

A tőzsde és a félkarú óriás – avagy miért értékes az értékpapírpiac?

A tőzsde fejlesztése nemzetgazdasági szempontból kiemelt fontossággal bír az Egyesült Államokban (is) – erről beszélt néhány hete egy budapesti konferencián az amerikai NASDAQ tőzsde korábbi alelnöke, David Weild. Vajon miért foglalkoznak a világ legnagyobb gazdaságának irányítói a világ első számú tőkepiacának fejlesztésével? És vajon miért nevezik a tengerentúlon néhány éve elfogadott, a tőkepiac működését segítő törvénycsomagot JOBS (azaz MUNKAHELYEK) Act-nek? A válasz mindkét kérdésre ugyanaz: mert a tőkepiac, a tőzsde egészséges működése hozzájárul a munkahelyteremtéshez és nélkülözhetetlen a gazdasági növekedéshez.

Amennyiben elfogadjuk Kossuth Lajos örökérvényű mondását az iparról, ami nélkül a nemzet „félkarú óriás”, akkor azt is bizton állíthatjuk, hogy a tőkepiac nélkül viszont az ország csak „fél lábbon álló óriás”. Bármily sikeresek is a hitelpiac bővítésére tett erőfeszítések, egy kizárólag erre támaszkodó gazdaság nem tud stabil lábakon állni. Ezt a legutóbbi pénzügyi válság tökéletesen bemutatta, hiszen a tőkepiacra jobban építő USA gyorsabban ki tudott lépni a nehéz időszakból, szemben a tradicionálisan banki finanszírozásra támaszkodó EU-val. Nem véletlenül született meg célként az Európai Unió nemrég közzétett tőkepiac fejlesztési stratégiájában is a következő:

„A tőkepiacnak nagyobb teret kellene betöltenie a gazdaság finanszírozásában a fenntartható növekedés és a munkahelyteremtés érdekében”

Az Európai Bizottság Zöld könyve a tőkepiaci unióról

Felmerülhet természetesen a kérdés, mégis miért gondolják egyre többen, hogy nagyobb szerepet kellene szánni a tőkepiacnak? Miért nélkülözhetetlen kelléke ez a gazdaságnak?

Lassacskán nyugvópontra jut a közgazdászok közti több évtizedes vita, amely a körül forgott, hogy a banki finanszírozás által uralt gazdasági modell, vagy a tőkepiaci, elsősorban részvény finanszírozás uralta gazdasági modell segíti jobban a gazdaság működését. Ez kicsit lesarkítva az angolszász és az európai kontinentális modell összevetését jelenti. Míg az Egyesült Államokban a bankhitelek összállománya alig haladja meg a GDP 50 %-át, addig ugyanez az EU-ban közel 140 %. Ezzel szemben a tőkepiac súlyát jól jellemző tőzsdei részvény-kapitalizációnál éppen fordított a helyzet. Az EU 40 %-a áll szemben az USA több mint 100 %-ával.

Az elmúlt évek pénzügyi válsága egyre több támogatót szerzett az angolszász modellnek még a kontinentális modellben működő országokban is. Sokan ezen alapvető különbségből vezetik le, miért tudott sokkal rugalmasabban reagálni a pénzügyi válságból az Egyesült Államok és állt talpra sokkal gyorsabban. Talán ennek is köszönhető az Európai Unió új, elsődleges prioritású projektje, a Tőkepiaci Unió is, amely éppen azt tűzte ki zászlajára, hogy megerősíti ez európai tőkepiacot és azt elérhetőbbé teszi a közepes- és kisvállalatok számára is.

A tőkepiac fejlettsége és a gazdaság növekedési potenciálja között egyértelmű kapcsolat van, amelynek mértékére egy friss, 2014-es német tanulmány is rávilágított¹. A tanulmány kiemelte, hogy egy mélyebb értékpapírpiac magasabb egyensúlyi növekedést tesz lehetővé a gazdaság számára. Egy elméleti példán keresztül számszerűsítve ezt, vettek egy olyan országot, ahol a tőzsdei részvény-kapitalizáció a GDP 50 százaléka, és a gazdaság hosszú távú növekedési üteme pedig 1,5%. Az elmúlt

¹ Christoph Kaserer – Marc Steffen Rapp: Capital Markets and Economic Growth: Long Term Trends and Policy Challenges, 2014 március

évtizedek adatait feldolgozva arra jutottak, hogy a tőzsdei részvény-kapitalizáció GDP-hez viszonyított súlyának 50 %-ról 80 %-ra emelésével a gazdaság hosszú távú növekedési üteme 1,5%-ról 2 %-ra emelhető.

A szoros pozitív kapcsolat mögött a legfontosabb mozgatórugó a tőkepiac, a kkv szektor, az innováció és a foglalkoztatottság kvartettjének szoros egymásra utaltsága. A kkv szektor megkerülhetetlenségéről már nagyon sokan sokféleképpen elmondták véleményüket. A vállalatok 90 százaléka ebbe a körbe tartozik, ők foglalkoztatják az aktív munkaképes emberek kétharmadát, és a GDP-hez való hozzájárulásuk is jelentős. Különösen igaz ez a start-up cégekre, amelyeknek többsége ugyan nem éri meg a felnőttkort, de ezen cégek folyamatos újrateremtődése a gazdaság motorja lehet, különös tekintettel a munkahelyteremtésre. Egy, az amerikai start-up paradicsomot, a Szilícium-völgyet vizsgáló tanulmány szerint egy technológia cégnél születő új állás további öt munkahelyet teremt a szolgáltató szektorban.

Azt sem nehéz belátni, hogy a kkv szektor az innováció motorja is, és nem csak a szűken vett start-up világot alapul véve. Ami ennél sokkal inkább újdonság értékű lehet, az a tőkepiac és a kkv szektor fejlettsége közti kapcsolat. Márpedig ezt nem nehéz belátni, ha megnézzük a kkv szektor finanszírozási szerkezetét. A kis, és főleg az induló, cégek alapvetően saját tőkére tudnak támaszkodni (a jól ismert három „F”, az angol friends – barátok, family – család és fools – bolondok), számottevő mértékű növekedést bankhitelből nem szoktak finanszírozni. Ezért jön itt a képbe az üzleti angyalok és a kockázati tőke szerepe (talán az egyik legszerencsétlenebb magyar megfelelőt sikerült megtalálni az angol „venture capital” fogalomra, hiszen az eredeti kifejezés sokkal inkább vállalkozói tőkét jelent, míg a magyarban a kockázathoz elég negatív asszociációk tartoznak). Ezzel pedig meg is érkeztünk a tőkepiaci finanszírozáshoz.

A vállalati pénzügyi tankönyvek a hagyományos cégfinanszírozási életciklus modelljében az induló cégek a rendelkezésre álló saját források elköltését követően az üzleti angyalokhoz, majd a kockázati tőke társaságokhoz fordulnak, akik a hitelekkel szemben a cég saját tőkéjéhez járulnak hozzá. Az ilyen befektetők általában 4-5 évnél tovább nem maradnak egy-egy cégnél, kiszállnak és továbbadják részesedésüket, hogy újabb induló társaságokat karoljanak fel. Ehhez a kiszálláshoz van szükség a nyilvános tőkepiacra, a tőzsdére, ahová már a fejlettség egy magasabb fokán jutnak el a vállalatok.

Bár sokan a tőzsdei cégeket a nagyvállalatokkal azonosítják, de ez a valóságtól nagyon távol áll. Az európai tőzsdén jegyzett mintegy 9000 cégből ugyanis közel 8000 a kkv szektorba tartozik, azaz a tőzsde minden cég számára nyitott. Ráadásul az elmúlt évek tendenciája azt mutatja, hogy a nyilvános finanszírozás iránti igény egyre korábbi fázisban jelentkezik a cégeknél is, amit az ún. crowdfunding platformok terjedése is mutat. Ez összefügg azzal is, hogy a 2000-es évekre jelentősen felgyorsult a vállalati növekedési életciklus. Míg múlt században átlagosan 20 évbe tellett egy cégnek, hogy elérje a milliárdos értéket, addig az utóbbi évtizedben ennél lényegesen kevesebb idő is elég volt ehhez a sztárcégeknek: A Google-nek 8, a Facebook-nak 6 év kellett ehhez, de például a Teslának már csak 4, míg a Waze-nek kevesebb, mint 2 év is elég volt. Emiatt a befektetők oldaláról is megjelent az igény, hogy egyre korábbi fázisban szálljanak be a cégekbe, mert különben lemaradhatnak a nagy növekedésről.

Ahhoz, hogy egy cég a finanszírozási cikluson zökkenőmentesen végig tudjon menni, a tőkepiaci lánc minden elemének jól kell működnie. A kockázati tőkéseknek nagy szükségük van a nyilvános tőzsdei piacokra, mert ezek nélkül jelentősen leszűkülnek a lehetőségek a továbbléésre, könnyen

beragadhatnak egy-egy társaságban. Márpedig ha az üzleti angyalok és kockázati tőketársaságok nem tudnak kiszállni a befektetésekből, akkor az egész értéklánc megszakad, és nem tudnak újabb start-upokba, feltörekvő cégekbe fektetni. Talán furcsán hangzik, de éppen erre mutatott példát az Egyesült Államok, ahol a 90-es évek végén kezdődő tőkepiaci szabályozási „cunami” nem szándékoltan ugyan, de jelentősen rombolta a tőzsdei forrásbevonási lehetőségeket.

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.

A tőzsdei kibocsátások visszaestek, különös tekintettel a kisebb cégek esetében. Ez továbbgyűrűzött a kockázati tőke piacra is, ahol a korábbi átlagos kb. 5 éves befektetési periódus 8-9 évre emelkedett 2007-re, ami 1991 óta a legmagasabb érték volt. A hosszabb tartási periódussal lényegesen lecsökkent az induló és feltörekvő vállalkozásokba fektethető tőke, aminek azzal együtt, hogy az IPO piac elérhetősége is beszűkült, súlyos következményei lettek az amerikai gazdaságra:

- Annak ellenére, hogy manapság szinte minden a start-up cégekről szól, a valóságban míg a 70-es években az összes amerikai cég mintegy 15 százaléka egy évnél fiatalabb volt (azaz start-up), addig a 2010-es évekre ez az arány 7-8 százalékra csökkent.
- Ezen cégek számának csökkenése drámaian visszavetette az amerikai munkaerőpiacot: míg a korábbi évtizedekben rendre mintegy 20 millió fővel bővült a foglalkoztatotti létszám, addig a 2000-es években már csupán 5 millióval, miközben mintegy 25 millió munkanélküli van az Egyesült Államokban.

Mindez szorosan kötődik az innovációs aktivitáshoz is. Azt ugyanis még a kontinentális modell hívei is elismerik (statisztikák is igazolják), hogy a cégek saját tőke ellátottsága és innovációs hajlandósága között erős korreláció van. A korábban már említett német tanulmány rávilágít arra is, hogy az EU-ban a leginnovatívabb cégek átlagos saját tőke ellátottsága 54 %-kal magasabb, mint a legkevésbé innovatív cégeké. A cégek sokkal bátrabban újítanak, ha annak forrása a részvénytőke, mint ha bankhitelből tennék.

Az érvelés lezárásaként pedig álljon itt egy látványos összevetés, ami megmutatja, hogyan változik a tőzsdére lépő cégek teljesítménye a tőzsdei kibocsátást követően. Több mint 1500 európai tőzsdei részvénykibocsátás során a társaságok nettó árbevétele a tőzsdére lépést megelőző évhez képest 85 %-kal emelkedett az IPO-t követő második évre, míg a mérlegfőösszeg 96 %-kal emelkedett ugyanebben az időszakban. Mindeközben ezen vállalatoknál a foglalkoztatottak létszáma 75 %-kal bővült.

Mindezek fényében egyáltalán nem meglepő, hogy a Magyar Nemzeti Bank is egyre nagyobb figyelmet akar fordítani a tőkepiac fejlesztésére és a részvénypiac megerősítésére. Magyarországon

ugyanis még a kontinentális Európához képest is jelentős az elmaradás a tőkepiac mélységében, hiszen a tőzsdei részvény-kapitalizáció nem éri el a GDP 15 százalékát (a régiós referenciaországnak tekinthető Lengyelországban ugyanez több mint 30 százalék). Mondhatjuk, hogy ez nagyon alacsony, de a dolgot pozitív oldaláról megközelítve inkább az az egyértelmű, milyen óriási potenciál van a gazdaság egésze számára a tőkepiac fejlesztésében. Ehhez pedig szinte minden adott, hiszen az EU Tőkepiaci Unió's törekvései jelentős pénzügyi erőforrásokat és szabályozási arzenált állítanak ugyanezen ügy szolgálatába, amelyekkel vétek lenne nem élni.

Az idő mindenesetre nem nekünk dolgozik, mert pl. egy McKinsey tanulmány szerint a 2010-2020 közötti időszakban több mint 12 ezer milliárd dollár hiány fog mutatkozni a részvénybefektetések terén globálisan: ennyivel több tőkére lenne szüksége a cégeknek, mint amennyit a befektetők várhatóan befektetnének (ebből csak Nyugat-Európában 3 ezer milliárd dollár jelentkezik). Így a részvénybefektetőkért folytatott verseny várhatóan kiéleződik. Ebben a versenyben Magyarországnak csak egy stabil és fejlett tőkepiaccal van esélye sikeresen szerepelni. Ellenkező esetben a hazai cégek komoly finanszírozási csatornáktól esnek el, ami kézenfekvő módon növeli annak az esélyét, hogy a magyar cégek még nagyobb számban külföldi stratégiai befektetők kezében fejezik be pályafutásukat. Azt pedig nem nehéz belátni, hogy az ország jobban járna, ha a legjobb magyar cégek megkapnák az esélyt, hogy önállóan növekedve maguk is multinacionális nagyvállalatokká nőjenek.