

Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Kar

Közgazdaságtudományi Doktori Iskola

*„Versenyképesség, Globalizáció, Regionalitás” doktori program*



**A FELTÖREKVŐ ORSZÁGOK TŐKEPIACAI**

**A PÉNZÜGYI GLOBALIZÁCIÓBAN**

TÉZISFÜZET

**Pálosi-Németh Balázs**

## KÖSZÖNETNYILVÁNÍTÁS

---

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

Hollandiai kutatásaim során nyújtott támogatásaiért Ali A. Ahmednek, Taco Medemanak és Péli Gábornak mondok köszönetet.

## A KUTATÁS TÖRTÉNETE ÉS MOTIVÁCIÓI

---

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

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

A pénzügyek és különösen a pénzügyi piacok működése már egész fiatalon felkeltette érdeklődésemet. Már az egyetem elkezdése előtt is a napilapok olvasását a gazdasági híreknél, különösen a tőzsdei híreknél kezdtem, valamint számos könyvet olvastam az értékpapírpiacokról (pl. Weber [1995] vagy Lenkei [1997]). Az egyetemen alig vártam, hogy harmadévesen pénzügytant és vállalati pénzügyeket tanulhassak. Úgy éreztem, hogy valóban ezek miatt a tárgyak miatt választottam a Közgazdaságtudományi Egyetemet. Dunbar [2000] és Bernstein [1998] könyveit számtalanszor újraolvastam ez az érzés csak erősödött.

Nem csoda hát, hogy fő- és mellékszakirányom is „pénzügyes” lett: pénzügyi befektetés-elemző és vállalatértékelés, ahol elkötelezettségem a témában tovább nőtt.

Később munkám és befektetéseim kapcsán is közvetlen kapcsolatba kerültem a térség pénzügyi piacaival.

A gyakorlati feladatok mellett természetesen a pénzügyelmélet oktatásában is nagy örömmel vettem részt. A Budapesti Corvinus Egyetemen 2001-től oktattam a Modern vállalati pénzügyek című tárgyat, 2002-től pedig a vállalati pénzügyi döntéseket. A

Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Karán 2003-tól tanítottam vállalati pénzügyek I és II tárgyakat nappali tagozatos hallgatóknak, 2005-ben pedig matematikusoknak és programtervező matematikusoknak is. 2004-től a Vállalati pénzügyi esettanulmányok című kurzusom szakirányon lett választható tárgy, éppúgy mint a pénzügyi döntések számítógépes alkalmazása. A tantermi oktatáson kívül a tehetséges hallgatókkal külön is érdemes volt foglalkoznom. Vállalatértékelés témában lett első helyezett témavezetett hallgatóm Györfi Zsuzsanna Sopronban a 2005-ös Országos Tudományos Diákköri Konferencián.

Magyar és angol nyelvű tanulmányaim, konferencia-előadásaim is szinte kivétel nélkül a pénzügyek, pénzügyi piacok legfontosabb kérdésköreinek elemzését célozták.

A disszertáció megírása során igyekeztem minimálisra szorítani az ad-hoc jellegű tevékenységeket<sup>1</sup>. Elsőéves koromban a témában való mélyebb elmélyülést a kapcsolódó szakirodalom széleskörű tanulmányozása jelentette. A dolgozat elkészítéséhez, a megfelelő ütemű munkához azonban egyrészt bizonyos horgonyokra (fix pontokra), másrészt ösztönzők felállítására és biztosítására volt szükség. Másodéves koromtól az utóbbiakat úgy igyekeztem megteremteni, hogy havonta-kéthavonta konferenciákra jártam, ahol munkám egy-egy fejezetét adtam elő, kényszerítve magam, hogy mindig egy új részt kelljen határidőre elkészítenem, méghozzá úgy, hogy az széles közönség előtt előadható, publikálható legyen<sup>2</sup>.

Harmadévesen az elméleti keret empirikus igazolásán dolgoztam, illetve igyekeztem nemzetközi fórumokon is megmérettetni magam. Az adatok összegyűjtése, tisztítása, rendezése, összehangolása, a mérések elvégzése és az eredmények interpretálása természetesen a korábbiakhoz képest teljesen más ütemezést és hozzáállást igényelt. Bár mindhárom év tudományos kihívást jelentett, a harmadik év igényelte a legnagyobb mennyiségű kutatómunkát, itt adódott a legtöbb nehézség, jóllehet ez volt számomra a legizgalmasabb is.

---

<sup>1</sup> Ehhez kapcsolódóan fogalmazódtak meg bennem azok a gondolatok, melyeknek a „Kutatási témaválasztás racionális elmélete” címet adtam, és elmondtam a második kutatási fórumomon.

<sup>2</sup> Emellett kezdetben arra is számítottam, hogy a konferenciák olvasott és érdeklődő közönsége értékes hozzászólásokkal segíti munkámat. Sajnos ez irányú várakozásaim többnyire naivitásnak bizonyultak.

## A KUTATÁSI TÉMA ELMÉLETI KERETE ÉS RELEVANCIAJA

Ahogy azt Paul A. Samuelson – kedvenc tanítványa könyvének előszavában – említi: mi más is lehetne a közgazdaságtan legékesebb gyöngyszeme, mint a pénzügyek területe (Merton [1993] xi. o.). 1990 óta öt Nobel-díjas közgazdászt tarthatunk számon a „theory of finance” kutatói között<sup>3</sup>. Jó három évtizede már, hogy a pénzügyek tudománya robbanásszerű fejlődésnek indult, elsősorban neoklasszikus alapokra támaszkodva, adaptálva annak teljes feltételrendszerét: a súrlódásmentes piacokat, a racionális befektetőt. Az elmélet gyakorlattal való összefonódása is egyértelmű és tipikusnak mondható e diszciplinán belül. Az elmélet által alkalmazott modellek szigorú zártsága azonban két oldalról is támadhatóvá tette e területet: intézményi oldalról és magatartási oldalról.

Merton és Bodie [2005] megtették az első lépéseket a három terület (főáram, új intézményi pénzügytan és a pénzügyi viselkedés<sup>4</sup>) szintetizálása felé, a pénzügyek funkcionális elméletének neoklasszikus, intézményi és magatartási perspektívába helyezésével. Ezt a szemléletmódot Funkcionális és Strukturális Pénzügytannak (Functional and Structural Finance – FSF) nevezték el. Ezzel új megközelítésbe helyezik a neoklasszikus, viselkedéstani és intézményi pénzügytan évtizedes vitáját. Rámutatnak, hogy a neoklasszikus főáram az eszközárzás és az erőforrás allokáció területén képes vezető szerepet játszani, de kevés magyarázó erővel bír, ha az optimális struktúra a fő kérdés. Dolgozatom fő dimenziója is éppen ez – a pénzügyi intézmények fejlődése és szerkezetének változása.

Fontos észrevenni, hogy a feltörekvő országok pénzügyi architektúrájának evolúciójában a neoklasszikus, viselkedéstani és intézményi területek bár kiegészítik egymást, de az új-intézményi jegyek azonosítása játssza a legfőbb szerepet. Dolgozatomban is e három fő területet vonultatom fel: a neoklasszikus elmélet képezi az alapot, melyre építve, azt kiegészítve elsősorban intézményi, de viselkedéstani aspektusból is vizsgálódom. Ilyen

---

<sup>3</sup> Harry M. Markowitz, Merton H. Miller, William F. Sharpe, illetve Robert C. Merton és Myron Scholes. Kim, Morse és Zingales 2006 szeptemberében megjelent NBER working paperében azt találták, hogy 1970 óta a közgazdaságtan fejlődésében a legnagyobb hatást a pénzügyi közgazdaságtan váltotta ki. Az utolsó évtizedben pedig a növekedésemélet és a fejlődésgazdaságtan „bummjának” lehettünk tanúi. Méréseiket a világ 41 vezető közgazdasági folyóiratának hivatkozásai alapján készítették el (Kim és szerzőtársai [2006]). Úgy tűnik e tendenciák hatása dolgozatomban is megfigyelhető, hisz épp e három terület metszéspontjában végzett kutatásaimat tükrözi.

<sup>4</sup> Egyet kell értenem Komáromi Györggyel, aki szerint a „behavioral finance” helyes, a lényegét megragadó magyar fordítása: pénzügyi viselkedés (Komáromi [2000]).

szempontból disszertációm a Funkcionális és Strukturális Pénzügytan alkalmazása a feltörekvő és rendszerváltó országokban. A benne kifejtettek, mint normatív elmélet, választ igyekszik találni arra, milyennek kellene lennie az optimális pénzügyi rendszernek, ugyanakkor pozitív értelmezése szerint prediktív erővel ad választ arra is, hogy a meglévő rendszer hogyan és miért alakul.

A piaci tökéletlenségek és a racionálistól eltérő viselkedési minták nem a neoklasszikus közgazdaságtan cáfolatai, hanem az aktuális intézményi struktúra és annak változása által generált hatás következményei a piaci szereplők magatartására. Az FSF magyarázatot nyújt arra, hogy miért alakul, változik a pénzügyi intézményi környezet, sőt predikciókat fogalmaz meg annak irányát illetően.

Az élenjáró rendszerváltó országok pénzügyi közvetítőrendszerének evolúciója olyan lehetőséget kínált, amit meg kellett ragadnom. Itt néhány év-évtized alatt gyorsított ütemben ment/megy végbe (általánosan az intézményi, de különösen) a pénzügyi intézményi átalakulás. Ez egyedi a gazdaságtörténetben.

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

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

A kilencvenes évek pénzügyi válságai után a széles közvélemény mellett a tudományos szféra is növekvő figyelemmel fordult a feltörekvő tőkepiacok felé. E piacok kiválóan alkalmasak ugyanis a pénzügyi szakirodalom elméleti állításainak vizsgálatára, hiszen az itt tapasztalható anomáliák egyedi jelenségek feltárására adnak módot. A régiek bizonyítása mellett új paradigmák megfogalmazására is lehetőséget nyújt, mely a feltörekvő tőkepiacok elméletét a közgazdaságtan speciális területévé teszi. Ezért a feltörekvő tőkepiacok vizsgálata teljesszű kutatási terület, mely messze túlmutat az országokon

belüli és azok közötti pénzügyi tranzakciók elemzésén, így a fejlődés-gazdaságtani (*development economics*) elméletek területéhez is kötődik.

## AZ ÉRTEKEZÉS FELÉPÍTÉSE

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

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

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

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

A mainstream szakirodalomban bemutatott modellek szerint a gazdasági fejlődés és a tőkepiacok mélyülése párhuzamos. Cass és Stiglitz [1972] cikke szerint a gazdasági fejlődéssel párhuzamosan a vagyon gyarapodása az egyéneken endogén módon létrehozza a tőkepiaci kockázatmegosztás, a diverzifikáció igényét. Boyle és Smith [1998] munkája arra mutat rá, hogy a fejlődéssel párhuzamosan a tőke relatív árának csökkenése

egyre drágábbá teszi – azok növekvő száma miatt – a kihelyezések ellenőrzését. Amint ez felülmúlja a saját tőkével való finanszírozás információs költségeit, a tőkepiac egyre dominánsabb szerephez jut. Bose [2005] cikkét említem még itt, melyben a szerző a pénzügyi nehézségek költsége és az információs költségek közötti trade-off optimumának változását mutatja be a gazdasági fejlődés és a tőkepiacok felemelkedésének függvényében.

Természetesen e modellek a saját zárt feltételrendszerükben tökéletesek. Dolgozatomban azonban egy más aspektusból közelítve azt mutatom meg, hogy mi okozza, hogy a feltörekvő országok pénzügyi intézményei mégsem a modellek predikciói szerint változnak.

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

Az irodalomáttekintés egyik fontos célja a téma relevanciájának bizonyítása. Ha elfogadjuk a gazdasági növekedést, mint célfüggvényt és ennek nagyságára ható tényezőket elemezzük, akkor az optimális pénzügyi intézményrendszer vizsgálata kétségtelenül releváns. Bár még a legújabb irodalom sem fogalmazza meg konkrétan – így ez saját következtetés –, de kétségtelenül az irodalomban fellelhető állításokra alapszik első tézisémm:

*1. tézis: A pénzügyi közvetítés fejlettségének (mértékét jelöljük  $\Theta$ -val) és a pénzügyi közvetítés gazdasági növekedésre gyakorolt hatásának kapcsolata egy pozitív meredekségű, nem lineáris görbével írható le. A parciális hatás függvénye a  $\Theta$ -nak.*

Az empirikus fejezetben ennek egyfajta igazolását is adom.

A három gazdaságtörténeti időszak vizsgálatából az első egy évszázados intervallumot felölelő elemzés.



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

A legfontosabb különbséget a diverzifikációs előnyök tekintetében találtam. A földrajzi diverzifikációs előnyök nagyságát a piacok volatilitásának nagysága (pozitívan) és a piacok közti korreláció mértéke (negatívan) befolyásolja. A hatások komponensekre bontásával az irodalomban fellelhető források alapján a 2. fejezetben, saját mérésekkel a 6. fejezetben igazolom, hogy – a diverzifikációs előnyök tekintetében – az utolsó 10 évben mindkét tényező a feltörekvő tőkepiacok globális szerepének csökkenéséhez vezetett.

A harmadik fejezet, azaz az átalakuló országok pénzügyi intézményrendszerének elmúlt másfél évtizedének vizsgálata, illetve a folyamatok általánosítása két lényeges, mind közgazdaságilag, mind gazdaságpolitikailag releváns kérdésre is rámutat:

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

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

*retorziója hosszú távú növekedési áldozatokkal jár.*

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

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

Az állítást ökonometriai szempontból a hatodik fejezetben a piacok funkcionális hatékonyságának mérésével támasztom alá. A második és ötödik tézis összevetéséből az is következik, hogy a feltörekvő országok szabványosított tőkepiacainak szolgáltatásai iránt sem a belső (5. tézis), sem a külső (2. tézis) igény nem támasztható alá közgazdasági érvekkel.

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

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

*negatív hatásai erősebbek.*

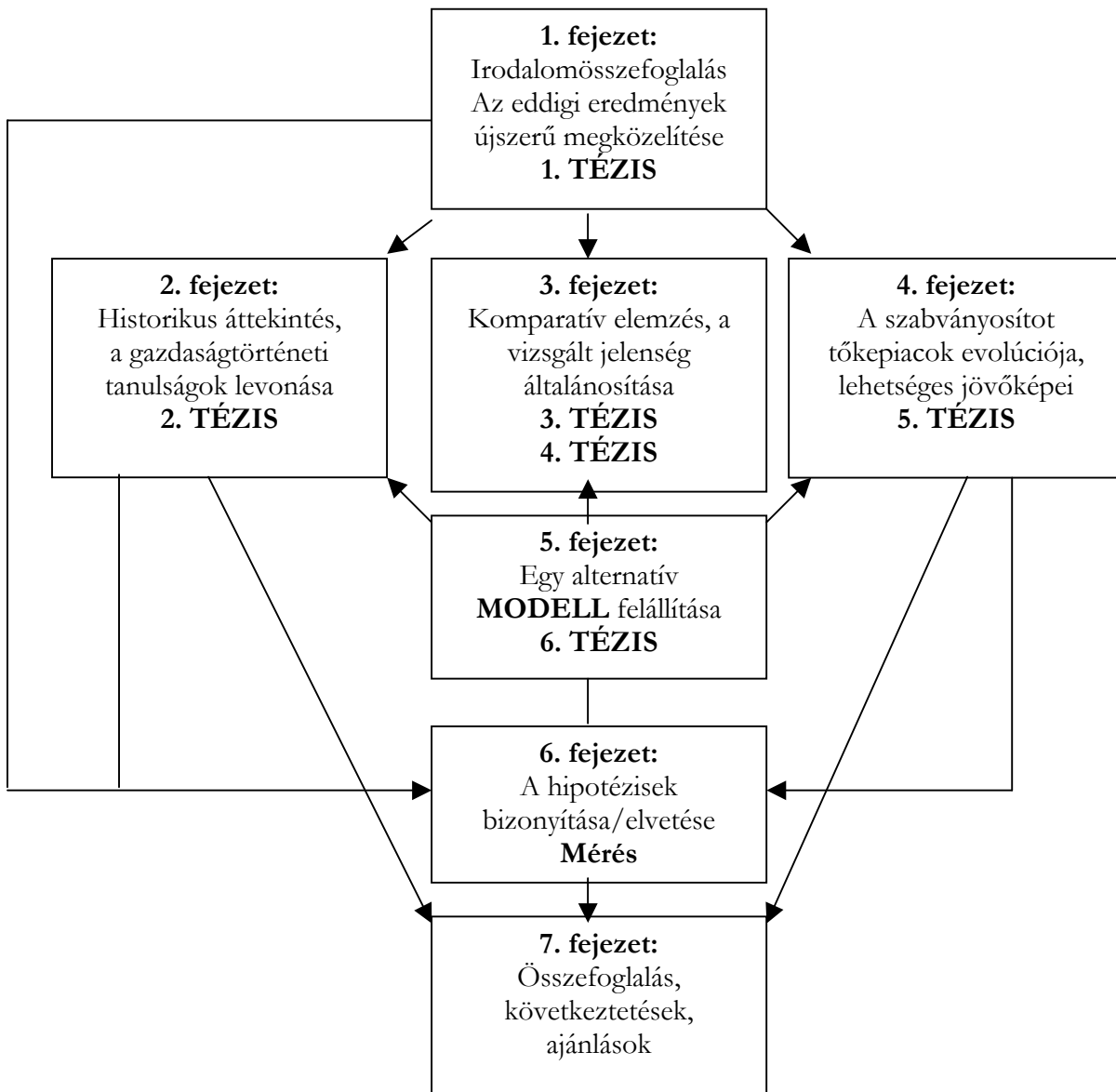
A 6. tézisem állításának következménye, hogy bár a szabványosított tőkepiac, azaz a tőzsde léte és jövője közgazdasági szempontból megkérdőjelezhető a vizsgált országokban, a tőkepiac – mely egy jóval tágabb fogalom – szükséges.

A hatodik fejezetben végzem el a fenti tézisek közül az ökonometriai eszközökkel elemezhető vizsgálatát. A kapott eredmények – hol erősebben, hol kevésbé erősen – alátámasztják téziseimet.

A tesztelt hipotézisek megfogalmazásánál és az empirikusan vizsgált kérdések kiválasztásánál alapvetően két szempontot tartottam fontosnak. Egyrészt törekedtem arra, hogy a szakirodalomban elméleti szinten tárgyalt, de empirikusan nem (vagy kevés szerző által, nem meggyőző módon) tesztelt hipotéziseket vizsgáljak meg, másrészt az általam felvetett újszerű, elméleti szinten megfogalmazott gondolatokat tapasztalati úton erősítsem (vagy cáfoljam) meg, ezáltal empirikus eredmények bemutatására, interpretálására is lehetőségem legyen. Ennek megfelelően a hatodik fejezetben – a korábbi elméleti és leíró statisztikai igazoláson túl – alapvetően három területet elemzek mélyebben. Elsőként a hatékonyság kérdésével és az 5. tézisem statisztikai vizsgálatával foglalkozom, ahol az árfolyamok keresztmetszeti és időbeli szinkronitásának elemzésével a tőkepiacok funkcionális hatékonyságának egy újszerű mértékét vezetem be. Ezt követően az 1. tézisem állítását vizsgálom regressziós elemzéssel a kapott *szinkronitás indexek* és más rendelkezésemre álló adatbázisból nyert információk felhasználásával. Végül összefüggésben az előzőekkel a 2. tézisemet megerősítő mennyiségi elemzést végzek.

A fentiek alapján a dolgozatom logikai felépítését szemlélteti a következő ábra:

1. ábra: A disszertáció logikai struktúrája



## A DISSZERTÁCIÓ EREDMÉNYEIRŐL

---

Kétségtelen, hogy az Európai Unió történetének legnagyobb sikerei gazdasági természetűek, melyek közül kiemelkedik a közös pénz bevezetése, mely valóban működik, gyorsabbá, súrlódásmentesebbé teszi a gazdasági kapcsolatokat, az EMU-n belül, de azon kívül is.

Ennek ellenére Európa pénzügyi integrációja messze nem teljes. Bár a földrajzi és adminisztratív tőkekorlátozások lebontásán nagyrészt túl vagyunk, a strukturális korlátok még mindig jelentősek. Többek között ilyen korlát az európai tőkepiacok strukturális szétagoltsága. Ez az EU-15 tagországaiban is a gyorsabb fejlődés egyik kerékkötője, de még inkább az az új tagállamok esetében. Ezekben az országokban ugyanis nincs hatékony tőkepiac. A tőzsdék szerepe – ahogy a negyedik fejezet alapján állítható – marginális, mind a vállalatok, mind a háztartások pénzügyi igényeinek kielégítésében. Sőt a második és hatodik fejezetek alapján az is látható, hogy szerepük a globális diverzifikációs előnyök realizálhatósága tekintetében is csökkenő.

Mindezek ellenére a vizsgált országokban a gazdasági átalakulás kezdeti szakaszában kifejezetten prioritás volt a tőzsdék fejlesztése és egy tőkepiac által vezérelt rendszer létrehozása. Sőt, azóta is állandó politikai visszhangok övezik a tőzsdék stratégiáját, jövőjét, lehetőségeit. A publicisztikai írások sora mellett még a kutatók körében is általánosan elfogadott nézőpont volt, hogy “bár az új EU tagállamok tőzsdéinek nincs komparatív előnyük a tőke összegyűjtésében, a kibocsátások és a kereskedés hatékony lebonyolításában, mégis a kis és közepes vállalatok számára nincs lehetőség arra, hogy az intézmények importjával külföldön, valamelyik pénzügyi centrumban bocsássonak ki. Mivel e cégek a gazdasági növekedés szempontjából jelentősek, ezért szükséges egy hazai tőzsde fenntartása” (Claessens [2003], Rotyis [2001])

Ez az álláspont azonban merőben téves, bár magyarázza a (különböző érdekcsoportok által támogatott) politikai törekvéseket, melyek a nemzeti tőzsde felvirágoztatását célozták. Ezek közül a leginkább sikeres proaktív stratégia az volt, mely már a cégek privatizációjába bevonta a tőzsdéket. Jóllehet többnyire a tőzsdékényszer ellenére is tulajdonosi koncentráció és illikvid másodlagos piac alakult ki, mely alátámasztja azt a

megállapításomat, hogy az új és jelentős növekedés előtt álló cégek számára a kockázati tőke, az intézményi befektetők és/vagy a kereskedelmi bankok által biztosított kapcsolatorientált rendszer az optimális. Nem véletlen, hogy valós forgalom a hazai tőzsdéken is csak azokban a részvényekben van, melyek New Yorkban, Londonban vagy Frankfurtban is képesek kibocsátani.

A harmadik fejezetben mutatom be, hogy miért is volt kilátástalan a piaci alapú pénzügyi közvetítés kiépítése térségünkben az elmúlt bő másfél évtizedben. Az intézményi környezet belső logikája kényszerítette ki, hogy az átalakulásban sikeresnek mondható országokban, a gazdaságpolitikai céloktól függetlenül, közel azonos pénzügyi közvetítőrendszer épült ki.

A piac által vezérelt rendszer intézményi feltételeinek eléréséhez jelentős strukturális változásokra van szükség, elsősorban az átláthatóság, a befektetők jogi védelme és a szerződések kikényszeríthetősége tekintetében. Ezek megléte nélkül a pénzügyi globalizáció pozitív hatásai sem érvényesülhetnek<sup>5</sup>. Térségünk országainak nincs választási lehetősége, hogy helyi vagy nemzetközi tőkepiacot építsenek. A negyedik fejezetben bemutatom, hogy a helyi piac működéséhez is szükséges intézmények és fundamentumok fejlesztése/fejlődése automatikusan vezet a nemzetköziesüléshez. Éppen azt kell észrevenni, hogy ez nemhogy baj lenne, hanem örvendetes, mert – ahogy az ötödik fejezetben láttuk – a kezdetben néhány nagyvállalat által előidézett intézményi import pozitív kört indukál, mely nagyobb versenyhez, hatékonysághoz és magasabb gazdasági növekedéshez vezet. Vagyis a határon átnyúló kibocsátás, bár látszólag a helyi tőzsde elsorvadásához is vezethet (és vezetett is néhány esetben), támogatandó, kívánatos jelenség. A helyes gazdaságpolitikai válasz tehát az adminisztrációs korlátok lebontása, a fundamentumok javítása és a megfelelő makrokörnyezet megteremtése.

Bár az empirikus rész is alátámasztotta azt az állításomat, mely szerint a feltörekvő országokban a tőzsde hiánya nem okoz intézményi vákuumot, hiszen az nem tölti be

---

<sup>5</sup> A pénzügyi globalizáció hatékonyságra ösztönző szerepe, azaz az optimális erőforrás allokáció kikényszerítése akkor és csak akkor dominálja a globalizáció hátrányait, ha a megfelelő pénzügyi rendszer képes a különböző, az aszimmetrikus információkból és a morális kockázatokból eredő súrlódásokat csökkenteni. Vagyis ha a pénzügyi rendszer ténylegesen képes betölteni az első fejezetben részletesen tárgyalt alapfunkcióit. E nélkül a globalizáció hatékonyságra és gazdasági növekedésre gyakorolt hatása nem érvényesül, ám – ahogy ennek empirikus bizonyítékait Prasad és szerzőtársai [2005] is bemutatják – szélesíti az egyenlőtlenségeket, növeli a gazdasági ciklusok ingadozását és a bizonytalanságot.

hatékonyan azokat a funkciókat, melyeket a pénzügyi intézményeknek be kellene töltenie, a félreértések/félreértelmezések elkerülése végett két lényeges dolgot ki kell emelnem:

I. A vizsgált országok szabványosított tőkepiacainak szorosabb kapcsolata vagy egyesülése egy külföldi tőzsdével szükségszerű. Ez azonban nem jelenti azt, hogy nincs semmilyen szerepe egy lokális tőzsdének. Ilyen lehet például az az “előszoba” szerep, mely segít egy tőzsdeképes cégnek megjelenni a piacon, vagy a kibocsátók számára jelentős marketing értékkel is bír a napi hírekben való megjelenés, a kiemelt nyilvános szerep, melyet elemzők folyamatosan vizsgálnak.

Ez azt jelenti, hogy természetesen a tőzsde intézménye értékes a gazdaság számára, csak szerepének korlátait kell világosan kommunikálni, és erőforráspazarló fejlesztését kell elkerülni.

II. Az, hogy a helyi tőzsdék funkcionális hatékonysága elégtelen, nem jelenti, hogy az átalakuló országokban nélkülözni kellene azokat a szolgáltatásokat, melyeket a tőkepiac nyújt. Mivel a tőkepiacnak csak egy része a szabványosított tőkepiac, azaz a tőzsde, a globalizáció pozitív hatásait kihasználva kiépül a működő tőkepiac tőzsde nélkül is. Sőt, amint arra az ötödik fejezetben kitértem, e nélkül az ún. *kettős elsajátításai probléma* hatásai jelentős növekedés- és jólétsökkenéshez vezetnek. Bae-Stulz-Tan [2005] megmutatta, hogy a lokális piacot vizsgáló, helyi elemzők teljesítménye közgazdasági és statisztikai értelemben is felülmúlta a nemzetközi elemzők teljesítményét. Ez a hatás még erősebb gyenge intézményi környezetben. E statisztikai vizsgálat is alátámasztja azt a megállapítást, hogy a (tágra értelmezett) tőkepiac szükséges lokálisan is, de ennek leginkább a vállalatot értékelő elemzők adnak nyomatékot, mintsem maga az intézményesített tőzsde megléte.

A globalizáció, a növekvő határon-átnyúló tőkepiaci szolgáltatások, a forrásgyűjtés és kereskedés szabályozásának harmonizációja és természetesen a technológiai újítások mind-mind hozzájárulnak a tőkeműveletek hatékony alkalmazásához, felhasználótól és földrajzi korlátoktól függetlenül. A virtuális piacterek terjedése szintén erősíti e folyamatot.

Ezt a megállapítást a másik oldalról közelítve azt is állítom, hogy éppen azért, mert a tőzsdék funkcionális hatékonysága gyenge, nélkülözhetetlen, hogy a globális tőkepiacok pozitív hatásait képes legyen egy ország kihasználni, megteremtve a

lehetőséget a nagyobb gazdasági növekedést biztosító vegyes pénzügyi közvetítés kialakulása számára. Ennek feltétele azonban annak az átváltásnak az előnyös kihasználása, mely a pénzügyi globalizáció és a kettős elsajátítási probléma közt található. Ez azon fundamentumok tényleges javításán/javulásán<sup>6</sup> múlik, melyek közvetlen kapcsolatban állnak (meghatározói és következményei) az intézmények minőségének. Következésképpen rendkívül lényeges a makro- és mikrointézmények fejlődésének, az általános tulajdonosi és befektetővédelmi jogoknak, a szerződések kikényszeríthetőségének, a vállalati működés átláthatóságának és a tőke szabad áramlásának biztosítása. Ezek megléte alapozza meg, hogy a globális tőkepiac segítségével, mint hasznos (a kettős elsajátítási problémát csökkentő és nem torzító, pénzügyi válságokhoz vezető) intézményeket importálhassanak a feltörekvő országok vállalatai, melyben az egyik legnagyobb lökést a kereszt kibocsátások számának növekedése jelenthet. Éppen ezért a külföldi tőzsdéi kibocsátás kifejezetten kívánatos és a (megfelelő keretek között) támogatandó is.

A fentiek felismerése után arra a kérdésre is válaszolni tudunk, hogy mekkora hazai tőkepiac lehet optimális a feltörekvő országokban. Természetesen az optimális struktúra a fejlettség függvénye. A mainstream elméletekkel összhangban a tőkepiacok súlya a gazdasági növekedéssel, az intézmények mélyülésével párhuzamosan nőni fog. Ugyanakkor ennek sebességére jelentősen rányomja a bélyegét az adott országban releváns kettős elsajátítási probléma erőssége. Ez az, amely egyrészt (a tulajdonosi koncentráción keresztül) korlátozza a vállalatok növekedését, így szabva határt a kereszt kibocsátásoknak, másrészt a  $\left[1 - \left(c + \frac{1 - \alpha g}{b}\right)\right]g$  kifejezés<sup>7</sup> mértékével lenyomja a realizálható hozamokat, mely a külföldi tőke megjelenését hátráltatja. Azt sem szabad figyelmen kívül hagyni, hogy a feltörekvő országokban a vállalatok többségének finanszírozásában a bankrendszer komparatív előnnyel rendelkezik, hiszen a kapcsolatorientált rendszer funkcionálisan hatékonyabb a kis, növekvő vagy kisebb szellemi, nagyobb állótőkét alkalmazó cégeknél.

<sup>6</sup> A szóhasználat „javításán/javulásán” szándékos. A szakirodalomban ugyanis érdekes vita zajlik arról, hogy vajon a gazdaságpolitika szerepe a gazdasági növekedés elősegítésében releváns-e, vagy csupán közvetve az az intézményeken keresztül. Kolodko [2005] könyvének recenziójában arra jutottam, hogy az átalakuló országok esetén a közvetett hatáson túl a közvetlen is lényeges.

<sup>7</sup> Ahol  $c$  a holtteher veszteség nélküli bennfentes elsajátításnak,  $(1-g)$  az állami elsajátításnak,  $\alpha$  az optimális tulajdonosi koncentrációnak,  $b$  pedig a jogrendszer erősségének a mértéke.



Összességében tehát azt mondhatjuk, hogy a közvetlen finanszírozási formák terjedése hosszú távon fennáll, de sebessége meglehetősen lassú, sőt adott körülmények között aránya akár csökkenő is lehet.

A feltörekvő országok tőzsdéire tett újszerűnek vélt – mind elméleti, mind empirikus elemzésnek alávetett – megállapításokon (hiánya nem okoz intézményi vákuumot) túl disszertációm számos a szakirodalomban eddig nem, vagy nem így tárgyalt megállapítást is tesz. Ezeket egyrészt téziseim tartalmazzák:

- a hatékony pénzügyi közvetítőrendszer kiépülése nélkülözhetetlen és éppen ezért kívánatos különösen az átalakuló gazdaságú országokban,
- a feltörekvő országok tőkepiacainak eltérő a szerepe a pénzügyi globalizáció egyes szakaszaiban, különös tekintettel a mai és a 100 évvel ezelőtti szakaszokra,
- a pénzügyi közvetítés fejlődési szakaszainak determináltsága és annak általánosítása a feltörekvő országok teljes körére,
- A kettős elsajátítási probléma létének és hatásainak azonosítása, és a megoldási lehetőség feltárása.

A téziseimen túl is található érdekes, újszerű gondolatok a dolgozatban, ilyenek:

- a pénzügyi közvetítés létezésének magyarázatára szolgáló hatodik funkció – az attitűd semlegesség – bemutatása, mely a befektetők pszichológiai sajátosságai miatt lényeges,
- az időbeli diverzifikáció kérdése, a diverzifikáció felbontása és ilyen irányú értelmezése,
- a vegyes pénzügyi közvetítőrendszer hatékonysági előnyeinek funkciókból levezetett bizonyítása is talán újszerű,
- mint ahogy az is, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer hatása a gazdasági növekedésre miként következik be a gazdaság adaptív és allokatív hatékonyságának növelésén keresztül.

Fontosnak tartom hangsúlyozni, hogy természetesen előfordulhat, hogy a fentiek közül egy vagy több állítás csak számomra újszerű.

## AJÁNLÁSOK ÉS AZ EREDMÉNYEK ALKALMAZHATÓSÁGA

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

Bízom benne, hogy javaslataim segítenek hasonló gazdaságpolitikai döntési szituációkban, bármely átalakuló vagy feltörekvő országról legyen is szó. Sőt a dolgozatból levonható következtetések talán a politikusok és a különböző érdekcsoportok közt kialakuló konszenzushoz is hozzájárulhatnak, mely a lokális tőzsdék szerepét és lehetőségeit illeti.

Konkréten négy célcsoportnak ajánlom dolgozatom tanulmányozását:

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

Számukra négy gazdaságpolitikailag releváns területet emelnék ki:

- Általánosan a helyes döntéshozatal következményeként létrejövő szabad tőkeáramlás segíti a vállalatokat, hogy kiaknázzák a pénzügyi globalizációból származó előnyöket, így pl. az olcsóbb finanszírozási lehetőségeket. Mitöbb, a nemzetközi piacokhoz való hozzáférés meggyorsíthatja az intézmények átalakulását azáltal, hogy a keresztkibocsátással élő vállalatok a fejlettebb intézményi standardoknak megfelelően „meghonosítják” azokat a gyengébb intézményi környezetben is. Ez azonban nemcsak a pénzügyi rendszert, a piaci kapitalizációt, likviditást érintő jelenség, hanem általános fejlődésgazdaságtani kérdés a vállalatok finanszírozási szerkezete és ezen keresztül növekedési lehetőségeik miatt is.

- Gazdaságpolitikailag releváns kérdés volt hosszú időn keresztül a tőzsdék, mint intézmények lehetséges stratégiája, azok életképessége és jövője. Látni kell, hogy mivel a helyi tőzsde hatékonyságának előfeltétele az általános intézményi környezet fejlődése, ezzel viszont egyre több vállalat számára nyílik lehetőség a külföldi kibocsátásokra, a vizsgált országok tőzsdéinek komparatív versenyhátránya nem csupán ideiglenes, behozható jelenség. Éppen ezért állami támogatásuk, fejlesztésük közérdeknek való minősítése nem megalapozott. Ez a legfontosabb érv amellet, hogy a tőzsde is magánkézbe kerüljön, ahol piaci alapokon működhet<sup>8</sup>. Magyarországon 2004-ig, Lengyelországban 2006-ig azonban ez nem, illetve csak korlátozott módon valósult meg, addig tőzsdéik sui generis szervezetként működtek, mellyel összerosódtak a tulajdonosaik és az ügyfeleik érdekei<sup>9</sup>.
- Harmadiknak azt a félreértést és ebből adódó gazdaságpolitikai tévedést tisztáznám, mely a vállalatok egy szűk körének érdekeit tartja szem előtt. Valóban vannak vállalatok, melyek esetében nem lehet külföldi kibocsátásra számítani, függetlenül a politikai vagy intézményi korlátoktól. Jóllehet – lobbytevékenységük intenzitásával ellentétben – e cégek sokkal kevésbé fontosak, mint azt számos politikai döntéshozó gondolja. Számukra nemzeti tőzsdét működtetni nem racionális a következők miatt: Rajan és Zingales [2001] megmutatták, hogy a bankrendszer és a kockázati tőke játssza a döntő szerepet a kis és középvállalkozások finanszírozásában, még az angolszász országokban is nagyobb súlyt kapnak, mint a tőkepiac. Ami még fontosabb, egy részük esetében a hazai tőzsde hatékonysági korláttá válhat, ösztönzőjüket veszthetik arra vonatkozóan, hogy intenzívebb versenyben, fejlettebb standardoknak feleljenek meg.

---

<sup>8</sup> Hasan és szerzőtársai [2003] munkájában 49 tőzsde adatait elemezte. Mind időben, mind egymáshoz viszonyítva jelentős különbségeket talált bevétel és költségszerkezetükben. Következtetésük, hogy mind költség-racionalizálás, mind bevétel oldalról lemaradnak azok a piacok, amelyeknél koordinálatlan a szabályozás, és hiányzik a piacorientált szemlélet. A szerzők eredményei azt is megmutatták, hogy a szervezeti felépítés, a vezetés és a piaci verseny intenzitása jól korrelált a hatékonysággal. A cikk fő konklúziója az, hogy az érték-központú vállalatvezetés éppúgy releváns egy tőzsde számára, mint a piacgazdaság többi szereplőjénél.

<sup>9</sup> Egyrészt amíg a tagok egyben kereskedők is, addig saját érdekük a tőzsde bevételeinek minimalizálása. Másrészt a nemzetközi integrációs törekvések - mely a hazai értékpapír-kereskedők számára a verseny növekedésével jár - szintén nem kívánatosak számukra. További szempontok az átláthatóság növelése, a bennfentes kereskedelem elleni szigorú fellépés, és a kisbefektetők védelme, mely kérdésekben szintén érdekkonfliktusok merülhetnek fel az érintettek tisztázatlan viszonyai miatt.

- Az a felismerés, mely a gazdasági átalakulás során tapasztalt tényekből adódik, hogy a pénzügyi rendszer evolúciója szigorú korlátok között mehet csak végbe, megelőzheti azon erőforráspazarló kísérleteket, melyek a piac által vezérelt rendszer idő előtti bevezetését célozzák.

Javaslatom a gazdaságpolitikai döntéshozóknak tehát, hogy ne kényszerítsék a hazai vállalatokat tőzsdei bevezetésre, viszont tegyék simává az utat azok számára, akik szeretnének (akár külföldi, akár hazai) piacon nyilvánosan megjelenni.

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

- A Bizottság ellenőrzi az Uniós források hatékony felhasználását. Mivel a régiók konvergenciája az alapszerződés óta EU prioritás, az Európai Központi Bankon kívül a Bizottság tágabb perspektívájába kellene hogy tartozzon a pénzügyi rendszer hatékonysága. A nem hatékony pénzügyi rendszer ugyanis az Uniós források felhasználásának torzulásához vezet, lassítva a konvergenciát.
- Ugyanakkor a nemzetközi pénzügyi szervezetek<sup>10</sup> ajánlásaival kapcsolatos óvatosságra és a kontextusfüggőség fontosságára is fel kell hívnom a figyelmet. A gazdasági átalakulás során ugyanis nem volt ritka a nemzetközi tanácsadók sablonmegoldásaiból adódó gazdaságpolitikai kisiklás (Kolodko [2005]).

C. Harmadszor, elsősorban a negyedik fejezet elemzése szolgálhat iránytűként a feltörekvő országok tőzsdéinek menedzsmentje számára. Nekik dönteniük kell, hogy a valós alternatívaként megmaradó három stratégia közül melyiket választják. Ahogy azt ott már kifejtettem, véleményem szerint a legjobb választás egy első körben létrehozott regionális szövetség, mely lehetőséget ad, hogy második körben jobb alkupozíciókkal csatlakozzon a szövetség egy vezető piac/hálózat tagjaihoz. Ez persze a jelenlegi körülmények között nem reális, hiszen a bécsi börze

---

<sup>10</sup> Nem csak az Európai Unió pénzügyi intézményeire kell itt gondolni, hanem a Nemzetközi Valutaalapra és a Világbankra is.

regionális szövetség kiépítésére tett erőfeszítései eddig nem hoztak meggyőző eredményeket. Ezért javasoltam második legjobb megoldásnak az egyedileg történő integrációt. Bár ekkor a korábbi menedzsment nagyrészt feladja pozícióit és tacit tudását, de összgazdasági szempontból fontosabb a fejlett piac kikényszerítő ereje a transzparens és a nemzetközi standardoknak megfelelő működésre a nagyobb jövőbeli növekedéssel rendelkező vállalatok számára.

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

A horizontális integráció mellett a vertikális integráció is gyakori a tőzsdék és a kapcsolódó intézményei között, így pl. az elszámolóházak esetében<sup>11</sup>.

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

D. Végül eredményeim nem közömbösek a privát szféra pénzügyi elemzői számára sem. Az eszközallokáció tekintetében a diverzifikációs lehetőségek azonosítása, a térség piacainak eltérő fejlettségének számszerűsítése számukra is fontos, a gyakorlatban is kézzelfogható támpontot biztosít.

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

---

<sup>11</sup> Bár e megoldás költséghatékony, a versenyt korlátozó következményekkel is járhat.

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

- Hogyan lehetne kihasználni az időbeli diverzifikációból származó előnyöket, annak ellenére, hogy számos elméleti és gyakorlati probléma is akadályozza hatékony alkalmazását? (3. fejezet)
- Miért nem mélyül a banki pénzügyi közvetítés sem kellő mértékben, illetve van-e vagy mikorra van esély elérni az EU fejlett országokbeli közvetítési mélységet? (3. fejezet)
- Vajon valóban kettévált a banki pénzügyi közvetítés fejlődése 2003 után, hiszen Szlovénia, Magyarország, Lettország és Észtország gyorsuló hitelexpanziót mutat, míg Csehország, Lengyelország, Bulgária, Románia és Szlovákia fejlődése megtörni látszik<sup>12</sup> (3. fejezet).
- Milyen feltétel mellett érvényes a vállalat jelenértéke és az állami elvonás mértéke közötti fordított multiplikátor hatás (5. fejezet).
- Egy olyan regressziós modellt kellene építeni, melyben szerepel a Lucas-paradoxonra Lucas által adott lehetséges válasz három tényezője, továbbá a kettős elsajátítási probléma torzítása is. Ekkor meg lehetne tudni, hogy vajon mennyire jelentős egymáshoz képest a négy hatás (5. fejezet).
- Milyen a minimálisan szükséges intézményi (elsősorban jogi) háttéren túl mutató intézkedésekre, feltételekre van szükség a pénzügyi közvetítés hatékonyabb működéséhez, a pénzügyi globalizáció előnyeinek maximális kihasználásához? (5., 7. fejezet)
- Szükséges majd nagyobb adatbázison, több országra megismételni a *szinkronitás-indexek* számítását (6. fejezet).

Remélem, hogy ezek közül több kifejtéséhez akár kutatóként, akár témavezetőként magam is hozzájárulhatok majd.

---

<sup>12</sup> Litvánia bár el van maradva az élenjáróktól, gyors ütemben fejlődik

## A TÉZISFÜZET HIVATKOZÁSAI

---

- [ 1 ] Bernstein, Peter L. [1998]: Szembeszállni az Istenekkel. A kockázatvállalás különös története. *Panem Kiadó - John Wiley & Sons, Budapest*
- [ 2 ] Bose, Niloy [2005]: Endogenous Growth and the Emergence of Equity Finance. *Journal of Development Economics Volume 77 (2005), Issue 1, pp. 173-188.*
- [ 3 ] Boyle, John H. – Smith, Bruce D. [1998]: The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development. *Economic Theory Vol. 12, No.3., pp. 519-560.*
- [ 4 ] Cass, David - Stiglitz, Joseph E [1972]: Risk Aversion and Wealth Effects on Portfolios with Many Assets. *Review of Economic Studies, Vol. 39, No.3 (July), pp. 331-54*
- [ 5 ] Claessens, Stijn – Lee, Ruben – Zechner, Josef [2003]: The Future of Stock Exchanges in European Union Accession Countries. Corporation of London, Centre of Economic Policy Research.  
[http://www.cityoflondon.gov.uk/business\\_city/research\\_statistics/pdf/Future\\_SEs\\_EUAC.pdf](http://www.cityoflondon.gov.uk/business_city/research_statistics/pdf/Future_SEs_EUAC.pdf) -  
letöltve: 2003. október 7.
- [ 6 ] Dunbar, Nicholas [2000]: A talált pénz. *Panem – John Wiley & Sons, Budapest*
- [ 7 ] Hasan, Iftekhar - Malkamaki, Markku - Schmiedel, Heiko [2003]: Technology, Automation, and Productivity of Stock Exchanges: International Evidence. *Journal of Banking & Finance Vol. 27, No. 9 (2003) pp. 1743-1773.*
- [ 8 ] Kim, E. Han – Morse, Adair – Zingales, Luigi [2006]: What Has Mattered to Economics Since 1970. *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 12526 (September 2006), Cambridge, MA.*
- [ 9 ] Kolodko, Grzegorz W. (ed.) [2005]: Globalization And Social Stress. *NOVA Science Publishers, New York, 2005*
- [ 10 ] Komáromi György [2000]: A Behavioral Finance-től a Pénzügyi Viselkedésig. *Doktoranduszok Fóruma, Miskolc, 2000. október 30. A Miskolci Egyetem Gazdaságtudomány Karának székfoglalókiadványa. [www.komaromi.net](http://www.komaromi.net) - letöltve: 2004.12.04. Frissített link: <http://www.fw.hu/komaromigyorgy/papers/Komaromi%20-%20Behavioral%20Finance-tol%20a%20Penzugyi%20Viselkedestanig.pdf>*
- [ 11 ] Lee, Ruben [2000]: What is an Exchange? The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets. *Oxford University Press, Oxford and New York, 2000.*
- [ 12 ] Lenkei Gábor [1997]: Kis pénzzel a tőzsdén. *Kávé Kiadó, Budapest, 1997*

- [ 13 ] Merton, Robert C. [1993]: Continuous Time Finance. Foreword by Paul A. Samuelson. *Cambridge, Mass.: Blackwell*
- [ 14 ] Merton, Robert C, és Bodie, Zvi [1995]: A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=6638](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=6638) - letöltve: 2004.11.22
- [ 15 ] Merton, Robert C. - Bodie, Zvi [2005]: Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure. *Journal of Investment Management Vol. 3, No. 1 (First Quarter 2005) pp. 1-23. (Was Harvard Business School Working Paper No. 02-074, 2002.)*
- [ 16 ] Olson, Mancur [1987]: A nemzetek felemelkedése és hanyatlása. *Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1987*; The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities. *Yale University Press, New Haven and London, 1982.*
- [ 17 ] Prasad, Eswar - Rogoff, Kenneth – Wei, Shang-Jin és Kose, M. Ayhan [2005]: Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries. *In Ann Harrison (eds.): Globalization and Poverty. An NBER Volume, University of Chicago Press, Chicago, IL, 2005, <http://www.nber.org/books/glob-pov/> - letöltve: 2005.03.19*
- [ 18 ] Rajan, Raghuram G. és Zingales, Luigi [2001]: Financial System, Industrial Structure, and Growth. *Oxford Review of Economic Policy, Vol. 17, No. 4, pp. 467-482.*
- [ 19 ] Rotyis József [2001]: Tőzsdei befektetők kézikönyve. *KJK Kerszőn, Budapest 2001*
- [ 20 ] Schumpeter, Joseph Alois [1954]: History of Economic Analysis. *Oxford University Press, 1954.*
- [ 21 ] Weber, Max [1995]: A tőzsde. *IKVA Kiadó, Budapest*



## A SZERZŐ TUDOMÁNYOS TEVÉKENYSÉGE:

---

### PUBLIKÁCIÓK:

Pálosi-Németh Balázs:

*AN INQUIRY ON THE ROLE OF POLICY IN THE LIGHT OF THE STRESS CAUSED BY GLOBALIZATION – A Review Of Kolodko’s (Ed.): Globalization And Social Stress. Europe-Asia Studies, March 2007 (Vol. 59, No. 2).*

Pálosi-Németh Balázs:

*FUNKCIONÁLIS HATÉKONYSÁG HAT ÚJ EU TAGÁLLAM SZABVÁNYOSÍTOTT TŐKEPIACÁN. Hitelintézeti Szemle 2006 5-6. szám, 36-55. o.*

Pálosi-Németh Balázs:

*TŐKEPIACOK NYOLC ÚJ EU TAGORSZÁGBAN – LÁTSZAT VAGY VALÓS FEJLETTSÉG? Competitio, Vol. V. (2006), No. 1. pp. 183-199*

Pálosi-Németh Balázs:

*A TRANZÍCIÓS ORSZÁGOK PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEINEK KONVERGENCIÁJA – EGYEDI A JELENSÉG? Külgazdaság 2005. 7-8. szám, 21-46. oldal*

Pálosi-Németh Balázs:

*AZ INTÉZMÉNYEK SZEREPE A FELTÖREKVŐ ORSZÁGOK TŐKEPIACAINAK FEJLŐDÉSÉBEN. Megjelent: Paradigm Shift – Information, Knowledge and Innovation in the New Economy, Competitio Könyvek 4 (2005)*

Pálosi-Németh Balázs:

*A TŐKEPIACI SZEREPLŐK GLOBÁLIS TERJESZKEDÉSÉNEK KORLÁTAIRÓL. Megjelent: Tavasz Szél 2005, a DOSZ éves konferenciájának lektorált kiadványában. ISBN 963 218 368 1*

Pálosi-Németh Balázs:

*TŐKEPIACOK ÉS GLOBALIZÁCIÓ A MÚLT TÜKRÉBEN. Botos Katalin (szerk.): Pénzügyek és globalizáció. JATEPress, Szeged, 2005.*

Pálosi-Németh Balázs:

*GONDOLATOK SIR J.R. HICKS (1904–1989) SZÜLETÉSÉNEK 100. ÉVFORDULÓJA ALKALMÁBÓL. Competitio, III. évf. (2004), 2. szám*

Pálosi-Németh Balázs:

*A FEJLŐDÉS ÚTJA A BUDAPESTI ÉRTÉKTŐZSDÉN. Megjelent: Lektorált Konferenciakötet a „Vállalat és Tőkepiac” Nemzetközi PhD Konferencia előadásaiból 2003.*

## WORKING PAPEREK:

Pálosi-Németh Balázs:

*REAL DEVELOPMENT OR AN ILLUSION: THE ROLE OF CAPITAL MARKETS OF NEW EU MEMBER STATES IN FUND ALLOCATION. Under submission.*

## A SZERZŐRE TÖRTÉNŐ HIVATKOZÁSOK:

**CSABA LÁSZLÓ, 2006:**

*A FÖLEMELKEDŐ EURÓPA. Akadémiai Kiadó, Budapest.*

**MÓRICZ DÁNIEL, 2006:**

*VÁLLALATI NYUGDÍJKÖTELEZETTSÉGEK ÉS A RÉSZVÉNYEK KOCKÁZATA – TŐKEÁTTÉTEL ÉS KERESZTTULAJDONLÁS. Közgazdasági Szemle, LIII. évf., 2006. február (144–157. o.)*

**CSABA LÁSZLÓ, 2005:**

*GLOBAL MARKETS – GLOBAL POLITY? In a collective volume, published by EADI / The Hague under the editorship of V. Krassilchikov and I. Levai.*

**CSABA LÁSZLÓ, 2005:**

*The New Political Economy of Emerging Europe. Akadémiai Kiadó, Budapest.*

**MÓRICZ DÁNIEL, 2004:**

*VÁLLALATI SZOLGÁLTATÁSI NYUGDÍJPROGRAMOK OPTIMÁLIS BEFEKTETÉSI POLITIKÁJA ÉS FEDEZETTSÉGI SZINTJE AZ EGYESÜLT ÁLLAMOKBAN. Közgazdasági Szemle, LI. évf., 2004. december (1113–1131. o.)*

## KONFERENCIA ELŐADÁSOK:

Pálosi-Németh Balázs:

*A FEJLŐDÉS ÚTJA A BUDAPESTI ÉRTÉKTŐZSDÉN. Elhangzott: „Vállalat és Tőkepiac” Nemzetközi PhD Konferencia, Torockó 2003. október 3-5.*

Pálosi-Németh Balázs:

*TŐKEPIACOK ÉS GLOBALIZÁCIÓ. Elhangzott a Szegedi Tudományegyetem Pénzügytani Tanszék 10 éves fennállásának tiszteletére rendezett konferencia nemzetközi pénzügyek szekciójában. Szeged, 2004. november 9.*

Pálosi-Németh Balázs:

*AZ INTÉZMÉNYEK SZEREPE A FELTÖREKVŐ ORSZÁGOK TŐKEPIACAINAK FEJLŐDÉSÉBEN. Elhangzott: Paradigm Shift - Information, Knowledge and Innovation in The New Economy, Debrecen 2004. december 3-4.*

Pálosi-Németh Balázs:

*A TRANZÍCIÓS ORSZÁGOK PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEINEK KONVERGENCIÁJA, EGYEDI A JELENSÉG? Elhangzott: Országos Tudományos Diákköri Konferencia PhD szekció, Nyugat- Magyarországi Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar. Sopron, 2005. április 27-29.*

Pálosi-Németh Balázs:

*TŐKEPIACI GLOBALIZÁCIÓ ÉS KORLÁTAI. Elhangzott: Tavaszi Szél 2005, a Doktoranduszok Országos Szövetségének éves konferenciáján. Debrecen, 2005. május 5-8.*

Pálosi-Németh Balázs:

*THE POSITION OF EMPLOYEES IN THE PERSPECTIVE OF OPTION THEORY. A RETROSPECTION TO THE ROOTS OF THE THEORY OF THE FIRM. Bemutatott poszter a Real Options and Labor Economics c. nemzetközi konferencián. Róma, 2005. május 10-12.*

Pálosi-Németh Balázs:

*LÁTSZAT VAGY VALÓS FEJLETTSÉG AZ ÁTALAKULÓ ORSZÁGOK TŐKEPIACAIN. Elhangzott: Munkaerőpiaci és gazdaságpolitikai kihívások az Európai Unióban. Debrecen, 2005. november 11.*

Pálosi-Németh Balázs (társelőadó: Czeglédi Pál)

*NEARLY UNSTABLE LINEAR MODELS AND THEIR ECONOMIC APPLICATIONS. Elhangzott: XXVI. Seminar on Stability Problems for Stochastic Models, August 27 - September 2, 2006 Sovata-Bai, Romania*

Pálosi-Németh Balázs:

*A SZABVÁNYOSÍTOTT TŐKEPIACOK SZEREPE AZ ÁTALAKULÓ GAZDASÁGÚ ORSZÁGOK PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉSÉBEN. Elhangzott: A Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Kara és az MTA Debreceni Területi Bizottsága Jogi – és Közgazdaságtudományi Szakbizottsága által rendezett Európai Unió – Tudásalapú társadalom – Foglalkoztatás – Oktatás című tudományos konferencián. Debrecen, 2006. október 20.*