

Foglalkoztatottság, gazdasági növekedés és tőkepiac

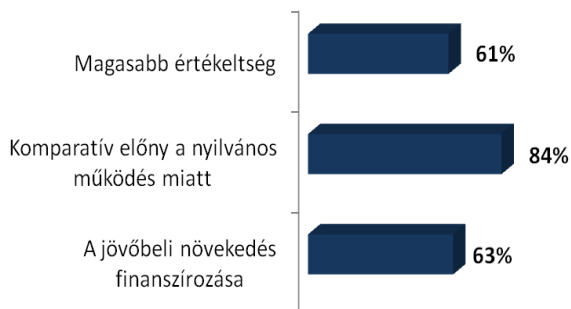
Jól működő gazdaság nem létezhet jól működő tőkepiac nélkül. Egy erős, a belső befektetői bázisra támaszkodó tőkepiac olyan stabil finanszírozási alapot képes teremteni a gazdaság számára, amely jelentősen javítja az ország ellenálló képességét a külső sokkokkal szemben, ennek a jelentősége pedig különösen felértékelődik a hitelforrások beszűkülésekor. A tőkepiaci forrásbevonás ugyanakkor a gazdaságpolitika egyik legfontosabb célkitűzésének, a munkahelyteremtésnek is a legfontosabb eszköze lehet, amit számos kutatás is egyértelműen alátámaszt. Éppen ezért az államnak is elemi érdeke, hogy használja a tőkepiaci eszközöket és a gazdasági élet szereplőit is ebbe az irányba terelje.

Nyilvános tőkebevonás előnyei a vállalatok számára

A közgazdasági elméletek hajlamosak a nyilvános részvénykibocsátást egy egyszerű tőkeallokációs kérdéssé egyszerűsíteni: ez pedig könnyen megválaszolható, ha tudjuk, hogy mekkora hozamot várnak el a befektetők egy részvénytől, amit össze lehet vetni a hitelfinanszírozás költségeivel. A valóságban azonban a nyilvános tőkepiacra lépés nem szimpla finanszírozási kérdés, amit az ad hoc pénzügyi környezet alapján kell eldönteni, hanem alapvetően stratégiai lépés. Nyilvánvaló, hogy egy cég növekedése idegen forrásból korlátok közé van szorítva, így egy bizonyos ponton minden vállalat életében eljön a pillanat, hogy saját forrást (equity-t, azaz részvénytőkét) is bevonjon. **A nyilvános részvénytőke bevonással** – az equity finanszírozás más alapvető formáival (private equity, stratégiai befektető) ellentétben – **a társaság, illetve a tulajdonos megteremti az önálló növekedés alapjait**, lehetővé teszi, hogy a cégtulajdonos kompromisszumok nélkül megvalósíthassa elképzeléseit.

Többek között ezt támasztja alá egy cégvezetők körében végzett kutatás is, amelyet az Egyesült Államok Pénzügyminisztériuma alatt működő IPO Task Force bonyolított le 2011-ben. A kérdőívről egyrészt azoknak a cégeknek a céljait mérték fel, akik első nyilvános részvénykibocsátásuk (IPO) előtt álltak, másrészt azoknak a tapasztalatait, akik már túl voltak a részvénykibocsátáson.

Az IPO előtt álló cégek vezetőinek céljai a nyilvános részvénykibocsátással



Az IPO után lévő cégek vezetőinek tapasztalatai a részvénykibocsátás nyújtotta előnyökről



Forrás: US Treasury IPO Task Force, 2011

Mindkét esetben fontosnak bizonyult a forrásbevonás, a mérleg stabilabbá tétele, azonban szintén mindkét esetben megjelentek nagyon fontos járulékos hatások is: **a nyilvánosan működő társaságokat magasabbra értékelik a piacon, növekszik a céggel szembeni üzleti bizalom, így a tőkepiaci jelenlét a márka-építés és -erősítés egyik fontos eszközévé is válik.** Ezen túlmenően a nyilvánosan kibocsátott részvényeket a társaság fontos csereeszközként használhatja későbbi akvizíciók lebonyolításánál.

Nyilvános tőkebevonás és foglalkoztatottság

Az eddig felsorolt előnyök vállalati, mikro szinten jelentkeznek, de makrogazdasági hatásuk nagyon látványos, ugyanis a nyilvános részvénykibocsátások útján növekedő társaságok kulcsszerepet

játszanak a nagyobb foglalkoztatottság és a gazdasági növekedés elérése érdekében tett erőfeszítésekben. Erre a tényre hívta fel a figyelmet a 2013 nyarán megjelent OECD tanulmány is (Weild, Kim, Newport: „Making Stock Markets Work to Support Economic Growth”), amely szerint az USA-ban önmagában a cégek nyilvános tőkepiaci finanszírozás felé terelésével akár 10-20 millió fővel is emelhető lenne középtávon a foglalkoztatottak száma.

Az IPO piac válsága az USA-ban és ennek következményei a munkaerőpiacra

Az USA-ban a 2000-es évek végére az IPO piac válságba került. Míg a 90-es évek közepén még évente átlagosan több mint 500 cég lépett nyilvános részvénykibocsátással a piacra, addig ez a szám 2012-re alig haladta meg a százat. Mindemellett az IPO-t választó cégek összetételében is komoly változás következett be: míg a 90-es években a piacra lépő cégek 80 százaléka 50 millió dollárnál kevesebb tőkét vont be, azaz kis- és közepes méretű cég volt, addig másfél évtized múlva ezek aránya alig több mint 10 százalékra csökkent.

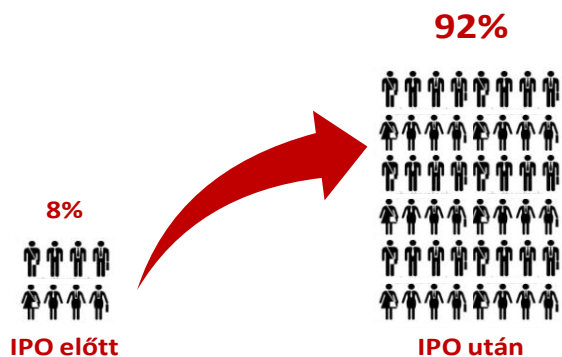
Ez az átrendeződés komolyan veszélyezteti az amerikai gazdaság teljesítőképességét, ezért jött létre a korábban már idézett IPO Task Force az USA Pénzügyminisztérium megbízásából, és ennek köszönhető többek között a 2012-es JOBS Act törvény megalkotása is.

Az OECD-vel hasonló következtetésre jutott az amerikai Grant Thornton elemző cég is 2009-ben: becslése szerint az USA foglalkoztatottjainak száma több mint 20 millió fővel lenne magasabb, ha a cégek ugyanolyan arányban használnák ma is a nyilvános részvénykibocsátást tőkebevonásra, mint a 90-es években. E szám értelmezéséhez elég annyi, ha tudjuk, hogy 2011-ben az amerikai munkanélküliek száma mintegy 25 millió fő volt a U.S. Labor Department szerint.

Az IPO-k száma és a foglalkoztatottság közti kapcsolatot az is mutatja, hogy miközben a 70-es, 80-as és 90-es években, egy jól működő IPO piac mellett az egy évtized alatti nettó foglalkoztatotti létszám bővülése átlagosan megközelítette a 20 millió főt, addig ez a szám a 2000-es évekre 5 millió főre csökkent az IPO piac válságával párhuzamosan.

Miért ilyen magas ez a szám? A magukat nyilvános részvénykibocsátással finanszírozó cégek munkaerő-piaci szerepvállalása ugyanis arányaiban is jóval erőteljesebb, mint a más finanszírozást választó cégek szerepe. A korábban már idézett vezérigazgatói felmérés alapján az IPO-t követően a cégek 86 százalékkal növelték a munkavállalói létszámot. Ezzel összecseng a szintén amerikai IHS Global Insight statisztikája, miszerint **a foglalkoztatottak száma az IPO-t követően átlagosan 92 százalékkal emelkedett, sokkal nagyobb mértékben, mint az IPO-t nem alkalmazó vállalatok esetében.**

Az alkalmazotti létszám emelkedése az IPO-t végrehajtó cégeknél



Forrás: IHS Global Insight

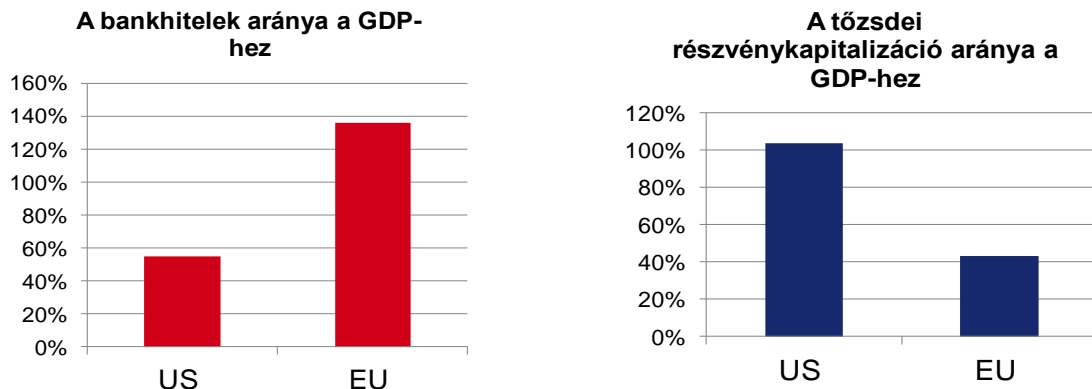
A munkahelyteremtés emellett multiplikátor hatású is, hiszen ezeknél a gyorsan növekedő cégeknél nagyobb arányban foglalkoztatnak magasabb jövedelmű szakembereket, akik költséikkel újabb munkahelyeket teremtenek. A kaliforniai Berkeley Egyetem professzora, Enrico Moretti tanulmánya szerint (Moretti: The New Geography of Jobs, 2013) az új, feltörekvő cégek alkalmazotti létszám gyarapodása ötszörös növekedést hoz a környezet munkaerőpiacán az őket kiszolgáló orvosok, tanárok, kereskedők stb. számának emelkedése miatt.

Könnyen belátható, hogy mindezt a nyilvános tőkebevonás által finanszírozott független cégnövekedés teszi lehetővé. A jól működő IPO piac hiányában a finanszírozási szükségletek leküzdése érdekében előtérbe kerülnek az M&A tranzakciók, a cégfelvásárlások, összeolvadások. Ez volt megfigyelhető a tengerentúlon is, ahol a 90-es évek elején még a finanszírozási tranzakciók

számát tekintve kb. 5-ször annyi IPO volt, mint M&A tranzakció, míg a 2000-es évek végére már utóbbiból volt tízszer több mint nyilvános tőkebevonásból. Ilyen esetekben az összeolvadó cégek hatékonyságnövelése szinte minden esetben az alkalmazotti létszám korlátozott növekedésében, vagy sokkal inkább csökkenésében mutatkozik meg.

A tőkepiac és a gazdaság finanszírozása

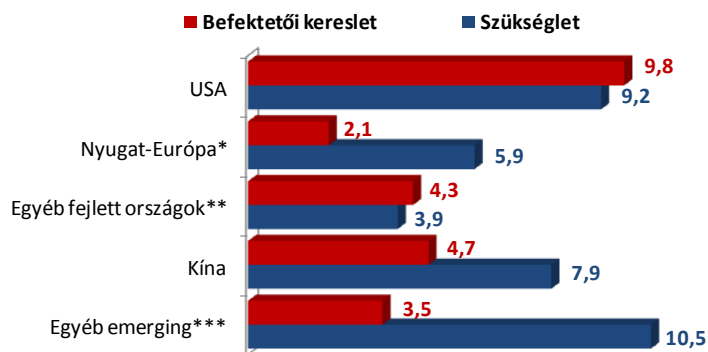
A munkahelyteremtésben betöltött nélkülözhetetlen szerepe mellett a tőkepiac legnagyobb értéke a gazdasági növekedés finanszírozásán keresztül mutatkozik meg. Ez különösen súlyos kérdéssé vált a kontinentális Európában, ahol sokkal inkább támaszkodott a gazdaság a banki hitelfinanszírozásra, mint az angolszász világban, ahol elsősorban nyilvános tőkepiaci tranzakciókkal, részvénykibocsátásokon keresztül finanszírozták magukat a cégek.



Forrás: The Changing Landscape of Financial Markets of USA, Europe and Japan, 2013

Korábban ugyan nem igazán tudták kimutatni, vajon mennyiben köszönhető az amerikai gazdaság dinamikusabb növekedése a finanszírozási rendszerek közti különbségeknek, de az elmúlt évek pénzügyi válsága alapján egyre több szakértő ért egyet azzal, hogy **az Európánál gyorsabb amerikai talpra állás és rugalmasabb alkalmazkodás nagyban betudható a finanszírozási szerkezetnek is.** Talán ezért indult meg az Unióban is a legmagasabb szinten a közös gondolkodás arról, hogy miként lehetne a nyilvános értékpapírpiac szerepét erősíteni, különös tekintettel a KKV szektorba tartozó vállalatok körében.

Az equity típusú tőke iránti szükséglet és a rendelkezésre álló befektetendő tőke a 2010-2020 közti időszakban (ezer milliárd USD)



*- Franciaország, Németország, Olaszország, Spanyolország, UK

** - Kanada, Ausztrália, Japán, Dél-Korea

*** - Indonézia, Brazília, India, Oroszország, Mexikó, Törökország, Dél-Afrika

Forrás: McKinsey Global Institute, 2011

Azért is szükség van erre, mert a McKinsey Global Institute elemzése alapján a 2010-2020 közötti időszakban a fejlett európai gazdaságok komoly tőkehiánnyal fognak küzdeni, aminek mértéke elérheti a 3 ezer milliárd dollárt. Ez elsősorban annak tudható be, hogy az angolszász országokhoz képest jóval alacsonyabb a részvényvásárlási hajlandóság, ami az intézményi befektetők portfólió szerkezetében is megmutatkozik, miközben a vállalatok tőkeszükséglete dinamikusan növekszik majd.

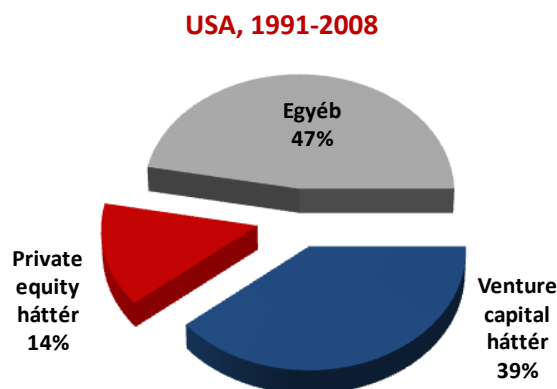
Aggasztó ugyanakkor, hogy Európa fejlettebb területei mellett a feltörekvő, emerging országok is komoly finanszírozási problémával szembesülnek a közeljövőben. Bár a fenti összevetés a mi régiókat nem tartalmazza, könnyen belátható, hogy **a globálisan jelentkező tőkehiány Magyarországot sem hagyja érintetlenül**, így kulcskérdés, hogy a tanulságokat levonva mihamarabb a megfelelő válaszokat adjuk a közelgő kihívásokra.

A nyilvános részvénykibocsátás lehetősége a KKV szektor számára is elérhető

Az elmúlt évtizedben beépült a köztudatba az a hiedelem, hogy a nyilvános tőkebevonás a nagy cégek kiváltsága. Ezt alapjaiban cáfolja, hogy az Egyesült Államokban a 90-es években csúcson lévő IPO piacon is KKV szektorból származott a kibocsátók 80 százaléka. (Kevesen gondolnák, de a 70-es években a ma már cégóriás Intel is kevesebb, mint 7 millió dolláros tranzakcióval lépett a tőkepiacra.) Erre erősít rá az Európai Tőzsdeszövetség (FESE) statisztikája is, amely szerint a szövetségbe tartozó 23 tőzsdén jegyzett, több mint 9000 részvénytársaságból majdnem 8000 kis és közepes méretű vállalat.

A nyilvános tőkepiaci finanszírozás a fiatal, de nagy növekedési potenciál előtt álló cégek számára is alternatívát tud nyújtani más finanszírozási formák, pl. a kockázati tőke mellett. Ugyanakkor nem elsősorban versenytársa a kockázati tőkefinanszírozásnak, sokkal inkább egymásra épül e két forma, amit mi sem bizonyít jobban, mint az, hogy az USA-ban az 1991-2008 közötti időszakban a tőzsdére lépő cégek több mint 50 százaléka mögött valamilyen kockázati tőkebefektető állt (elsősorban venture capital, kisebb részben private equity).

Az IPO-t végrehajtó cégek finanszírozási háttere



Forrás: Capital Markets Advisory Partners, 2009

A kockázati tőke és a tőkepiaci finanszírozás egymásra utaltságát bizonyítják az Amerikai Kockázati Tőke Szövetség (National Venture Capital Association - NVCA) adatai is. Az NVCA a venture capital szektor fejlődésének motorját az IPO piac fejlesztésében látja, felismerve, hogy **ha gyenge a tőkepiac felvevő képessége, akkor a kockázati tőke kiszállási (exit) lehetőségei is jelentősen szűkülnek, és romlik a cégek értékeltsége**. Az IPO piac visszaesése az NVCA statisztikái szerint a tengerentúlon azt eredményezte, hogy a kockázati tőke társaságok átlagos befektetési futamideje az 1998-as 4,5 évről 2008-ra 9,6 évre emelkedett. Ez a duplázódás pedig azt jelenti, hogy ugyanakkora tőke csak fele olyan hatékonysággal segíti a gazdaság növekedését.

A kínálat adott – a Jeremie-program kifutása

Magyarország az elmúlt években komoly erőfeszítéseket tett annak érdekében, hogy a feltörekvő cégek számára elérhetővé tegye a kockázati tőkét. A Jeremie-program jelenleg is folyik és már eddig is több tucat cég számára teremtette meg a növekedés lehetőségét. Ezek a kezdeményezések nemzetgazdasági céljukat – úgymint a gazdasági növekedés ösztönzése és a munkahelyteremtés – csak akkor tudják hatékonyan elérni, ha a programból kilépő cégek évek múlva hazai, vagy akár multinacionális nagyvállalatokká válnak, és tevékenységükkel a hazai gazdaságot gyarapítják, a hazai foglalkoztatottságot növelik.

A siker fokmérője nem lehet az, hogy hány Jeremie alap exit történik majd meg külföldi stratégiai befektetőknek történő értékesítéssel. Ez persze mikroszinten pozitív eredmény mind a kockázati tőkealapnak, mind a cég tulajdonosainak, de a makrogazdaság ebből keveset profitál, hiszen egy külföldi cégbe való beolvadással a társaság hazai munkahelyteremtő képessége jelentősen lecsökken, sőt, sok esetben csak a tudást, a know-how-t exportáljuk.

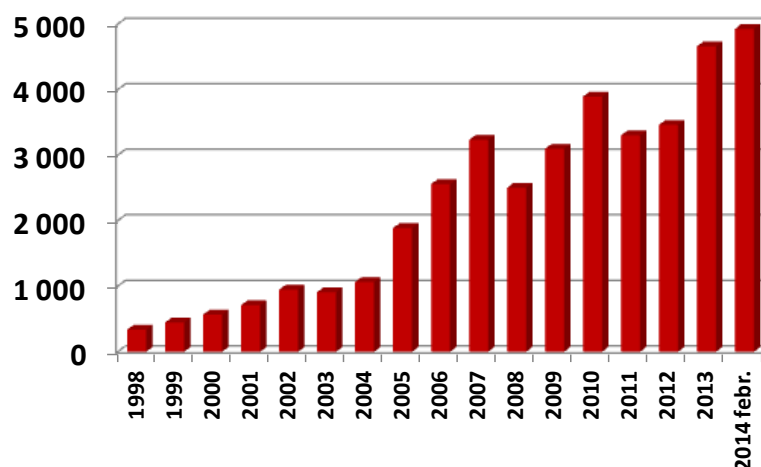
Ezzel szemben egy független, magyarországi cégközpontból irányított társaság azon túl, hogy a magasabban kvalifikált és magasabb jövedelmű foglalkoztatottak számát is növeli, még egyéb költségeiben is (pl. vállalati társadalmi felelősségvállalás – CSR) sokkal inkább kötődik az országhoz. **Nem véletlen, hogy az országban működő cégek közül a magyar központtal, anyavállalati irányítás nélküli nagy tőzsdéi cégek állnak a CSR költség tekintetében is az élen.** Éppen ezért az államnak érdekében áll ezeket a cégeket olyan finanszírozási formák felé terelni, ahol az önálló növekedés feltételei nem csorbulnak. Ez a forma pedig a nyilvános tőkepiaci finanszírozás.

A nagy álom: Hazai tőkéből finanszírozott gazdaság

Bármilyen komoly lehetőség is van a hazai feltörekvő KKV szektorban, nyilvános részvénykibocsátással csak akkor lehet tőkét biztosítani ezeknek a vállalatoknak, ha erre a befektetői oldalon is megfelelő potenciál létezik. A közepes és kis kapitalizációjú cégek számára a legfontosabb potenciális befektetői kört a magánbefektetők alkotják. Ezt bizonyítja az a 2013-as amerikai statisztika is, mely szerint míg a nagy, legalább 750 millió dollár piaci tőkeértékkel rendelkező cégeknél a befektetők 83 százaléka intézményi befektető, addig az ennél kisebb méretű cégeknél 69 százalékos a magánbefektetők aránya. Éppen ezért a legfontosabb kérdés, vajon rendelkezik-e megfelelő tőkeerővel a hazai lakosság.

Ennek igazolásához elegendő egy pillantást vetni a hazai befektetési alapokban kezelt ügyfélvagyon alakulására.

A magyarországi befektetési alapok által kezelt vagyon (mrd HUF)



Forrás: MNB

A rekordszintű, 5000 milliárd forintra felduzzadt befektetési alap állomány mutatja, hogy a hazai befektetők kellően erős bázisát nyújthatják a hazai vállalati szektor növekedésének (összehasonlításképpen, a BÉT teljes részvénypiaci kapitalizációja 2014 márciusában 4000 milliárd forint volt). A hazai megtakarítások legnagyobb része ma persze még nem részvényekben, hanem sokkal inkább hitelpapírokban, illetve betét típusú eszközökben van. Az elmúlt időszak látványos állománynövekedése nem kismértékben éppen a nagyon kedvező kötvénypiaci hozamoknak volt köszönhető, amit elsősorban a folyamatosan csökkenő forint kamatpálya tett lehetővé.

A tartósan alacsony kamatszint ugyanakkor már nem kecsegtet jelentős hozamokkal, és törvényszerű, hogy emiatt a befektetők egyre nagyobb arányban néznek alternatív befektetési eszközök után. **Fontos, hogy ennek a körnek a hazai gazdaság is megfelelő alternatívát nyújtson, mert nem lehetnek illúzióink, hogy ellenkező esetben jelentős hazai tőke fogja más országok befektetési lehetőségeit gazdagítani.** Egy dinamikusan növekedő IPO piac, ahol magasabb hozammal kecsegtető hazai feltörekvő vállalatok gyűjtik a forrást, kiváló eszköze lehetne a hitelpapíroktól elforduló tőke itthon tartásának.

Tennivalók

Magyarországon mind a befektetői oldal, mind a tőkét kereső vállalati oldal adott egy jól működő nyilvános tőkepiac megteremtéséhez. A feladat, hogy e két oldal egymásra találását segítse a közvetítő rendszer, ugyanakkor a külföldi példák is igazolják, hogy ez nem lehetséges kormányzati közreműködés, támogatás nélkül. Az Egyesült Államokban ennek eredményeképp fogadták el a JOBS Act-et, az Európai Unióban már évek óta folyik a közös gondolkodás, hogyan lehet szabályozói eszközökkel is segíteni a nyilvános tőkepiaci forrásbevonást, és nem utolsósorban Lengyelország látványos tőkepiaci fejlődése sem történhetett volna meg szisztematikus állami építkezés nélkül.

Mindhárom említett példában közös, hogy az állami szerepvállalás fő fókusza a közepes és kis vállalatok tőkepiacra lépésének támogatása, az elmúlt évtizedben ugyanis bebizonyosodott, hogy ez a szektor speciális feltételrendszert igényel. Ennek megfelelően **Magyarországon is a legnagyobb hangsúlyt a KKV szektor tőkepiac felé terelése kell, hogy kapjon speciális szabályrendszerrel, pénzügyi ösztönzőkkel.**

A nemzetközi példák rávilágítanak, hogy a hazai értékpapírpiac valóban nélkülözhetetlen a gazdaság számára. Egyértelműen látszik, hogy az értékpapírpiac értéket teremt mind a munkahelyteremtés, mind a gazdasági függetlenség erősítéséért folytatott küzdelemben, ha a gazdaságpolitika a tőkepiac használata felé tereli a gazdasági élet szereplőit. A gazdaságpolitika közeli feladata kell legyen, hogy mind a vállalati szektorban meglévő finanszírozási igény, mind a befektetői oldalon meglévő finanszírozási potenciál magyar tőkepiacon keresztül egymásra találását elősegítse az összes rendelkezésére álló eszközzel.