

BALLA ANDREA

Külföldi tőkebefektetések erdélyi régiókban

Románia, már a rendszerváltás kezdete óta, mind politikailag, mind gazdaságilag súlyos válsággal küszködik. Az országban stop-go típusú politikát alkalmaztak, melyre azért volt szükség, mert hazánkban a gazdaság átalakítása sokkal nagyobb erőfeszítéseket követel meg (mint a térség szomszédos országaiban), melyek egyrészt az „örökölt” csődtömegnek és szegénységnek, másrészt az elmúlt évek pszichikai terheinek köszönhető. Tapasztalhattuk már, hogy az aktuális reformerek mindig a reformok felgyorsítását (privatizáció, veszteséges cégek felszámolása stb.) és a megvalósítás el-tökéltetését tűzték ki célul, de ez az ígélet mindahányszor beteljesületlen maradt. Ezért tehát lassan szertefoszlott a lakosság azon reménye, hogy Románia már az első körben éretté válik a NATO-ba és EU-ba való integrációra. (Novák T., 1999)

A pénzügyi stabilizáció megeremtését, a privatizáció, illetve a szerkezeti átalakítás kivitelezését már az 1996-ban megválasztott kormány is célul tűzte ki. A reformcsomagban foglalt intézkedések már csak azért is voltak lehetetlenek a megvalósításra, mert a programban egyértelműen a „mennyeségi szemlélet” dominált, szemben a reális megvalósíthatóság ütemével. A különböző cégek értékesítésénél viszonylag hamar előtűnt a felszámolás alternatívája is, mert a jelentkező kereslet csekély mértékű volt. Egyes közgazdászok úgy vélekedtek, hogy a potenciális befektetők számára bizonyos súlyosan eladósodott cégeket jelképes összegért (pl. 1 USD értékért) kell eladni, ha a kormányzatnak nincsenek meg az orvosláshoz szükséges forrásai. Ennek érdekében feszített törvényalkotási munkát tűztek ki célul a politikusok, melynek keretében közel 100, a piacgazdaság igényeinek minden tekintetben megfelelő törvényt kívántak meghozni.

Így születtek meg 1997–1998-ban a külföldi beruházások megkönnyítéséről, a privatizáció felgyorsításáról, a bankok magánosításáról, a devizajogszabályról, a bankcsődtörvényről, a jegybanktörvényről szóló törvények, rendelkezések.

Az új kormányzat különösen kiemelt jelentőséget tulajdonított a külföldi működő-tőke beáramlásának, ezért mérvadó volt, hogy minél kedvezőbb környezet alakítsanak ki az érkező tőkének. Ennek ellenére az 1999-es költségvetés elfogadása előtt 1999 végéig felfüggesztették a külföldi befektetőknek felkínált kedvezményekkel való élés lehetőségét. Ilyen lehetőségek voltak a következők: a külföldi befektető a munkája megkezdéséhez szükséges gépek, berendezések és más természetbeni hozzájárulások tekintetében vámmentességet élvez (egyéb behozatal esetén a vámmentesség 50%). A kedvezmény csak akkor érvényesült, ha a külföldi partner hozzájárulása az adott cégben elérte az alaptőke 20%-át vagy 350 000 USD-t. A vállalatok a műkö-

A kulturális térségek szerepe a regionális fejlesztésben. 2001.

désük első két évében csupán 15% profitadót fizettek, és ha a külföldi partner készpénzbeli hozzájárulása a vállalkozáshoz meghaladta az 5 millió dollárt, akkor további kedvezmények is megillették a vállalkozást.

A privatizáció során a költségvetési bevételek növelésének szándéka, az állami vállalatok adósságaitól való megszabadulás és a cégek modernizálása volt a mérvadó, tehát az állami cégek magánkézbe adására törekedtek. 1998-ban a külföldi befektetőkkel és különösen az EU-s befektetőkkel megkötött privatizációs szerződések száma jelentősen megnövekedett. Azonban a privatizáció egyre nehezebbé vált, elsősorban azért, mert politikai és keresleti akadályokba ütközött, másodsorban, mert ekkor került sor a nagy „problémás cégek” értékesítésére. Más allokációs mechanizmus alkalmazásával sokkal jobb eredményt lehetett volna elérni. A teljes kínálatot privatizálni lehetett volna, ha a tömeges privatizációs program a túlkínálatos helyzeteket szimmetrikusan kezeli a túlkeresletekkel: a vállalatok részvényeit arányosan szétosztja a részvényt jegyzők között.¹ Ahelyett, hogy megtiltották a közvetítők szereplését a privatizációs programban, és a privát vagyonalapokat ilyen furcsa módon juttatták részvényekhez, jobb lett volna, ha szabad belépést engednek a közvetítőknek és a privát vagyonalapok is részt vehettek volna a privatizációs programban, együtt versenyezve a többi társasággal az állampolgárok kuponjaiért. Egy jobb konstrukcióval a tömeges privatizációs programban részt vevő összes részvényt magánosítani lehetett volna, és így kedvező feltételeket teremthettek volna a pénzügyi piacok és vállalatvezetési struktúrák kialakulásához. (Earle–Telegdy, 1998)

Mindemellett a tömeges privatizációs program olyan fogyatékossgal rendelkezett, mint az információ teljes hiánya: mekkora részét privatizálják, mennyit tart meg az állam, mennyit kezelnek a privát vagyonalapok? Mind a külföldi, mind a belföldi befektetők ezen információk alapján hozzák meg döntéseiket. És a befektetők támogatása nélkül a pénzügyi piacok kialakulása, azok ösztönzése, igencsak nehezen valósítható meg. Ez EU mind anyagilag, mind politikailag nyíltan támogatta a kormány programtervezetét, azzal érvelve, hogy „bármilyen program jobb, mint a semmi...”

A strukturális problémák között kiemelkedő helyet foglalt el a vállalati szektor is, merthogy a gazdaságpolitika éveken keresztül ellenállt a mélyreható reformok megvalósításának. Ez végső soron az árak és a munkanélküliség növekedésében testesült meg. A vállalatok privatizált részének változása régiók, gazdasági ágazatok és a vállalatok nagysága szerint a következőképpen alakult: az átlagos privatizált arány a legkisebb Munténiában volt (27%), a legnagyobb pedig a Bánság – Körös régióban (36%). Erdélyben, Szatmár megyében 1998 elejéig 122 magyar cég – többnyire vegyes vállalatként működő kisvállalkozás – telepedett meg, összesen 1 millió dollárt meghaladó beruházással. Ugyanaz a szám Kolozs megyében már 2,2 millió dollár 320 céggel. Erdélyben az összes külföldi tőkebeáramlás mintegy 10%-a lehet magyar befektetés. (Magyar P., 1998) A működőtőke-export élén a tőzsdén sikeres vállalatok állnak. Ezek a magyar vállalatok a környező országokban keresnek lehetőségeket, ahol – részben a közelség adta helyismeret, részben némi lépéselőny miatt – kevésbé kell megküzdeniük az erős nyugati konkurenciával. A működőtőke-export indítékai sokfélék: a társaságok egy része disztribúciós hálózatát igyekszik kiépíteni, kiegészíteni, s

¹Ezt a mechanizmust alkalmazták az oroszországi nyílt aukciós privatizálás során (Boyko és szerzőtársai, 1995; Friedmann és szerzőtársai, 1993). Komplexebb allokációs mechanizmusokat is használhattak volna, például a cseh többszintű aukciós mechanizmushoz hasonló. Ennek előnye az volt, hogy több információt nyújtott a vállalatok értékéről és motiválta a résztvevőket, hogy begyűjtsék az információt (Earle és szerzőtársai, 1994), de ennél egyszerűbb allokációs módszerek is jó eredményre vezethettek volna.

Erdélyi Magyar Adatbank

A kulturális térségek szerepe a regionális fejlesztésben. 2001.

kereskedelmi társaságokat vásárol meg vagy alapít; mások termelési kapacitásukat igyekeznek növelni, illetve kiegészíteni – pl. Pannonplast (Marosvásárhelyen), MOL (országszerte), TVK (Sepsiszentgyörgyön), Győri szeszgyár (Gyulafehérvárott), Zalakerámia. Országunkban a befektetett magyar tőke meghaladja az 50 millió dollár értéket, és a tranzakciók számát tekintve is az élen áll az MNB-statisztikák szerint, de ugyanakkor itt a legalacsonyabb az egy tranzakcióra jutó érték is. A magyar befektetők megtalálhatók az élelmiszeriparban, a faiparban és a bútoriparban is. (Lenkei G., 1998)

1. táblázat

A privatizáltvállalatok száma Romániában 1993 és 1998 júliusa között							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998 (júl.)	Összesen
Kisvállalat	238	472	322	984	1084	193	3293
Közepes méretű vállalat	24	110	268	238	170	45	855
Nagyvállalat	2	12	30	25	50	31	150
Összesen	264	594	620	1247	1304	299	4328

Forrás: Romanian Business Journal, 1998. október 19. In: Novák Tamás: Távol Európától, Cégvezetés, 1999. január

A puha költségvetési korlát és az irányított hitelek gyakorlata elodázták a szerkezetváltozást és csak a költségvetés hiányát növelték. A kormányzati politikával kapcsolatban megrendült a nemzetközi gazdasági és pénzügyi szervezetek bizalma is (ma Románia helyzete gyengébb, mint korábban). Ennek következtében egyre inkább romlott a befektetői hangulat, merthogy a nagy lendülettel elindított modernizációs reformok már az első lépésnél elakadtak. A folyamat lelassulása miatt az ország gazdasági teljesítménye csökkent és a portfólió-beruházások sem a tervek szerint alakultak. Számos kockázati tényező meggátolja a gazdaság kedvező pályára való állását, pl. hogy szigorú monetáris politika mellett kell fedezni a bankszektor átalakulási, konszolidációs igényeit, ami jelentős költségvetési forrásokat igényel. A gazdasági és vele párhuzamosan a politikai viszályokból eredő politikai kockázat, instabilitás olyan mértékben megnövelheti az országos kockázatot, hogy a külföldi és főként a nyugat-európai befektetők nem túl intenzív érdeklődése még inkább visszaeshet. Nem beszélve arról a bánásmódról, amiben egy külföldi befektető részesülhet.

A Romániában eszközölt befektetések ország-csoport viszonylatában az első helyet a OECD-hez tartozó országok tartják, őket követi az Európai Unió. A befektető országok között a befektetett tőkenagyság függvényében a sorrend: Hollandia, Németország, Olaszország, Amerikai Egyesült Államok, Franciaország, Dél-Korea.

A külföldi tőkét a következő iparágak vonzották különösen: kereskedelem, autóipar, távközlés. A mezőgazdaság, infrastruktúra és elektronika voltak azok az iparágak, melyek iránt a legcsekélyebb volt a vonzalom.

Erdélyi Magyar Adatbank

A kulturális térségek szerepe a regionális fejlesztésben. 2001.

2. táblázat

A tizenkét legjelentősebb külföldi befektető ország Romániában 1998. júliusában					
	Ország	Befektetett tőke (ezer dollár)	A befektetett tőke aránya az összesen belül (%)	Cégek száma	Cégek számának aránya az összesen belül (%)
1	Hollandia	462 363,8	13,8	900	1,5
2	Németország	379 900,3	10,4	7554	12,8
3	Olaszország	274 336,6	8,2	6557	11,1
4	Egyesült Államok	267 765	8	2394	4,1
5	Franciaország	259 102,4	7,7	1761	3
6	Dél-Korea	234 040,6	7	46	0,1
7	Törökország	161 583,6	4,8	4791	8,4
8	Nagy-Britannia	152 976,5	4,6	801	1,4
9	Ausztria	151 947,8	1,5	1612	2,7
10	Luxemburg	130 443	3,9	120	0,2
11	Görögország	80 692,4	2,4	1526	2,6
12	Magyarország	74 340	2,2	2504	4,2

Forrás: Román Kereskedelmi Kamara, In: Novák Tamás: Távol Európától, Cégvezetés, 1999. január

3. táblázat

A részben vagy egészben külföldi tulajdonú cégek alapítás és jegyzett tőkéje Romániában (1990. december – 1999. szeptember)		
Év	Újonnan alapított cégek száma (db)	Jegyzett külföldi tőke (milliárd lej)
Összesen	69 244	37 975
1991	6232	9021
1992	12 203	1511,8
1993	10 811	2511,6
1994	11 544	5199
1995	3762	1302
1996	3990	6081,8

A részben vagy egészben külföldi tulajdonú cégek alapítása és jegyzett tőkéje Romániában (1990. december – 1999.szeptember)		
1997	5720	6053,8
1998	9176	3111,5
1999	5806	3182

Forrás: C.C.I.R.M.B., O.N.R.C. in: Piața Financiară, 1999. november. 88. o.

4. táblázat

A részben vagy egészben külföldi tulajdonú cégek alapítása és jegyzett tőkéje megyénként (1990. december – 1999.szeptember)						
Megye	Újjonnan alapított cégek száma		Jegyzett külföldi tőke		Ebből pénzbeli hozzájárulás	
	db	%	milliárd lej	%	millió dollár	%
Arad	1620	2,3	765,5	2,0	66,6	1,6
Bihar	1968	2,8	427,9	1,1	70,4	1,7
Brassó	1801	2,6	334,4	0,9	68,6	1,6
Kolozs	2859	4,1	769,6	2,0	77,9	1,9
Konstanca	2916	4,2	793,6	2,1	122,8	2,9
Temes	4160	6,0	2054,7	5,4	251,1	6,0
Bukarest	37 686	54,4	21 475,2	56,6	2251,4	54,1
Románia	69 244	100,0	37 975	100,0	4613,7	100,0

Forrás: C.C.I.R.M.B., O.N.R.C. in: Piața Financiară, 1999. november. 88. o.

Az elmúlt évek problémáit röviden tehát a következő módon összegezhetnénk:

- politikai feszültségek, melyek a gazdasági válsággal egy időben fejlődtek, korrupció, kormányzati botrányok, infrastruktúra;
- magas szintű infláció;
- jogalkotási folyamat lassú, jelentősen lelassult a privatizációval és a külföldi befektetésekkel kapcsolatos törvények, szabályozások kivitelezése;
- bankszektor átalakítása jelentős forrásokat emészt fel;
- a nagy, állami tulajdonban levő ipari vállalatok privatizációjának következtében rohamosan megnövekedett a munkanélküliek száma;
- az EU értékelése szerint a tíz társult tag közül Románia helyzete a legdrasztikusabb, mely egyrészt a derékba tört reformoknak köszönhető;

Erdélyi Magyar Adatbank

A kulturális térségek szerepe a regionális fejlesztésben. 2001.

- a folyó fizetési mérleg súlyosbodó deficitje;
- a kormány tagjai között egyre inkább csökken, vagy ha van is, alig érhető tetten a párbeszéd- és konszenzuskészség;
- egyetlen napi cél: a túlélés.

Ezek láttán természetesen mindannyiunkban felmerül a kérdés: ki lehet-e Romániát mozdítani a jelenlegi helyzetéből, képessé tehető-e arra, hogy sikeresen átalakuló országgá váljék? Ehhez egy valódi piacgazdaságra lenne szükség, ahol minden piaci szereplő érdekelt a hatékonyságban. Ennek megvalósítása keménykezü miniszterelnököt kíván, aki határozottan tudja véghezvinni elképzeléseit mindannyiunk és nem csupán önnön érdekében. Mindenesetre ezek a dolgok megmutatkoznak majd a különböző nemzetközi szervezetekkel való kapcsolatban és az Európai Unióhoz való közeledésben vagy éppen távolodásban is.

A csatlakozási tervekhez hűen, a kormány célul tűzte ki a külföldi tőkebeáramlások támogatását, felismerve annak különösen fontos hatását a teljesítmény növelésére, a gazdasági növekedésre, hiszen ha az ország fejlődését csupán a belső források biztosítanák, igencsak lassú fejlődés elébe néznénk. Ezáltal egy hatékony menedzsmentkonceptiót is meg lehet honosítani az országban, mely megfelel az európai standardoknak.

Az elkövetkezendő öt évben várhatóan a gazdaságpolitika a politikai ciklusokkal összhangban fog váltakozni, de a politikai kilengések szűkebbek lesznek, mint a múltban, mivel a kormányzat gazdaságra történő közvetlen befolyása csökken.

Egy külföldi befektető, talán jogosan gondolkodik el azon, hogy mi az, ami előnyt jelent számára egy kelet-közép-európai országban (mint pl. Románia) való befektetésben.

Ezek a komparatív előnyök a következők lennének:

- 23 millió belföldi fogyasztó, Közép-Európa második legnagyobb piaca;
- olyan fontos elágazó, amely 1000 km-es sugarú körzetben közel 200 millió fogyasztót ígér;
- hajózási előnyök a Fekete-tengertől az Északi-tengerig;
- egy relatív olcsó, szakképzett munkaerő;
- gazdag nyersanyagforrások, gazdag turisztikai potenciál;
- egy szabad piacra való belépést biztosító jogrendszer, mely nem diszkrimináns jellegű.

Míndezek mellett a külföldi befektetőknek joguk van különböző ingatlanokat, földet, állami értékpapírokat vásárolni, melyek hozamai az országból való profitkivonás alkalmával adómentesek. Joguk van minden olyan szervezeti formát létesíteni, amelyre egy belföldi befektető is jogosult, ugyanakkor különböző garanciális jogokkal is rendelkeznek. Segítségül szolgál nekik a Román Fejlesztési Ügynökség (ARD), amely segít a külföldi befektetőnek megtalálni a számára ideális partnert, tanácsokkal szolgál és konzultál a belső piacról, gazdasági trendekről, elemzéseket készít stb. Kapcsolatban áll számos belföldi és külföldi hasonló profilú szervezettel.

Míndezen elképzelések ellenére Románia helyzete – összehasonlítva a „visegrádi négyek” többi tagjával – negatívumokat mutat. A jövedelemadó szempontjából jobb vagy legalábbis hasonló a helyzetünk Csehországgal és Lengyelországgal, de rosszabb, mint Magyarországé.

A bevont külföldi tőke értékét tekintve, mindhárom ország: Lengyelország (30 milliárd USD), Magyarország (22,5 milliárd USD) és Csehország (14 milliárd USD) előttünk áll a rangsorban. Nálunk csupán 6,1 milliárd USD külföldi beruházás jutott.

A kulturális térségek szerepe a regionális fejlesztésben. 2001.

Annak érdekében, hogy ezt javítsuk, szükség van olyan határozatokra, amelyek szabad utat engednek a külföldi tőkének, és komparatív előnyöket biztosítanak a régió környező országaihoz képest. Szükség lenne olyan konferenciákra, kiállításokra, külföldi és belföldi képviselőkre, ahol a román és a külföldi befektetők megismerhetnék egymást. Ez természetesen csupán a keret lehetne. Fontos az infrastruktúra, az ország minőségének megfelelő szintje, a politikai stabilitás, a kereskedői kultúra megerteremtése. Azért is fontos a kultúra, mert a romániai társadalomban megfigyelhető egy bizonyos ütközése a különböző világlátásoknak, azaz a nacionalizmussal átítított mentalitás és a kérelhetetlen antinacionalista modernség sűrűlődése, mely a külföldi befektetőket számos esetben érintheti. (Andreescu, 1999)

A dolgozat hátralevő részében egy hipotetikus modellt szeretnék bemutatni. Ez egy viszonylag leegyszerűsített portfóliómodell, amely arra hivatott, hogy igazolja, mennyire labilis egy külföldi befektető számára a tőzsdei értékpapírokban való tőkebefektetés. Ez azért is meglepő, mert a diverzifikáció az egyik olyan eszköz, melynek segítségével a kockázat nem szisztematikus részét a minimálisra csökkenthetjük. Ez röviden annyit jelent, hogy az iparág és az illető értékpapír tulajdonságaiból fakadó ingadozásokat kiszűrjük. Természetesen így a befektetés még mindig nem teljesen kockázatmentes, hiszen ott van még a szisztematikus, nem diverzifikálható kockázati komponens is, amely a makroökonómiai tényezők piacra kivetített hatását mutatja.

Az általam kiválasztott befektető egy Európai Unió befektető, akit egyszerűen csak befektetőnek fogok nevezni, hiszen őt úgy választottam, hogy a kockázat elutasítási hajlam vizsgálatakor abból indultam ki, hogy nemzetiségéből, kultúrájából adódóan heurisztikusan feltételeztem a számára megfelelő kockázatelutasítási koefficiens értékét.

A portfólióba 10 olyan részvényt választottam, melyek a tőzsdén I. és II. kategóriások,

és erdélyi székhelyű vállalatok, tehát megpróbáltam egy viszonylag szűkebb régiót kiválasztani. Feltételeztem, hogy ez a tíz értékpapír alkotja a piaci portfóliót. Ezek hozamait 1999. június 15.–2000. február 14-ig vizsgáltam és feltételeztem, hogy ezek jól becsül a jövőben várható hozamokat is. Ez az intervallum azért is ilyen rövid, mert a hazai tőkepiac még fejlődőben van és rendkívül érzékeny. Ezek a részvények a következők: Allied Deals Elcond (Zilah), Azomureş (Marosvásárhely), Transilvania Bank (Kolozsvár), Rulmentul (Brassó), Terapia (Kolozsvár), Astra Vagoane (Arad), Panegrano (Kolozsvár), Prodvinenco (Kolozsvár), Sinteza (Nagyvárad), UAMT (Nagyvárad).

A valós piaci eredmények, valószínűleg az itt bemutatottaknál sokkal drasztikusabb képet festenek, merthogy a virtuális modell egy igencsak leegyszerűsített világot ábrázol. Azonban már az itt tapasztaltak is figyelemre méltóak.

A határportfóliók halmazát úgy állapítottam meg, hogy adott hozamhoz kerestem a minimális szórást. Ezeket a hozamokat 50% és 125% értékre vártam, mert a portfólió éves hozama 82,2% volt. A két hozam mellett két olyan portfóliót alkottam, amelyek a határportfóliók halmazán helyezkedtek el és ezek lehetséges kombinációi alkotják a határportfóliók halmazának egészét.

Feltételezve, hogy 181 napos kockázatmentes állampapírok hozama éves szinten 43%, és mivel ennek szórását nullának feltételeztem, a szóráshozam térben a nulla szórású és 43% hozamú pontból kiindulva határoztam meg a tőkepiaci egyenes egyenletét (meredekségét). Ennek a tőkepiaci egyenesnek a határportfóliók halmazának érintési pontjában határoztam meg azt a portfóliót, amely ezen a piacon a piaci portfóliót jelöli és egy haszonmaximalizáló befektető ennek és a kockázatmentes értékpapírnak a kombinációját alkalmazva érheti el a lehető legmagasabb hasznossági szintjét.

Erdélyi Magyar Adatbank

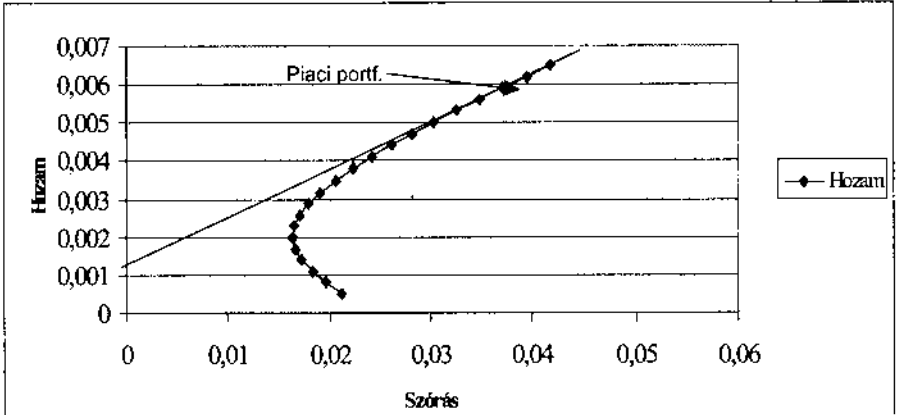
A kulturális térségek szerepe a regionális fejlesztésben. 2001.

Ez a piaci portfólió 145,7% várt éves hozamot produkált 57,8%-os szórás mellett. Ez azt jelenti, hogy a választott piac magas hozammal kecsegtet ugyan, de rendkívül magas szórás mellett. Végül a piaci portfólióra a 10 részvényre a következő súlyarányokat kaptam meg:

5. táblázat: Részvények súlya

ELCOND	AZO	TVL	RBR	TER	ASV	PAN	PRODVIN	STZ	UAM
-0,1473882	0,4542	0,018142	-0,0299	0,08838	0,32778	0,34105	0,15945	-0,25392	0,0422

1. ábra: Határportfóliók halmaza és az optimális portfólió



Mivel a tőzsdemozgás tükörképe lehetne a gazdaságnak, láthattuk, hogy napjainkban még igencsak kockázatos romániai portfólió-befektetéseket eszközölni.

Irodalomjegyzék

- Earle, John S. – Telegdy Ákos: *A romániai tömeges privatizációs program eredményei.* Közgazdasági Szemle, XLV. évf. 1998, május. 479–493 o.
Magyar Péter: *Jobb lét.* HVG, 1998, január 31. 42–44 o.
Lenkei Gábor: *A magyar tőke útja.* Cégvezetés, április, 115–117 o.
Gabriel Andreescu: *Nyugatosodás és tradicionalizmus.* Európai Szemmel, 1999, 3 szám. 52–59 o.
Novák Tamás: *Távol Európától.* Cégvezetés, 1999, január.