországban és Litvániában pedig 2005-ben érte el az 1990. évi színvonalat. A nagyarányú növekedési veszteségek következtében a 2009 előtti *felzárkózás* mértéke Lengyelország, Szlovénia és Szlovákia kivételével szerény maradt, és elégtelen volt a nagyszámú, fejlődéstörténelmileg felhalmozódott társadalmi-gazdasági probléma felszámolására.

A rendszerváltás legjelentősebb gazdasági teljesítményét a nemzetközi gazdasági együttműködési rendszerbe való bekapcsolódás elmélyítése, a regionális és világgazdasági *integrálódás* jelentette mind intézményrendszeri, mind piaci szempontból. Jelenleg a térség egy országa sem feledheti a jövő előkészítésében, hogy az áru- és szolgáltatás kivitele GDP-hez viszonyított aránya egyharmadtól öthatodig terjed, szerkezeti modernizációjukban a külső erőforrások meghatározó szerepet játszanak, növekedésük (Lengyelország részleges kivételével) export- és beruházásvezérelt, és ebből adódóan külső konjunktúrától függő lett.

A globális gazdaság vezetési – azaz irányításrendszeri koncepcionális és értékrendi – deficitjei nyomán kirobbant 2008-as *pénzügyi válság*, az euro-atlanti visszaesés nem meglepő módon a gyengébb, sebezhető országokat, így a közép-európai országokat sújtotta nagyobb mértékben. A bruttó belföldi termék 2009. évi volumene a térség országaiban – a kevésbé külgazdaság függő, nagyobb belföldi piaccal rendelkező Lengyelország nélkül – átlagosan 6%-kal csökkent az eurózóna 4%-os átlagával szemben. A 2010. évi folyamatok a térségben lényegében stagnálással jellemezhetők az európai növekedéshordozói szerephez jutó Lengyelország kivételével. A jövőbeni konjunkturális folyamatok szempontjából kedvezőtlen hatású a beruházások 25–40%-os, a kivitel több mint 20%-os visszaesése (a 14%-os OECD átlaggal szemben) a balti és a balkáni országokban. A térség átlagában a GDP 6%-át meghaladó mértékű államháztartási deficit a jövőbeni növekedési ütem visszafogásával járó, egyensúlyhiánycsökkentési gazdaságpolitikai kényszereket erősít. A felzárkózási folyamat tehát – Lengyelország kivételével – ismét megtorpant.

A közgazdaságtudomány és a gazdaságpolitika művelőinek álláspontja megosztott az euro-atlanti térséget sújtó pénzügyi és konjunkturális feszültségek jövőbeli alakulásáról. A jelenlegi válság kirobbanásában közrejátszó érdekcsoportok és főárami képviselőik megítélése szerint már megindult a kilábalás, és nincs szükség a kialakult nemzetközi pénzpiaci mechanizmusok megregulázására, továbbá konjunktúraalakító lépésekre. Ugyanakkor nem hagyható figyelmen kívül, hogy a pénzügyi rendszer 1929-hez hasonlítható összeomlását, nagyobb mértékű válság kirobbanását csak a fejlett országok GDP-jének 25–30%-át kitevő

költségvetési vérátömlesztéssel sikerült elkerülni. Az állami erőforrás juttatás jelentős mértékű visszaszivattyúzása, azaz növekedési ütemkorlátozó hatása nélkül inflációs feszültségek alakulhatnak ki. Ebből adódóan – és különösen a görög válságveszély hatására – az uniós térségben 2010 tavasza óta felerősödött a költségvetési egyensúlyhiányok csökkentésére, a költségvetési és monetáris fegyelem szigorítására irányuló gazdaságpolitika. A konjunktúraciklus alakulásának bizonytalanságai mellett is kirajzolódnak a közép-európai térség gazdasági fejlődésének feltételeiben várható változások.

**Új igazodási követelmények**

A jelenlegi világléptékű feszültségek természetesen nem szűkíthetők le a nemzetközi pénzügyi stabilitás és a konjunktúraciklus problémakörére, hanem *többdimenziójúak*: a globális összefüggések rendszerében tükrözik azokat az összefonódó problémaköröket, amelyek az alábbiakból fakadnak:

- a világgazdasági növekedés dinamikájának és súlypontjának eltolódása, azaz az euro-atlanti térségen kívüli országok gyorsított ütemű felzárkózása;
- a globális tömegtársadalom irányíthatósága;
- a környezeti-klimatikus változások.

A növekedés *térbeli súlypontjainak eltolódása* Ázsia és mindenekelőtt Kína felé a külkereskedelmi forgalom dinamikáját áttereli az ázsiai térség felé, ami korántsem közömbös az exportvezérelt növekedésre utalt gazdaságok szempontjából. A pénzügyi egyensúlyhiányokkal küzdő és a fogyasztásbővülés mérséklésére kényszerülő országok közül a piaci dinamika hordozói elsősorban azok az országok, amelyek képesek az ázsiai térséggel folytatott együttműködés bővítésére. Az ázsiai országok Európán belüli kapcsolatainak függvényében várhatók másodlagos kereskedelem ösztönző hatások a korlátozott távolsági manőverképességgel rendelkező európai kis országokban. A lassú ütemben bővülő európai gazdasági térben az Ázsiától nem függő dinamizáló hatás csak a versenyképesség átlagon felüli javításától, a gyengébb partnereket *kiszorító* hatástól várható.

Az ázsiai térség felgyorsult ütemű modernizációja azonban nem csupán a külkereskedelmi dinamikában, a külgazdasági partnerszerkezet átalakításában jelent új alkalmazkodási kényszereket, hanem a műszaki-szerkezeti átalakulás felgyorsításában is. Kína gyors ütemű ipari, műszaki fejlődése ma már nem csupán a szakképzetlen munkaerővel is előállítható, alacsonyabb korszerűségi és minőségi igényszintet kielégítő tömegtermékek piacán erősít fel túlkínálati jelenségeket, árlemorzsolódást, *kiszorító hatást*, hanem átterjed a közép-európai országok iparában és ipari exportjában meghatározó súllyal szereplő, közepes technológiai-minőségi szintet képviselő, többnyire komparatív bérelőnyökön nyugvó termékek nemzetközi piacaira is.

A közepesen fejlett országok ellenható erők hiányában mindinkább *szakosodási harapófogóba* kerülnek a nemzetközi piacokon. Felülről a csúcstechnológiai termékek piacát a legfejlettebb országok, sőt újabban Dél-Korea és Taiwan vállalatai uralják, míg alulról a könnyűipari, valamint gépipari termékek piacán mindinkább az ázsiai országok alakítják a versenyfeltételeket.

A globális gazdaság összefonódó rendszerében e helyzet enyhítésére nemzetgazdasági protekcionizmus keretében beszűkültek a lehetőségek. Kitörési utat jelenthet a szakosodási átcsoportosítás az ázsiai országok által belátható időn belül műszaki-szakképzettségi szempontból még nem elérhető szinten előállítható termékekre. Ennek hiányában a várható árlemorzsolódás, cserearány romlás, munkahelyeltűnés növekedési veszteségei további *leszakadást*, társadalmi instabilitást válthatnak ki. A „Kína effektus" és a Kína–Amerika világgazdasági kondomínium kialakulása a világgazdaság valamennyi szereplője szempontjából jelent új igazodási kényszereket, ezek mértéke azonban a közepesen fejlett, gyengébb gazdasági potenciáljuk, az új világgazdasági erőközponttól nem csupán földrajzi, hanem kulturális-terepismereti szempontból is nagyobb távolságban lévő közép-európai országokban az átlagosnál jóval nagyobb. Geostratégiai szempontból a gazdasági növekedési súlypontok eltolódása Európa atlanti partvidéke, majd egy évszázada Amerika felé a térség külgazdasági-növekedési helyzetét már több mint fél évezrede hátrányosan érintette. A harmadik nagy történelmi változás a

megaerőtérben erőteljes és átfogó felkészülést igényel, hiszen ennek hiányában az *exportvezérelt növekedési pályának* fenntarthatósága kérdésessé válik.

A külgazdaság vezérelt növekedési pálya kilátásait a *munkapiaci* folyamatok is alakítják. Több közép-európai ország fizetési mérlegére gyakorolt jótékony hatást a közvetlen munkaerő export, illetve a külföldön dolgozó állampolgárok megtakarításainak hazautalása. A nyugat-európai országok gazdaságának középtávon várható szerény növekedési üteme nem teszi lehetővé a munkakereslet növekedését. Az erősödő nemzetközi versenyben az elmúlt évtized tapasztalatai alapján a viszonylagos versenyképesség fenntartása az egy főre jutó GDP legalább 2%-os évenkénti bővítését követelte meg. Ennél szerényebb növekedés racionalizálási, foglalkoztatottság csökkentési kényszereket teremt a versenyképesség védelmében. Az ILO nemzetközi munkapiaci felmérései is a munkanélküliség elmélyülését valószínűsítik.

A munkapiac kereslet–kínálati viszonyai a szakképzetlen munkaerő pozícióit gyengítik a legerőteljesebben, és térségi viszonylatban kedvezőtlenül érintik a külföldi munkavállalás lehetőségeit. A gazdasági hatásokkal összefonódva felerősödnek a nyugat-európai országokban a xenofób, külföldi munkaerő ellenes, diszkriminatív irányzatok. Ennek eredőjeként csökkennek a külföldön munkát vállalók hazautalásai és a fizetési mérleget kedvezően érintő hatások.

A növekedési pálya szempontjából az exportvezéreltség fenntartása az eddiginél jóval súlyosabb feladatokkal jár. Hasonló irányú kihívás éri a külső erőforrásokra támaszkodó *beruházásvezérelt* pálya fenntarthatóságát. A válság ez ideig a tőkeértékek pusztulásával, illetve a külföldi tőkeerőforrások beszűkülésével járt. A nemzetközi tőkekihelyezések értéke az elmúlt két évben felére csökkent, egyes országokban érzékelhetők tőkekivonási irányzatok is. A pénzpiacokon kialakult nagyarányú bizalmi válság következtében kedvezőtlenre fordult a külső finanszírozástól függő, kedvezőtlen piaci megítélésű országok helyzete: a hitelek szűkösebbek, drágábbak és rövidebb lejáratúak lettek. Az infláció megfékezésére, a pénzügyi egyensúly hiányának csökkentésére irányuló törekvések nyomán a külső hitelfelvételi költségek emelkedése várható. Ebből

adódóan a beruházásvezérelt növekedési pálya fenntarthatósága erősen függ a belső megtakarítások növelésétől. Ez viszont középtávon visszafogja a fogyasztásbővítés ütemét.

A Kína-effektus további dimenziója a *nyersanyag- és energiapiacokra* kifejtett hatás. A jelenlegi világgazdasági dinamizmus fő hordozója olyan ország, amelynek saját energia- és nyersanyag bázisa szűk, és teljességgel elégtelen a 10% körüli növekedési ütem fenntartásához. A kínai gazdasági növekedés kimagasló ütemű nyersanyag- és energia kereslete egyrészt árfelhajtó, másrészt fizikai értelemben is óriási piaci elszívó hatást gyakorol. Gyengébb érdekérvényesítő kapacitású országokban e körülmény távlatilag ellátásbiztonsági problémákat is felvethet. Középtávon mindenképpen kedvezőtlenül befolyásolja a nyersanyag- és energiafeldolgozó ágazatok működési feltételeit. E fejlemény önmagában is szakosodásmódosítást, kevésbé nyersanyag- és energiaigényes gazdaságszerkezetet igényel.

Az euro-atlanti térségben jelentkező élénkülési jelek ellenére indokolatlan a bizonyos érdekcsoportok által gerjesztett csodavárás, a válság által kiváltott megpróbáltatások elmúlásához, a válság előtti helyzetek visszatéréshez kár vérmes reményeket fűzni. Közép-Európában akkor lehet majd kilábalásról beszélni, ha elérkezünk a 2007. évi szintre. Ez jó esetben 2012-ben várható.

**Kilábalási térkép**

Nehéz helyzetekben különösen nagy jelentőségű a jövőt alakító lépések megtételének *sorrendisége*. A jelenlegi válságot a pénzügyi szférában kialakult szakszerűtlenség és felelőtlenség váltotta ki. A pénzügyi válság során a tőkeimportőr és deficitekkel küzdő közép-európai országok jövőjébe vetett bizalom megrendült. Így a térség legtöbb országában sorrendiségben – miként gátszakadáskor a víz útjának eltorlaszolása – az első stratégiai horderejű lépés a pénzügyi összeomlásveszély elhárítása, a pénzpiaci bizalom visszaszerzése. Bármennyire is csábító a bajba jutott fejlett országok példájának utánzása, az erőforrásokban szűkölködő közép-európai országok többségében az anticiklikus politika mozgástere korlátozott, a fiskális expanzió útja nem járható. Amíg saját megtakarítá-

sok hiányában az egyes közép-európai országok csak külső erőforrásokból tudják finanszírozni államháztartási deficitjüket, a külső finanszírozók hitelnyújtási feltételei meghatározók. A külső finanszírozók a pénzpiacok, az IMF és az Unió. A külső finanszírozók viszont – helyesen vagy helytelenül – az államháztartási egyensúlyhiány csökkentését tekintik jelenleg fő makroökonómiai teljesítménymutatónak, hitelességi mércének. Bibliai intelem, hogy „a császárnak meg kell adni, ami a császáré", legalábbis mindaddig, amíg a deficit el nem tűntethető vagy saját megtakarításokból nem finanszírozható. Az intelmet vitató országok, mint például Magyarország, Románia vagy Litvánia átmenetileg „bajkeverők" hírébe kerülnek a nemzetközi pénzpiacokon. Az egyes országok pozícióit nagymértékben határozza meg, hogy az alacsonyabb költségvetési és fizetési mérlegdeficitet felmutató országok felértékelődnek a nemzetközi kapcsolatrendszerben.

A kilábalás középtávú feltételeinek és követelményeinek felmérésénél nem hagyható figyelmen kívül, hogy külső eredetű, európai vagy nemzetközi pénzügyi és kereskedelmi zavarok elhárítását a nemzeti keretek között bevethető gazdaságpolitikai eszközök egyre kisebb mértékben tudják enyhíteni. Külpiaci konjunkturális zavarok ellensúlyozása egyre inkább csak regionális vagy nemzetközi együttműködéstől várható. E helyzetben a regionális és nemzetközi együttműködési rendszerhez fűződő *jó kapcsolatok* fenntartása, elmélyítése a kül- és külgazdaságpolitika alapvető feladata. Ugyanakkor elengedhetetlen közép- és hosszú távú gazdaságpolitikai programokban felvázolni azokat az irányokat, célokat, eszközöket és forrásokat, amelyek az egyes országok jövőképét, kilátásait, mozgásterét és az együttműködési rendszerben kialakítható helyét meghatározzák, illetve a növekedési pályát a megváltozott külső feltételekhez igazíthatják.

A második világháború utáni helyzetben az akkori két világrendszer közötti verseny illetve a növekedési elméletek meghatározó hatása nyomán alapvető gazdaságpolitikai céllá és értékké vált a legtöbb országban a növekedési ütemek maximalizálására irányuló törekvés. A jelenlegi és várható világgazdasági helyzetben, a megbomlott pénzügyi egyensúly, a hiányok csökkentéséből fakadó kényszerek mellett a fogyasztói kereslet

dinamikus bővítése tartósabban erős korlátokba ütközik. E helyzetben a növekedési-kilábalási stratégiákban a kibocsátás maximalizálásával szemben a *ráfordításminimalizálás*, megtakarítás kap elsőbbséget.

Mind a külső pénzügyi függőség csökkentése, mind a gazdaságok szerkezeti átalakításának, versenyképességének növelése szempontjából kulcsfontosságú a belső *megtakarítások* növelése. A legeladósodottabb országok közül Japánban, Olaszországban, Belgiumban a nemzetközi pénzpiacok bizalma nem ingott meg erőteljesebben, hiszen ezekben az adósságállomány illetve az adósságszolgálat zömét belső megtakarítások finanszírozzák, így a forrásköltségek is alacsonyabbak. A közép-európai országokban a fogyasztásbővülés magas üteme is közrejátszott a belső megtakarítások – a sikeresen felzárkózó országok gazdaságtörténelmében kirívóan – alacsony színvonalában. A közép-európai jövedelmi színvonal egyharmadát–egynegyedét elérő Kínában például a lakossági megtakarítások GDP-hez viszonyított rátája öt-tízszer magasabb, mint a közép-európai térségben, ahol nem csak az államháztartás és beruházások, hanem a lakossági fogyasztás finanszírozásában is jelentős szerepet játszanak a külső, a londoni pénzpiaci átlagnál lényegesen drágább pénzügyi források. A lakossági megtakarítások növelése illetve a külső pénzügyi függőség csökkentése nélkül a finanszírozási szempontból eleve drágább beruházások már a fejlesztések kiinduló fázisában versenyképességi hátrányt jelentenek. Ez egyre erőteljesebb bérleszorítási törekvéseket erősít fel. Felzárkózó országban a megtakarítások növelése növekedési-versenyképességi, önrendelkezés-növelési alapkövetelmény, ha úgy tetszik: nemzeti erény, amelyet igen erőteljesen rombol a megtakarítások megadóztatása.

Az erőteljesen növekvő ázsiai kereslettel összefüggő nyersanyag- és energiapiac várható alakulása költség és ellátásbiztonsági oldalról követeli a *fajlagos anyag- és energia* ráfordítások nemzetgazdasági szintű csökkentését. Bár bizonyos közgazdasági és gazdaságpolitikai megközelítések az anyag- és energia ráfordítások csökkentését vállalatgazdasági feladatnak tekintik, a kevésbé anyag- és energia igényes termelési és exportszerkezet kialakítása alapvető nemzetstratégiai, versenyképesség-javítási feladat. A közép-európai országok, különösen Lengyelország, Ro-

mánia, Magyarország, Szlovákia gazdaságszerkezete jórészt a KGST korszak örökségeként a nyugat-európai országokét messze felülmúló mértékű anyag- és energia igényességet mutat, ami növekvő versenyhátrányt, ellátásbiztonsági kockázatokat jelent.

A nemzetgazdasági megtakarítások, illetve a tartósan fenntartható növekedés forrása a térség *emberi erőforrásainak* eddiginél erőteljesebb hasznosítása. A térség országaiban a lakosság gazdasági aktivitása, foglalkoztatottsági szintje lényegesen alacsonyabb az uniós átlagnál. Az alacsony foglalkoztatottsági szint egyfelől tükrözi a rendszerváltást megelőző évtizedek gazdálkodási mechanizmusaival összefüggő túlfoglalkoztatási politikának a rendszerváltoztatással együtt járó összeomlásából fakadó következményeket, másfelől a munkaerő minőségéből, képzettségéből és szocializációjából fakadó foglalkoztathatósági problémákat. A korábbi növekedési fetisizmus hagyatékaként a rendszerváltoztatás után valamennyi országban erőteljes oktatásfejlesztési programok indultak be a közép- és felsőfokú oktatásba bevontak arányának gyorsütemű növelésével, de az oktatásbővítés pénzügyi, személyi, tárgyi feltételeinek kellő kialakítása, a közép-európai térség oktatás- és neveléstörténeti hagyományainak, sajátosságainak figyelembevételét nélkülöző koncepciók és módszerek nélkül. A mennyiségi növekedés mellett a következmény tükröződik az oktatási színvonal *elsilányosodásában*, a diákok teljesítményének romlásában, a fiatalkori munkanélküliség magas illetve a felnőttképzés alacsony arányában. A mai foglalkoztatáspolitika egyik fő problémáját a munkaerő foglalkoztathatósága jelenti.

A második világháború után leggyorsabb ütemben felzárkózó európai (Finnország, Írország, Spanyolország), valamint tengerentúli országok (Dél-Korea, Taiwan) teljesítményeiben meghatározó szerepet játszott a humán erőforrások fejlesztésének kiemelt helye a nemzetgazdasági célrendszerben. A térségben a sikeres lengyel oktatási reform eredményei is tükröződnek az ország gazdasági teljesítményeiben. A hosszútávon fenntartható közép-európai növekedés elsődleges stratégiai követelménye a tudásintenzív növekedési pálya követelményei mögötti leszakadás felszámolása, az új szakosodáshoz, versenyképesség növeléshez szükséges emberi erőforrások gyorsütemű fejlesztése cél- és erő-

forrás átcsoportosítással, átfogó oktatási-nevelési reformmal. Hasonló irányú gyökeres változások szükségesek a kutatás-fejlesztések területén.

A jelenlegi világgazdasági környezetben az *ember* a legfontosabb növekedési forrás. Az ember viszont nem csupán gazdasági lény. Társadalmi teljesítményjavulás, vonzó társadalmi környezet csak az erkölcsi-kulturális dimenzió erősítésével, az oktatáson-képzésen túlnövő átfogó neveléssel, erkölcsi megújhodással alakítható ki. Ez viszont sürgeti az erkölcs- és kultúravezérelt fejlődés beindítását, ami egyszersmind versenyképesség-javítási előfeltétel is. Ennek tartozéka viszont a médiavilágban elburjánzott értékromboló hatások kiiktatása, a rendészeti és médiatörvények nemzeti követelményekkel összehangolt újragondolása és átalakítása.

A két évtizeddel ezelőtti rendszerváltás a térség legtöbb országában sajátos, meglepően gyorsított ütemű és gyakorta feldolgozási, „emésztési" zavarokkal járó *eszmeváltást* is hozott a döntéshozatali szférában. A megelőző évtizedek marxista doktrínáiban elmélyült értelmiség, a kormányzat és a vállalati döntéshozatali szféra a marxizmusból nagy ugrást hajtott végre a közgazdasági főáramként felbukkanó neoliberális eszmerendszer felé, a közepesen fejlett közép-európai országok fejlődéstörténeti örökségének, nemzeti sajátosságainak figyelmen kívül hagyásával. A neoliberális „államtalanítási" programok keretében a térség országai nemcsak az állami tulajdont számolták fel változó mértékben és ütemben, hanem erősen leszűkítették az állam gazdasági-szabályozási-ellenőrzési szerepét a jogi és pénzügyi keretek kialakítására, makroszintű versenykörnyezeti szabályozásra. A washingtoni konszenzus feltételrendszerében az egyes gazdaságok hatalmi pozícióit meghatározó mértékben külföldi erőcsoportok szerezték meg. A legyengített *állam* a külső érdekekkel szemben nem képviselt közhatalmi egyensúlyt, ami a piaci mechanizmusok szabályozatlanságából fakadó torzulatokat, a térségi, szektorális, társadalmi leszakadási folyamatokat tompíthatta volna. A „fékek és egyensúlyok" rendszerének fejletlensége következtében a kevéssé szabályozott piacgazdaság és a rendszerváltással bevezetett politikai demokrácia intézményrendszeri működtethetősége, illetve az állampolgárok szavazatainak egyenlőségén alapuló demokrácia és a gazdasági

erő külföldi koncentrálódásából fakadó jövedelmi-társadalmi egyenlőtlenség nagyszámú esetben teremtett és teremthet destabilizálódási kockázatokat, konfliktushelyzeteket.

Az elmúlt három évtized nemzetközi gazdasági erőviszonyaiban meghatározó szerephez jutó *bankrendszer* a közép-európai térség folyamatainak alakításában is kiemelkedő hatású volt. Az elmúlt két évtized során a kereskedelmi bankok túlnyomó része külföldi tulajdonba került, tevékenységüket, helyzetüket alapvetően nem a jegybankok, hanem az anyabankok döntései határozzák meg. A fejlett országok jegybankjainak stratégiáira és gyakorlatára erőteljesen támaszkodó, s a közepesen fejlett országok eltérő gazdaságkörnyezeti kihívásaiba ütköző közép-európai jegybankok gazdaságirányítási szerepe is erősen behatárolt.

A közép-európai térségben – a korábban magára találó Lengyelország kivételével –, a kilábalás megköveteli a nemzetgazdaság *vezetési-irányítási* rendszerének a nemzetközi kihívásokhoz és a helyi adottságokhoz alkalmazkodó korszerűsítését. A nemzetközi, a térségi, társadalmi leszakadás megállítása és megfordítása, illetve a hatékonyabb nemzeti érdekvédelem, nemzetközi és európai helyteremtés, szellemi-erkölcsi-kulturális értékképzés, társadalmi-politikai egyensúlyvédelem az állam eddigi szerepének módosítását, gazdagítását jelenti. Ma már – a válságözönvíz után – a legfejlettebb országokban is nagyobb a fogékonyság a közepesen és gyengébben fejlett országokban kulcsfontosságú, állam és piac közötti új munkamegosztás iránt. Az elmúlt két évtizedet uraló gazdaságpolitikai csatakiáltás „az el a kezeket a bankoktól, pénzpiacoktól" halkul, a fejlődéstörténeti szemléletet nélkülöző elméleti főáram átalakításra vár. E követelmény a fejletlenebb piaci mechanizmusokkal jellemezhető országokban sem jelentheti az állam túlterjeszkedését, a gazdaság átállítását állami vezérlésre. Figyelmeztet azonban az államtalanítás, a korlátlan gazdasági szabadság, a dogmatikusan egyoldalú fiskális politika veszélyeire. Nem igazolható, hogy az államháztartási politikában a „méret a lényeg". Az államháztartási politikában kiadási–bevételi oldalon a fejlesztési racionalitások érvényesítése jövőt hordozó feladat, természetesen a gyorsított felzárkózástól elválaszthatatlan egyensúlyhiányok fékentartása mellett.

A közép-európai térség országainak gazdaságpolitikai *célrendszerében* sem kerülhető el bizonyos hangsúlyeltolódás. Középtávon a fiskális politika sikeresnek nem nevezhető egyeduralmával szemben felértékelődik a fejlesztéspolitika. A külgazdasági politika mozgásterét alapvetően behatárolja az uniós illetékesség, a monetáris politikáét a nemzetközi pénzpiaci folyamatok és döntések elsődlegessége. A változó növekedési pálya és a nemzetközi erőtér szakosodási követelményeihez való igazodás átfogó stratégia kialakítását sürgeti a projektszemléletű gyakorlattal szemben.

Végül, de korántsem utolsó sorban a külgazdaság által vezérelt növekedési pályára utalt közép-európai országokban a hitelességteremtés és a bizalomszerzés fontos követelménye a *konszenzus kultúra:* kiegyezés a szakértelmiséggel, a tudomány világával, érdekképviseletekkel, kisebbségekkel, modus-vivendi kialakítása a nemzetközi üzleti világgal. A kilábalás a válságból, az esetleges, ki nem zárható válságveszélyek elhárítása, a tartós felzárkózás tehát igen sokrétű, a gazdaság szféráján túlnövő politikai, erkölcsi, kulturális megújhodást is feltételez.

# A pénz felemelkedése. A világ pénzügyi történelme[1]

– könyvrecenzió –

**LAKATOS ARTÚR**[2]

A szerző a Harvard Business School oktatója, e kötetének eredeti, angol nyelvű kiadása legelőször 2008-ban jelent meg, a színvonalas Penguin Books kiadó gondozásában. Ez Niall Ferguson tízedik könyve.

Az elismert gazdaságtörténész e munkája is kiváló pénz- és hiteltörténeti dolgozat. Forrásanyaga rendkívül széles, állításai, gondolatai jól dokumentáltak, stílusa magával ragadó, kifejezetten olvasmányos. Forrásai között megtalálhatóak a globális napisajtó hírei, színvonalas gazdasági és történelmi munkák és olyan személyiségekkel készített interjúk, mint José Pinera, Soros György vagy a Rothschild-család több tagja. A kutatás eredetiségét igazolja, hogy levéltári anyagokban is bővelkedik, többek között hivatkozik a British Museumban, az amszterdami Történeti Múzeum levéltárában, a Holland Nemzeti Levéltárban, a Skót Nemzeti Levéltárban, a Firenzei Medici vagy a londoni Rothschild családi levéltárakban tárolt dokumentumokra is. A metodológia meglehetősen változatos, a téma megközelítése pedig interdiszciplináris szemszögből történik.

Ugyanakkor a mű tankönyvnek alkalmatlan volna, főleg az első olvasásra is szembetűnő koherens struktúra hiánya miatt, de fogalmazása is inkább az újságírói, mint a tudományos stílusnak felel meg. Becsületére legyen mondva, ez utóbbi dolog nem megy a bemutatott információk és gondolatok minőségének rovására. Nagyon hamar kiderül például, hogy a szerző jól ismeri az olyan klasszikus gondolkodókat, mint Keynes, Marx, Lenin, Adam Smith, de ugyanakkor naprakész információi

[1] Niall Ferguson, A pénz felemelkedése. A világ pénzügyi történelme, Scolar Kiadó, Budapest, 2010. 420 o.

[2] Dr. Kutató, TE-206-os számú kutatói szerződés, a Román Tudományos Akadémia kolozsvári fiókszervezete keretében

vannak a kortárs gazdaságtörténeti szerzők és gazdasági elemzők munkáiból is, illetve több aktuális esettanulmányának témáját meríti a napi sajtóból. A munka jól dokumentáltságát illusztrálja az a tény is, hogy bibliográfiája 23 oldalra rúg.

A szerző olyan aktuális társadalmi, gazdasági viszonyokat mutat be a történelemből merített esettanulmányokon keresztül, mint a pénzmennyiség és virtuális érték viszonya, az uzsorakamat, a tőzsdei „buborékok" jelensége, a részvénytáraságok dinamikája, a természeti katasztrófák (Katrina hurrikán, japán földrengések, éhínségek, stb.) és az ezekhez kacsolódó biztosítási folyamatok, a háború mint politikai jelenség gazdasági háttere (a konkvisztádorok hadjárataitól Waterloon át az Amerikai Egyesült Államok kortárs konfliktusaiig) vagy az ingatlanbefektetések dinamikája (talán ez a statisztikai adatokkal legjobban dokumentált rész). Mindezek esetében nem áll meg a múlt feltárásánál, hanem tovább építve változatos jövőbeli forgatókönyveket dolgoz ki, a kínai világelsőségtől a jelenlegi globális hitelpiac Armageddon-szerű teljes összeomlásáig.

Esettanulmányai a maguk során nagyon változatosak, így kerül bemutatásra többek között az inka birodalom komplex, de pénz nélküli gazdasági rendszere, amelynek bukását a konkvisztádorok nemesfém iránti éhsége okozta; a Shylock irodalmi motívum mint a keresztény adósok és az „idegen" hitelezők kapcsolatának viszonya; a Medici-klán gazdasági felemelkedése; John Law manipulációi a ludovikánus Franciaországban; a Rothschild pénzügyi birodalom megszületése és fejlődése; Soros György példátlan karrierje; a hitelkamat evolúciója az ókori Mezopotámia agyagba rótt váltóitól napjaink alvilági uzsorásaiig. Ez utóbbit egy glasgow-i esettanulmánnyal illusztrálja, de ugyanakkor kimondja azt is, hogy az egész világon meglévő jelenséggel állunk szemben. Szóba kerül még a waterlooi ütközet, illetve az észak-amerikai polgárháború eseményei a gazdasági háttér szemszögéből nézve, továbbá az államválságok története, amelyek között a szerző külön esettanulmányként kiemeli Argentína 19–20. századi fejlődésének történetét.

A skót professzor könyvének sikerét illusztrálja az is, hogy megjelenését követően a Chanel 4 brit televíziós csatorna hatrészes dokumentumfilm-sorozatot készített belőle.

Niall Ferguson kétségkívül szakember, rengeteg ismerettel rendelkezik mind a gazdaságtörténet, mind pedig a pénzügy terén, és ezeket rendkívül olvasmányos módon tudja előadni, az olvasó elé tálalni, értékesíteni is. Néha úgy tűnik, az adatok és történetek közé mintha szándékosan elbújtatta volna érvrendszerét, amely – bár minden egyes esettanulmány esetében sajátos – ugyanakkor könnyen általánosítható is lehet.

Az aktuálpolitika számára kétségkívül a szerzőnek a kortárs válsághoz való hozzáállása a legérdekesebb. Ez igencsak pesszimista hangvételű: Ferguson véleménye szerint az Egyesült Államok pénzügyei, hitelrendszere véglegesen belerokkanhat ebbe a válságba, és fennáll a veszélye annak, hogy Amerika a világ hitelezőjéből hitelezetté váljon, miközben ennek az egész folyamatnak a nyertese Kína lehet, amely eddig is gyakorlatilag hitelezte az amerikai gazdaság egyes szektorait. Ehhez a válsághoz a szerző szavai szerint nemcsak a tőzsde ingatagsága és a hitelbuborékok rendszere járult hozzá, hanem az elmúlt évek téves stratégiái, rossz gazdasági és belpolitikai tervezései – többek között olyan fontos területeken, mint az egészségügyi- és társadalmi biztosítások rendszere –, de az is, hogy Washington elszámította magát az iraki háború költségeit illetően. Ferguson úgy látja, ez a válság messze meghaladja az amerikai politika eszközeit és erőforrásait. Szerinte elsősorban a Távol-Kelet gazdasági hatalmaitól, Kínától és Japántól függhet a világ több részének kilábalása a válságból.

Be fognak igazolódni ezek a baljós előrelátások? Nyílván ezt csak a jövő mondhatja meg. A szerző ezen állításai valószínűleg inkább csak figyelemfelkeltőek, mintsem tényként kezelhető állítások. Ferguson figyelmeztet, jelezni kíván, üzen, és összességében véve a hangvétele is inkább derűs, mint borús. Így függetlenül attól, hogy mit hoz a jövő, hogyan alakul a globális gazdasági rendszer, Niall Ferguson könyve megmarad annak, ami: kiváló, tudományos szintézisnek, amely egyedi, olvasmányos stílusa miatt a nagyközönség számára is elérhető.

# Kiutak a 2007–2009-es pénzügyi és gazdasági válságból[1]

– könyvrecenzió –

**LAKATOS ARTÚR**[2]

Klasszikus gazdaságtörténeti, de ugyanakkor aktuális makroökonómiai munka is ez a kis füzet, amely igencsak aktuális üzenettel bír. Egy, a romániai tudományos életben még gyerekcipőben járó, nem is különösebben elismert tudományág, a jövőkutatás területére illeszkedik be igazán, mert arra keresi a választ, milyen módon lehetne kilábalni minél hamarabb a jelenlegi gazdasági világválságból. A válság gyökereit kutatandó, analógiákat keresendő módszerrel a szerző visszatér a XIX. századbeli német és amerikai robbanásszerű gazdasági fejlődéshez és az ebből fakadó 1873-as válsághoz, az 1929-es nagy gazdasági világválsághoz, illetve az elsősorban a nyugati világot sújtó 1973-as válsághoz, amelyet az olajár robbanása idézett elő.

A könyv maga jól dokumentált, de azt mindenképpen felróhatjuk a szerzőnek, hogy nagyon sok hivatkozását a bárki által szabadon szerkeszthető online enciklopédiából, a wikipédiából veszi, ami a tudományos életben nem számít feltétlenül hiteles forrásnak. Jegyzeteiből ugyanakkor kiderül az is, hogy ismeri és idézi az olyan elismert szaktekintélyek munkásságát is, mint Keynes, Friedmann, Adam Smith, Rondo Cameron, Paul Kennedy, Soros György vagy Kaposi Zoltán is.

A történelmi jellegű bevezető részt követően Prekovits rátér a kortárs válság és főbb jellemzőinek bemutatására. Ez sok adat használatával, de meglehetősen szelektív módon és szubjektív hangvételben történik. A válság fő okaként a szerző egyértelműen a túl sok olcsó és fedezet nélküli bankhitelezés jelenségét nevezi meg, amelyet metafórikusan „szuperbuboréknak" nevez el.

[1] Prekovits András: Kiutak a 2007-2009-es pénzügyi és gazdasági válságból. Budapest, Corvinus egyetem, Jövőkutatási Tanszék, 2010

[2] Dr. Kutató, TE-206-os számú kutatói szerződés, a Román Tudományos Akadémia kolozsvári fiókszervezete keretében

A válság leküzdésének módjaira a szerző nem nyújt egyetlen százszázalékos, kimerítő modellt – ezt a jelenlegi helyzetben, amikor még a jelenlegi válság alig lépte át kezdeti fázisait, nem is tehetné meg. Ugyanakkor több oldalon keresztül felsorol és kielemez 14 olyan tényezőt, amelyeket pozitív és negatív hajtóerőknek nevez, és amelyek a válság folyamatainak alakulására kihatással lehetnek. Széles látókörű megközelítésre vall az is, hogy az általa kielemzett hajtóerők csak egy része kimondottan gazdasági jellegű, a többi társadalmi vagy pszichológiai tényező. A következőket sorolja fel, és ismerteti röviden: az innováció és vállalkozói tevékenység, a gazdaságban meglevő pénzmennyiség, egyes piacok felfutása, illetve kidurranása, a hitelfelvevő képesség, a termelékenység (ennek növekedési-csökkenési folyamatai), a munkaerő mobilitása, a szabadkereskedelem-protekcionizmus viszony, a szabad piac–állami beavatkozás arányainak állapota, a béke és háború mint gazdasági hajtóerők, az infláció és defláció, egészséges ökológiai környezet a környezetrombolással és ennek ártalmaival szemben (kimondottan természettudományi szempontból nézve), az erőforrások szűkössége és bősége, a fennálló gazdasági rendszer stabilitása és instabilitása, valamint végül, de nem utolsósorban az emberi kapzsiság. A szerző nézetei szerint ezek azok a hajtóerők, amelyek alakulása kihatással volt és lesz a mostani válság alakulására.

Prekovits ezután tényszerű módon, esettanulmányok által vizsgálja meg e hajtóerők hatásait az elmúlt évekre vonatkozóan, végül pedig – a jövőkutatás (nemzetközi szóval: futurisztika vagy futurológia) és prevízió egyik alapvető módszerével élve – négy különböző válságmenedzsmenti forgatókönyvet dolgoz ki, amelyeket kódnevekkel illet, és amelyek közül egyet tart csak követendő modellnek. A négy szcenárió igencsak beszédes kódneve a „Colosseum", „Pénznyelő", „Münchhausen" és „Kamikaze".

A négy forgatókönyv négy különböző, a felelős tényezők által tanúsítható, lehetséges viselkedésmódot vázol fel, majd ezek lehetséges hatásait vizsgálja. Mindegyik szcenáriót kiválóan jellemzi a kódneve. A Colosseum a jól kidolgozott, hatástanulmányokra alapozott, céltu-

datosan gyakorlatba ültetett, fejlesztéseket célzó befektetések szcenáriója. A Pénznyelő a „lyukak betömésére" irányuló stratégia, amely előbbre helyezi a felmerülő problémák azonnali látszólagos orvoslását, mint az alternatív kiútkeresést. A Münchhausen szcenárióban nagy szerepet kap a problémák letagadása, szőnyeg alá seprése, illetve a be nem avatkozás annak reményében, hogy a problémák úgyis maguktól, észrevétlenül megoldódhatnak. A Kamikaze szcenárió legfőbb jellemzője elsősorban a totális érdektelenség.

A fentiek közül a Colosseum az a forgatókönyv, amelyet a szerző fenntarthatónak tart, és amelynek lényege tulajdonképpen az, hogy erős, felelős állami és nem állami tényezők – amelyek kellő anyagi tartalékokkal is rendelkeznek – előre meghatározott célok és stratégiák szerint pumpálnak pénzt a gazdaságba, ennek keretén belül is a fejlődést célzó befektetésekbe. Az államoknak, mint a legfontosabb politikai tényezőknek kell garanciát vállalniuk arra, hogy felügyelik a folyamatok helyes irányban történő kifejletét. A gazdaság keretein belül első lépés a pénzügyi szektor, a bankvilág stabilizációja kell, hogy legyen, a bizalom visszanyerése érdekében, majd ezt követően céltudatosan kell törekedni a nyereséges iparágak fejlesztésére, illetve új, a közelmúltban feltűnt iparágak felfejlesztésére. Első kategóriába sorolja a szerző az építőipart és a gépkocsigyártást, a másodikba pedig az informatikához és biotechnológiához köthető iparágakat. Ily módon válhat a Colosseum nevű forgatókönyv – amelyet a szerző a római építészeti csodáról nevezett el –, Prekovits szavai szerint *a mérnökien összerakott kőrengeteg iskolapéldájává.* Ez a forgatókönyv változhat át majd át a szerző szerint a Fejlődés szcenárióvá.

Itt kell megjegyeznünk, hogy a korlátozott terjedelem ellenére a szerző meglehetősen jól vázolja fel a Colosseum szcenárió elemeit és kívánt lépéseit. Ugyanakkor tisztában kell lennünk azzal is, hogy egy ilyen, több évre kiterjedő folyamat végkifejlete legfeljebb valószínűsíthető, de semmi esetre sem garantálható. A legkomplexebb, legkörültekintőbb jövőkutatás sem láthatja előre magát a jövőt, csak annak lehetséges fejlődési irányait, és ily módon nem vehető minden állítása készpénznek.

Összességében véve elmondhatjuk, hogy ez a rövid, mindössze 54 oldalas füzetecske olyan – alapos – összefoglalója a mai gazdasági helyzetnek, amely néhol egészen meghökkentő gondolatokat is tartalmaz, olyanokat, amelyekkel egyetérteni nem kötelező, sőt, helyenként kimondottan vitába is kell szállni velük. De mindemellett a mű méltó arra, hogy elolvassuk és elgondolkozzunk rajta.

# Gazdasági hírek

**CSOMAFÁY FERENC**

**Emelik a bankadót Nagy-Britanniában**

Az eddigieken felül a következő négy évben 400 millió fontot vár a bankoktól a brit kormányzat. A pénzügyi intézeteket sújtó különadót ugyanis a mérleg főösszeg 0,04%-áról a főösszeg 0,05%-ára emelte a kormányzat.

Mark Hoban miniszter szerint egyeztettek a szakma képviselőivel, s egyetértettek abban, hogy biztosítani kell a bankszektort érintő potenciális kockázatok elleni anyagi védelmet. Másrészt az új rendszer arra ösztönzi majd a bankokat, hogy hosszú távú, biztos hiteleket nyújtsanak.

Az elképzelés szerint ugyanakkor a bankokat sújtó különadó nem haladhatja meg a 2,5 milliárd fontot. A kormány biztosította a bankszektor szereplőit, hogy nem emelik tovább az adókulcsot.

**Európa 2020**

Az Európa Unió fogaskerekei hozzáértő szakemberek szerint recsegnek, ropognak, megolajozásra várnak. A szakemberek számára ma már nem titok, hogy a Lisszaboni szerződés – amelyre valamikor oly büszkék voltak –, nem váltotta be azokat az elvárásokat, amelyet alkotóik oly buzgalommal hirdettek.

A gépezet működtetésének javító szándékával 2010. március 3-án az Európai Bizottság javaslatot tett közzé „Európa 2020 – Az intelligens, fenntartható és inkluzív növekedés stratégiája" címmel, amelyet a lisszaboni stratégia utódjának szánt. Ebbe foglaltattak bele azok az elvárások, amelyeknek 2020-ig meg kellene valósulniuk.

Az EU illetékesei ugyanakkor elindítottak egy kampányt, amelynek fő célja, hogy minél jobban ismerjék meg a tagországok népeit, és azt, hogy mit kellene annak érdekében tenni, hogy a kitűzött célok megvalósuljanak?

Kolozsváron a Europe Direct Regionális Központ, az Észak-Nyugati

Területfejlesztési Ügynökség, valamint a Kolozsvári Professzionális Újságírók Egyesülete (APPC) szervezésében két napos tréningen ismerkedhettek meg az újságírók az „Európa 2020" stratégiával, majd azt elemezték, hogyan lehet ezt a stratégiát az újságírói munkában alkalmazni.

Dr. Claudiu Crăciun, az Európai Tanulmányok Központja Politikatudomány Kara (Bukarest) képviseletében *Az Európai Unió intézmény rendszere. Románia európaizációja* című előadásában a „jó kormányzásról" beszélt. Az ezredfordulóban nagyobb hangsúlyt kapott az állam szerepének értékelése – vélte. Társadalmi, gazdasági, politikai problémák megoldásában szükség van a társadalmi szereplők bevonására az állami döntések előkészítése, a döntések végrehajtása során. A társadalmi partnerek bevonása növeli az állam működésének a demokratizálását. Az állampolgárok közvetlenül, vagy választott képviselők által ellenőrzést gyakorolhatnak a kormány fölött.

A jó kormányzás jellemzői az EU definíciója szerint a következők: a nyitottság, a részvétel, a felelősség, a szubszidiaritás és a tisztelet. A társadalmi szereplők, akik részt vesznek a közéletben: a kormányzati szervek és a civil társadalom. Szükséges a szabályozási intézmények működési tevékenységének a megteremtése, valamint az ellenőrzése – mondta el.

„Európa 2020" elvárásai között szerepel az is, hogy a 20–64 éves polgároknak a foglalkoztatása legalább 75 százalékot kell, hogy elérjen. Másik cél, hogy az éves GDP 3 százalékát kutatásra, fejlesztésre kell fordítani, továbbá az iskolából kimaradók arányát 10 százalék alá kell csökkenteni. Ezek az európai elvárt normák, az országoknak pedig meg kellett határozniuk, hogy milyen lehetőségei vannak, milyen eszközöket használhat ezeknek az elvárásoknak a megvalósítására.

Európa gazdasági stratégiája három prioritásra épül: az intelligens növekedés, fenntartható fejlődés és az intenzív inkluzív növekedés, ami a foglalkoztatottak magas szintjét biztosító ösztönzést jelent. Annak érdekében, hogy valamennyi tagállam saját helyzetéhez tudja igazítani az Európa 2020 stratégiát, a nemzeti körülmények és különböző kiindulási helyzetek figyelembevételével, az Európai Bizottság azt kéri, hogy az uniós célokat alakítsák át nemzeti célszámokká.

A jövő Európája egy bizonyos szempontból egységes gondolkodást, hozzáállást és elkötelezettséget kér. Ennek az elvárásnak meg kell felelniük külön-külön a tagországoknak, mert a nemes szándék üres beszéddé válik, ha annak elvárásait nem tudjuk vagy egyszerűen belső adottságainkból kifolyólag nem vagyunk képesek megvalósítani. A jobban élés szempontjából nekünk is tenni kell azt, ami arra az útra vezet, ami a jobb életkörülményeket teremti meg.

**Gazdasági hálózat**

Az Északnyugati Regionális Fejlesztési Ügynökség és Regionális Oktatási és Kutató Technológiai Intézet szervezte meg a romániai vizek klaszterének első találkozóját. A december 8-i rendezvényre Kolozsváron, a Viktória szálloda földszinti konferencia termében került sor.

A klaszter az angol cluster szó magyar fonetikus megfelelője. Jelentése: olyan cégek gazdasági hálózata, amelyek ugyanabban az ágazatban (előállítók, szállítók, kutatók, szolgáltatók) dolgoznak, illetve azonos ágazatokat fognak össze, mint például a kereskedelmi és iparkamarák. A mechanizmus nemzetközileg is elismert nagy ismerője, Michael Porter – a Harvard Business School professzorának – megfogalmazásában: a klaszter kölcsönösen együttműködő cégek, szakosodott beszállítók, szolgáltatók, kapcsolódó iparágak cégeinek és velük kapcsolatban álló intézmények (egyetemek, állami szervezetek, ügynökségek, szakmai egyesületek, kereskedelmi szövetségek) földrajzi koncentrációja, amelyeket egy adott témában/területen hasonlóságaik és egymást kiegészítő jellemzőik kapcsolnak össze.

A Romániában első alkalommal megrendezett találkozó célja, hogy az érintettek beszélgessenek azokról a célkitűzésekről, amelyeket megfogalmaztak és el szeretnének érni. Ebből a szempontból ismertek olyan közép-európai kutatások, amelyekben több nemzet szervezetei vettek részt, és amelyek a vizekre összpontosítottak, legyen szó energiáról, turizmusról, gyógyfürdőkről vagy ásványvizekről.

Ez a klaszter egy régebbi, olyan elképzelés felújítása, folytatása, amelynek szükségességét alátámasztják magyar, horvát, osztrák és román partnerekkel végzett közép-európai kutatási tesztek.

Romániában jelentős mértékű vízkészletek vannak termálvizek, ásványvizek, gyógyvizek formájában. A két rendező intézmény elképzelése szerint ezeknek a felhasználása is eredményesebb lenne klaszterben, de a klaszterbe tömörülés egyúttal azt is jelenti, hogy a saját érdekeiket is jobban tudnák védeni.

**Kolozs megye 2011-es költségvetése**

Miután 2010-ben Kolozs megye költségvetése mintegy 104 millió euró értékű volt, a gazdasági lehetőségeket figyelembe véve 2011-re 100 millió lejes költségvetést tervez a megyei tanács. A befektetési prioritások: a stadion, a repülőtér bővítése, 700 km megyei úthálózat korszerűsítése, a vízhálózat bővítése, új ipari park létrehozása, a megyei sürgősségi kórház beindítása, kórházak korszerűsítése és kulturális intézmények támogatása.

**Kolozsvár brandje**

Kolozsvár brandjének erősítéséhez járul hozzá az 2010. december 1–12. közötti időszakban megtartott Interferenciák Nemzetközi Színházi Fesztivál. Amint a fesztiváligazgató Tompa Gábor megfogalmazta, „a második alkalommal sorra kerülő Interferenciák nemcsak a különböző nyelvi- és színházi kultúrák közötti párbeszéd és átjárhatóság változatos formáinak bemutatását tűzte ki céljául, hanem az «interferenciák» fogalmának más, színházi értelemben izgalmasnak ígérkező irányokba történő kibővítését is."

A fesztivál anyagi támogatói a magyar és a román művelődési minisztérium, alapítványok, a Román Kulturális Intézet, a Communitas, UNITER, Francia Kulturális Központ, az Európai Színházi Szövetség, MOL, Eximtur, Unita Turism, Ursus, Art-Art, ugyanakkor a Kolozsvári Polgármesteri Hivatal és a Városi Tanács a rendezvényt 3000 euróval támogatta. Több mint 30 sajtótermék is médiapartnere volt a fesztiválnak.

Az alábbiakban SWOT analízis segítségével elemezzük a fesztivált.

A fesztivál erőssége magának a programnak a kidolgozásában és kivitelezésében nyilvánult meg. A programot a sokszínűség, a változatosság, a kultúrák közötti átjárhatóság jellemezte, a mai modern, európai szemléletet tükrözte.

A kulturális kínálat rendkívül változatos, mozgalmas, eseménydús volt: 8 ország színészeinek összesen 20 színházi előadását láthatták a jelenlevők. A Kolozsváron bemutatott színházi előadások zöme más nemzetközi színházi fesztiválokon díjazott alkotás volt. Mindegyik produkció a modern színházi gondolkodást képviselte.

A fesztivál rendezői kiegészítő kulturális programokat is szerveztek, amelyek a fesztivál sokszínűségét emelték: szakmai megbeszélések, workshopok, könyvbemutatók sokasága várta az érdeklődőket, továbbá színházi személyiségekkel történő szabad beszélgetések, színháztörténeti kiállítás tette változatossá a programot. Nagy volt tehát a kulturális kínálat.

A fesztivál erősségét képezték azok a technikai feltételek is, amelyek lehetővé tették a kultúrák átjárhatóságát. Magyar, román, angol, francia nyelvekre fordították a színházi előadásokat, a különböző találkozókon elhangzottakat. Ennek érdekében tizenegy szinkrontolmács működött közre.

A színházi rendezvényeket alternatív kulturális keretben mutatták be. A Kolozsvári Állami Magyar Színház mellett jelentős szerepet kapott a Kolozsvári Nemzeti Színház, a Tranzit ház, az Ecsetgyár nevű civil szervezet, valamint az Országos Szépművészeti Múzeum Kolozsvári fiókja, közismert nevén a Bánffy palota.

A Kolozsvári Állami Magyar Színház kiadott egy Interferencia 2010 című programfüzetet, fesztivál-mellékletet, a színház hírblogján pedig három nyelven tájékoztatták az érdeklődőket az eseményekről.

A jegyek árát differenciáltan állapították meg, és kedvezményes bérleteket is biztosítottak, miközben a nagylelkű és kultúrát kedvelő, jó anyagi helyzetű személyek számára mecénás bérletet is létrehoztak, feltüntetve az ily módon támogatást nyújtók neveit a honlapjukon.

Talán itt jegyeznénk meg, hogy az elkövetkező színházi fesztiválok anyagi hátterének a megerősítése érdekében szélesebb kapcsolatot kellene kiépíteni a kultúra és az üzleti szféra között, valamint tudatosabb mecénás rendszert kellene kialakítani. Ugyanakkor a kommunikációs rendszerek szakszerűbb kihasználásával még jobban közelíteni kell a nagyközönséghez, illetve tudatosítani kell azokat a ma már létező és ra-

gyogóan funkcionáló színházi irányzatokat, amelyek világviszonylatban is bizonyítják létjogosultságukat.

Ennek érdekében a színházba járó nézői vélemények ismertetése, továbbá szakszerű elemzése nagy lépést tehetne.

Sajnos nagyon sok olyan kolozsvári lakos, akinek volna ideje, anyagi háttere és talán kedve is megnézni egy számára is értéket képviselő produkciót, ép ésszel megmagyarázhatatlan elzártságot tanúsít. Tisztában sincs azzal, mennyit veszít.

**Felmérés az életminőségről**

Városi megfigyelés – Románia 2010 címmel az IRES (Institutul Român pentru Evaluare şi Strategie) felmérést végzett 2010. október 22–25 között a hazai életminőségről. A közreadott jelentésből a teljesség igénye nélkül kiemelnénk néhány adatot.

A kutatás során a romániai nagyvárosokban mérték fel az életminőség mutatóit. A felmérésben 1136 személy vett részt, a hibalehetőség +/- 3 százalék. Az alkalmazott módszer a CATI.

Az eredményeket elemezve a kutatást végzők megállapították, hogy a városban élő emberek nem optimisták, 57 százalékuk elégedetlen helyzetével. A jövővel kapcsolatban 61 százalékuk volt pesszimista, és csak 14%-uk optimista. A megkérdezettek 72%-a elégedett volt a városok kinézésével, 70%-uk pedig a város tisztaságával is. A válaszadók 57%-a kifogásolta a lakásnélküliekkel való bánásmódot. A lakosságnak az 59%-a nincs megelégedve a közbiztonsággal, a felmérés eredménye szerint hat romániai lakosból egyet megloptak. Érdekes adata az is: minden negyedik polgár egyszer egy hónapban orvoshoz fordul.

**Elmélet és gyakorlat**

Az év első munkahetében, amikor a diákok is visszatértek a téli vakációból, a kolozsvári Babeş-Bolyai Tudományegyetemen Közgazdaság- és Gazdálkodástudományi Karának magyar tagozatos diákjait kisebbfajta ünnepség keretében közel 2000 euró összértékben díjazták Kolozs és Fehér megyei vállalatok.

Amint az esemény kapcsán kiadott sajtóközleményből megtudhattuk, a Marketingtervezés tantárgy keretében 116 diák dolgozott négy vál-

lalat – az Arcadom (építőipar), a Codespring (IT outsourcing), a Metal Clading Kft (iparvállalat) és az Unilact (élelmiszeripar) – marketingtervének a kidolgozásán. A diákoknak egy teljes szemeszter állt a rendelkezésükre ahhoz, hogy marketingtervet dolgozzanak ki a vállalatok célkitűzéseinek és igényeinek megfelelően. A kitűnő eredmények a vállalatok menedzsereinek szakmai segítségét is dicsérik, akik teljes odaadással próbálták szakmai tevékenységükben szerzett tapasztalataikat átadni – a jelek szerint sikeresen – a kísérletsorozatban részt vett 116 diáknak.

Számunkra a fenti hír azért is fontos, mert jól tükrözi azt a gondolkodást, amely a nyitottságot képviseli és az „új típusú" értelmiség kialakításának az egyik feltétele, ugyanakkor pedig bizonyítja a felsőfokú tanítási rendszer hatékonyságát abban a folyamatban, amely a tudásorientált társadalom kialakulása érdekében elengedhetetlen.

Ebben a közös munkában nem az ösztöndíj volt a lényeg, hanem az a szakmai gyakorlat, amelyet az egyetem részéről Alt Mónika Anetta egyetemi adjunktus vezetett, és amely során az egyetemisták valós projekten dolgoztak.

Az adjunktus tanári lelkiismeretességére jellemző volt, hogy nemcsak az egyetemi órák alatt foglalkozott a rábízott csoporttal, hanem a cégekkel való találkozások alkalmával is részt vett a szakmai megbeszéléseken. Ennek eredményeként az általa leadott anyagok keretén belül olyan problémakörökre is fókuszált, amelyek a diákok inspirációs készségét javították. Ezáltal még eredményesebb, zökkenőmentes „együtt gondolkodási" légkört teremtett annak érdekében, hogy ez a közös projekt sikeres legyen minden résztvevő számára.

Ugyanakkor Alt Mónika Anetta egyetemi adjunktusnak lehetősége nyílt arra, hogy betekintést nyerjen a termelés különböző szakterületeinek mindennapi problémáiba. Az elméleti oktatás során így olyan példákat kereshetett, amelyek ezeket a mindennapi helyzeteket, gondokat is figyelembe veszik, nem utolsó sorban pedig felhívhatta diákjai figyelmét arra, hogy melyik vállalat tevékenységére mi igazán jellemző.

Mindez szakmailag megfogalmazva azt bizonyítja, hogy az elmélet és gyakorlat összehangolásával jobb szakmai eredményeket lehet elérni mindkét oldalon. A végső nyertes pedig a fogyasztó…

**Üzleti világ és a kultúra**

Kolozsváron eddig kilenc alkalommal rendezték meg az Erdélyi Nemzetközi Filmfesztivált (TIFF), amelynek kiötlője, megvalósítója, egyben a fesztivál igazgatója Tudor Giurgiu, a hazai filmművészet egyik legjelentősebb karizmatikus egyénisége.

Giurgiu 2009-ben, a nyolcadik TIFF záróünnepségén, nagyon magabiztosan, de rendkívül udvariasan meghirdette a „Mentsük meg a Köztársaság mozit" nevű kampányt. Ebben a jól átgondolt beszédben, ismervén a világ filmművészetének fejlődési vonalát, felhívta az illetékesek figyelmét arra, hogy a filmszínház terme – bár az ország legnagyobb mozi terme befogadóképesség szempontjából –, elavult technikával rendelkezik, és emiatt nem tud lépést tartani azzal a fejlődéssel, amely a világ filmművészetét jellemzi.

Az elhangzott beszédet a média kellő figyelemben részesítette, és valószínűleg ennek következtében is az elhangzottaknak lett foganatja: győzött a józan ész, és a mozi működtetői rájöttek arra, hogy ha versenyben akarnak maradni a bevásárlóközpontokban már működő mozikkal, akkor korszerűsíteni kell a létesítményt.

A felismerést követően a 9. TIFF záró gáláján a Romániai Filmterjesztő Vállalat (RADEF) igazgatója, Marius Iuraşcu jóformán megesküdött a korszerűsítésre, és a tények bizonyítják, hogy betartotta szavát. A beruházás értéke 500 000 euró volt. Bizonyítván azt a tételt, hogy ha pénz van, akkor minden lehetséges, a felújítási munkálatok nem húzódtak el évekig: 35 nap alatt a mozi teljes belsejét felújították, kifestették, továbbá korszerűsítették a szonorizálást és a világítást. A moziterem korszerű hang- és képtechnikai felszerelést kapott, de felújították a homlokzatot és bejáratot is. A székeket is kicserélték modernebb és kényelmesebb ülőhelyekre, bár ennek következtében a terem befogadóképessége 964-ről 720 helyre csökkent.

A legnagyobb lépés azonban az volt, hogy megteremtették a 3D-s vetítés lehetőségeit, ami biztosítja a háromdimenziós filmnézést, az erre alkalmas szemüvegeken keresztül. A Dolby Digital hangrendszer a legtisztább és a leghatásosabb hangélményt biztosítja a mozizóknak, így ezzel a mozi felvette a versenyt a bevásárlóközpontokban már működő 3

D-s mozi termekkel. Ráadásul nem is akárhogyan: míg utóbbiakban a belépők ára 20–25 lej közötti, addig az újonnan megnyílt és átkeresztelt nevű moziban 10–15 lej egy jegy, sőt, bizonyos napokon a nyugdíjasok és gyermekek ingyen is bemehetnek a vetítésekre.

A felújítási munkálatokat a városháza és egyes magáncégek támogatták.

**Külföldi támogatók**

A Gheorghe Dima Zeneművészeti Akadémia által rendezett XIII. Fúvós és Klarinet Nemzetközi Fesztivált több mint 20 magán cég támogatja. A versenyben 133 művész indul, a fesztivált világhírű cégek szponzorálják díjakkal.

Ha összehasonlítjuk a 2010-ben Kolozsváron tartott nemzetközi fesztiválokat, észrevehető, hogy azok szervezői különböző módozatokat használtak a költségvetés megteremtésére, marketing és management politikájuk kialakítására. A központi és helyi, állami támogatás mellett igénybe vették a magáncégek szponzorálási lehetőségeit, de tervként szerepel a fesztiváloknak az európai alapokból történő finanszírozása is.

Mindez arra enged következtetni: az üzleti világ egyre inkább kezdi felismerni: a kultúra támogatása értékek megőrzését és fejlesztését jelenti.

**EU-s alapok lehívása**

Az EU költségvetése a 2007–2013 közötti időszakra 20 milliárd eurót bocsátott Románia rendelkezésére. Ez az összeg pályázatok útján hívható le. Románia az elmúlt 4 évben a benyújtott pályázatok révén 1,7 milliárd eurót kapott az EU-tól, ugyanakkor 2010-ben az ország 1,4 milliárd euróval járult hozzá az EU költségvetéséhez. Az unió szabályai szerint a BHT 1%-át kell befizetni az EU költségvetésébe.

**Románia hozzájárulása az Európai Fejlesztési Alaphoz**

2011. január 28-án az Észak–Nyugati Regionális Fejlesztési Hivatal és az Európai Parlament, az Europe Direct Észak–Erdélyi Regionális Központ révén Az Európai Parlament hozzájárulása az emberi jogok és szólásszabadság ösztönzéséhez címmel szemináriumot szervezett az erdélyi megyék újságíróinak.

Ennek keretében Mircea Maniu, a BBTE professzora Romániának az Európai Fejlesztési Alaphoz való hozzájárulásáról beszélt, illetve arról, hogy milyen ennek a lakossági percepciója.

Elhangzott: 2002 után az EU-hoz csatlakozó országok vállalták, hogy 2010-ig a bruttó nemzeti jövedelem 0,17%, majd 2015-ig annak 0,33%-át fordítják fejlesztési segélyre. Romániának 2011-ben 94 millió euróval kell hozzájárulnia az Európai Fejlesztési Alaphoz.

**Statisztikai adatok**

2010 decemberében az Országos Statisztikai Hivatal adatai szerint a nyilvántartott munkanélküliek száma 630 000 volt, a munkanélküliségi ráta pedig 6,87%. A nyugdíjasok száma 5479800 volt.

2011-ben megkezdődött a mezőgazdasági összeírás. Románia erre a célra 130 millió lejt költ, amihez az unió hozzájárulása 17 millió. Az adatok az agrárpolitika kidolgozása szempontjából fontosak.

# RMKT-hírek

**Február a tagság hónapja!**

2011-ben az RMKT változtatott a tagsági díjak követési módszerén: naptári tagdíjrendszer helyett időponttól időpontig fogjuk a tagságdíjakat követni, abból a meggondolásból, hogy a belépési rendszer minél rugalmasabb és átláthatóbb legyen.

Az RMKT tagsági díjának összegében is változás történt, ugyanis 2011-től az **RMKT tagsági díj havi 10 lej** lesz, amelyet *fél éves (60 lej)*, vagy *egy éves (120 lej)* periódusra lehet kifizetni. **RIF-tagság esetén a tagdíj havi 5 lej lesz**, vagyis féléves befizetés esetén 30 lej, illetve éves befizetés estén 60 lej kifizetése után válik valaki RIF-taggá.

A szerkesztőbizottság és az elnökség ajánlásaként, a **Közgazdász Fórum**ot ezentúl megrendelés alapján biztosítjuk, kedvezményesen laponként a 14 lej helyett 5 lejes áron (ez évi 30 lejt jelent) azoknak a tagoknak, akik fizetik a tagsági díjat.

Idéntől Kormos Zoltán (kolozsvári RMKT-tag) informatikusnak köszönhetően új programmal fogjuk kezelni a tagnyilvántartást, ugyanakkor már tervezzük egy kártyás rendszer bevezetését is, annak érdekében, hogy könnyen és fennakadás nélkül tudjuk azonosítani a tagokat a tervezett országos programok, könyvtárhasználat, vendégszoba-használat és más RMKT tagsággal járó előnyök igénybevétele esetén.

Februárban elkezdjük a tagok számbavételét és a tagtoborzást, megpróbálva kapcsolatba lépni minden taggal. Ugyanakkor arra kérünk minden volt és potenciális tagot, hogy keresse fel helyi szervezetét, és aktualizálja adatait, illetve lépjen be szervezetünkbe a területi szervezetek, illetve az országos iroda segítségével.

**Szőcs Endre – RMKT ügyvezető igazgató**

## Jelenlétünk a közösségi médiában

Napjaink egyik meghatározó jelensége a robbanásszerűen fejlődő közösségi média népszerűsége. A sok ilyen jellegű hálózat közül 2010-ben a Facebook volt az, amelyik messze elhagyta vetélytársait, miután rövid időn belül piacvezetővé vált. Mark Zuckerberget, a Facebook alapítóját a TIME magazin a 2010-es év emberévé nyilvánította, előnyben részesítve őt olyan személyiségekkel szemben, mint Julian Assange, Barack Obama vagy Steve Jobs. Mivel manapság egy komoly szervezetnek már szinte lehetetlen megkerülni a Facebookon való jelenlétet, mi is aktívan ott vagyunk.

A XIX. Vándorgyűlésünknek saját Facebook oldala volt. Ezen kívül a kolozsvári és a bukaresti szervezeteink saját Facebook oldalakat működtetnek, amelyeken a helyi rendezvényeket népszerűsítik. Azok a tagok vagy RMKT szimpatizánsok, akik csatlakoznak ezekhez az oldalakhoz, időben értesülhetnek a rendezvényekről, hozzászólhatnak a tevékenységhez.

A közösségi portálok közül szakmai szervezetként számunkra a **Linkedin** bír még kiemelt fontossággal, mert az itt regisztrált tagoknál a szakmai háttér a lényeges, nem pedig az, hogy kutyája vagy macskája van, kapcsolatban él vagy sem stb. A kolozsvári RMKT-szervezet nem egyszer innen szerzett nagyon értékes előadókat a szakmai hátterük alapján, ami minden regisztrált tag számára látható.



A Linkedin portálon egy RMKT csoport van, amelynek a keretén belül minden helyi szervezetnek megfelelő alcsoportok is vannak. Ennek egyik magyarázata, hogy vannak olyan üzenetek, amelyek csak helyi szinten fontosak, a más településen élő tagot csak zavarná – ezért jó az, ha van lehetőség arra is, hogy egy bizonyos helyi szervezet tagjai külön kommunikáljanak egymással.

A legdinamikusabban bővülő RMKT csoportok közé tartoznak a RIF Facebookos és a Linkedines csoportjai is. Érdemes követni tevékenységüket, mert valószínűleg maximálisan ki fogják használni a közösségi média által nyújtott lehetőségeket a Csíkszeredán megszervezésre kerülő EFIKOT népszerűsítésében. Ezúton is sok sikert kívánunk nekik.

Egyelőre senki sem tudhatja, hogy a közösségi média trendje menynyi ideig fog tartani, az viszont biztos, hogy társaságunk tevékenységének népszerűsítésében sokat segítenek ezek az új technológiák.

**Ciotlaus Pál – RMKT alelnök**

# Rezumate

## Ilustrarea metodei fluxurilor de numerar libere în evaluarea unei întreprinderi din industria cultivării ciupercilor

**ANITA JUHOS – IMOLA KOVÁCS – IOAN E. NISTOR**

Scopul studiului de faţă este evaluarea unui grup de întreprinderi integrate vertical. Dat fiind faptul că preţurile de transfer din contabilitate pot fi puse sub semnul întrebării, este necesară consolidarea situaţiilor financiare înainte de evaluarea propriu-zisă. Metoda folosită este cea a fluxurilor de numerar libere aflate la dispoziţia întreprinderii. Evaluarea este bazată pe analiza datelor financiare din trecut şi a proiectării evenimentelor aşteptate în viitor. Valoarea nici unei întreprinderi nu poate fi una statică, aceasta trebuie completată cu o analiză a riscurilor aferente. În acest scop folosim şi metoda pragului de rentabilitate.

**Cuvinte cheie:** evaluarea întreprinderii, evaluare bazată pe fluxurile de numerar libere (FCFF, FCFE), CAPM, WACC, situaţii financiare consolidate, integrare verticală, analiză financiară, achiziţii şi fuziuni, prag de rentabilitate pe bază de cash şi profit

**Coduri JEL:** G34, G39

## Niall Ferguson, *A pénz felemelkedése. A világ pénzügyi történelme* – recenzie de carte

**ARTÚR LAKATOS**

Prin această carte, autorul, specialist recunoscut al istoriei economice a realizat o sinteză originală, surprinzătoare, dar totodată de apreciat, care are, în contextul actualei crize mondiale, şi un mesaj foarte actual pentru factorul politic global. Bazat pe o bibliografie vastă şi pe o serie de documente inedite, majoritatea din arhivele majore ale Europei, prezenta carte oferă nu numai o sinteză ştiinţifică bine închegată, ci totodată şi o lectură plăcută pentru orice cititor interesat de problemă.

**Cuvinte cheie:** Istorie economică, dobândă, camătă, criză economică mondială, George Soros, John Law, familia Medici.

## Kiutak a 2007–2009-es pénzügyi és gazdasági válságból – recenzie de carte

**ARTÚR LAKATOS**

În acest studiu relativ scurt, dar care conţine multe informaţii şi idei interesante, sunt trecute în revistă principalele probleme ale crizei economice globale contemporane. După ce, în cadrul unei prezentări generale, abordează, printr-o metodologie comparativă, istoria generală a crizelor economice mondiale din secolele XIX-XXI, ne prezintă, prin metodologia futurismului, patru scenarii globale posibile, dintre care numai modelul denumit Colosseum îl consideră a fi viabil. Deşi pentru punerea în aplicare al unei asemenea scenarii este nevoie de ani buni, multe dintre ideile lui Andras Prekovits ne dau de gândit.

**Cuvinte cheie:** criză economie mondială, bursă, futurism, scenariu, istorie economică.

# Abstracts

## Illustration of the Free Cash Flow Method in Case of an Enterprise from the Mushroom Cultivation Industry

**ANITA JUHOS – IMOLA KOVÁCS – IOAN E. NISTOR**

The aim of the current study is the evaluation of a vertically integrated firm group. Given that the transfer prices from the financial statements may be queried, it is necessary the consolidation of the financial statements before the actual evaluation. The method used is the free cash flow to the firm method. The evaluation is based on past financial data and on the events expected in the future. No corporate value can be a static one, the evaluation has to be completed with an analysis of the related risks, in our case a break-even point analysis.

**Keywords:** corporate valuation, free cash flow methods (FCFF, FCFE), CAPM, WACC, consolidated financial situations, vertical integration, financial analysis, mergers and acquisitions, profit and cash-based break-even point analysis

**JEL codes:** G34, G39

## *A pénz felemelkedése. A világ pénzügyi történelme* – book review

**ARTÚR LAKATOS**

By this book, Niall Ferguson, a worldwide leading expert in the field of Economic History, realized an original synthesis, which can be valued especially in the context of contemporary global crisis. Based on a large bibliography and using various unpublished sources, most of them found in major Archives of Europe, is, in the same time, a pleasant reading for any interested person, a good scientific synthesis, and a message toward contemporary global Politics too.

**Keywords**: Economic History, interest, usury, economic crisis, George Soros, John Law, the Medici family.

## Kiutak a 2007-2009-es pénzügyi és gazdasági válságból – book review

**ARTÚR LAKATOS**

In this, relatively short study is comprised lots of interesting information and ideas. It can be divided into two parts: the first part represents a synthesis of Economic History which presents, in a comparing approach, global economic crises since the XIX century. The second part tackles; using methodology characteristic to the science of Futurology, the possibility for the crisis's overcome. From the four different scenarios, only one, the Coliseum scenario is considered to be viable by the author. We consider that many of the ideas of Prekovits are worthy to be considered.

**Keywords**: global economic crisis, stock market, Futurology, scenario, Economic History.