

KÜLFÖLDI TŐKEBEFEKTETÉSEK ERDÉLYI RÉGIÓNKBAN – „...TŰZOLTÓ LESZEK, S KATONA...”

(Foreign Direct Investments in Transylvania)

BALLA ANDREA

Külföldi tőkebefektetések régióinkban

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 eltökéltségét 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 az EU-ba való integrációra (Novák 1999a).

A pénzügyi stabilizáció megteremtését, a privatizáció illetve a szerkezeti átalakítás kivitelezését már az 1996-ban megválasztott kormány is célul tűzte ki. A reformcsomagban foglalt intézkedések megvalósítása lehetetlen volt, mert a programban egyértelműen a „mennyiségi 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 kormánynak nincsenek meg az orvosláshoz szükséges forrásai.

Ennek érdekében feszített törvényalkotási munkát tűzték 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 deviza jogszabályról, a bank-csődtörvényről, a jegybanktörvényről szóló törvények, rendelkezések.

Az új kormányzat különösen kiemelt jelentőséget tulajdonított a külföldi működőtőke beáramlásának, ezért mérvadó volt, hogy minél kedvezőbb környezetet alakítsanak ki az érkező tőke számára. Ennek ellenére az 1999-es költségvetés elfogadása előtt 1999 végéig felfüggesztették a külföldi befektetőknek felkínált kedvezmények lehetőségét.

Ilyen lehetőség volt pl. az, hogy a külföldi befektető a munkája megkezdéséhez szükséges gépek, berendezések és más természetbeni hozzájárulások tekintetében vámmentességet élvezett (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 működésük 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 privatizáció során a költségvetési bevételek növelésének szándéka, az állami vállalatok adósságaitól való megszabadulás és a cégek modernizálása volt a mérvadó, tehát az állami cégek magánkézben adására törekedtek. 1998-ban a külföldi befektetőkkel és különösen az EU-s befektetőkkel megkötött privatizációs szerződések száma jelentősen megnövekedett. Azonban a privatizáció egyre nehezkesebbé 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 túlkeresletesekkel: a vállalatok részvényeit arányosan szétosztja a részvényt jegyzők között. 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 vállalat vezetési 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. A befektetők támogatása nélkül a pénzügyi piacok kialakulása, azok ösztönzése igencsak nehezen valósítható meg. Az 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 vállalként működő kisvállalkozás – telepedett meg, összesen 1 millió dollárt meghaladó beruházással. Ugyanez a szám Kolozs megyében már 2,2 millió dollár 320 céggel. Erdélyben az összes külföldi-tőkebeáramlás mintegy 10%-a lehet magyar befektetés (Magyar 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 kereskedelmi társaságokat vásárol meg vagy alapít; mások termelési kapacitásukat igyekeznek növelni illetve kiegészíteni (pl. a Pannonplast Marosvásárhelyen, a MOL országszerte, a TVK Sepsiszentgyörgyön, a Győri Szeszgyár Gyulafehérvárott vagy a Zalakerámia). Romániában a befektetett magyar tőke meghaladja az 50 millió dollár értéket, és a tranzakciók számát tekintve is az élén 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 1998).

I. TÁBLÁZAT

*A privatizált vállalatok száma Romániában 1993 és 1998 júliusa között
(Number of Privatised Companies in Romania between 1993 and July 1998)*

	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.; Novák 1999a.

A puha költségvetési korlát és az irányított hitelek gyakorlata elodázta 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 megátolja a gazdaság kedvező pályára való állását, pl. 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 országgkockázatot, 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 országsoport viszonylatában az első helyet a OECD-hez tartozó országok tartják, őket követi az Európai Unió. A befektető országok között a befektetett tőke nagyság függvényében a sorrend: Hollandia, Németország, Olaszország, USA, Franciaország, Dél-Korea (2. táblázat).

A külföldi tőkét a következő iparágak vonzották különösebben: kereskedelem, autóipar, távközlés. A mezőgazdaság, infrastruktúra és elektronika voltak azok az iparágak, amelyek iránt a legcsekélyebb volt az érdeklődés.

2. TÁBLÁZAT

*A tizenkét legjelentősebb külföldi befektető ország Romániában 1998 júliusában
(The Twelve Most Important Foreign Direct Investor Countries
in Romania until July 1998)*

	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	Amerikai Egyesült Államok	267 765,0	8,0	2394	4,1
5	Franciaország	259 102,4	7,7	1761	3,0
6	Dél-Korea	234 040,6	7,0	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	130 443,0	3,9	120	0,2
11	Görögország	80 692,4	2,4	1526	2,6
12	Magyarország	74 340,0	2,2	2504	4,2

Forrás: Román Kereskedelmi Kamara; Novák 1999a.

3. TÁBLÁZAT

*A részben vagy egészben külföldi tulajdonú cégek alapítása és jegyzett tőkéje
Romániában (1990. december – 1999. szeptember)
(The Number of and Subscribed Capital in Foreign Companies and Joint Ventures
in Romania)*

Év	Újonnan alapított cégek száma (db)	Jegyzett külföldi tőke (milliárd lei)
1991	6 232	9021,0
1992	12 203	1511,8
1993	10 811	2511,6
1994	11 544	5199,0
1995	3 762	1302,0
1996	3 990	6081,8
1997	5 720	6053,8
1998	9 176	3111,5
1999	5 806	3182,0
<i>Összesen</i>	<i>69 244</i>	<i>37 975,0</i>

Forrás: C.C.I.R.M.B.; O.N.R.C.; Piata Financiară 1999. november 88. o.

4. TÁBLÁZAT

A részben vagy egészben külföldi tulajdonú cégek alapítása és jegyzett tőkéje
megyéenként (1990. december – 1999. szeptember)
(The Number of and Subscribed Capital in Foreign Companies and Joint Ventures
by Counties)

Megye	Újonnan alapított cégek száma		Jegyzett külföldi tőke		Ebből pénzbeli hozzájárulás	
	db	%	Mrd Lei	%	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
Constanta	2916	4,2	793,6	2,1	122,8	2,9
Temes	4160	6,0	2054,7	5,4	251,1	6,0
Bukarest	37686	54,4	21475,2	56,6	2251,4	54,1
Románia	69244	100,0	37975,0	100,0	4613,7	100,0

Forrás: C.C.I.R.M.B.; O.N.R.C.; Piata Financiară 1999. november 88. o.

Az elmúlt évek problémáit röviden tehát a következő módon összegezhetnénk:

- Politikai feszültségek, amelyek a gazdasági válsággal egy időben fejlődtek, korrupció, kormányzati botrányok, infrastruktúra hiányosságai;
- Magas szintű infláció;
- A jogalkotási folyamat lassú, jelentősen lelassult a privatizációval és a külföldi befektetésekkel kapcsolatos törvények, szabályozások kivitelezése;
- A 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 legkritikusabb, mely egyrészt a derékba tört reformoknak köszönhető;
- A folyó fizetési mérleg súlyosbodó deficitje;
- A kormány tagjai között egyre inkább csökken, vagy ha van is alig érhető tetten a párbeszéd és konszenzuskészség;
- Az egyetlen napi cél: a túlélés.

Ezek láttán természetesen mindannyiunkban felmerül a kérdés: Ki lehet-e Romániát mozdítani jelenlegi helyzetéből, képessé tehető-e arra, hogy sikeresen átalakuljon országgá váljék? Ehhez egy valódi piacgazdaságra lenne szükség, ahol minden piaci szereplő érdekelt a hatékonyságban. Ennek megvalósítása keménykezű 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 növelésre, a gazdasági növekedésre, hiszen ha az ország fejlődését csupán a belső források biztosítanák, igencsak lassú fejlődés elébe néznénk. Ezáltal egy hatékony

menedzsmentkoncepciót is meg lehet honosítani az országban, amely 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 közép-kelet-európai országban, mint pl. Románia való befektetésben.

Ezek a komparatív előnyök a következők lennének:

- 23 millió belföldi fogyasztó, Közép-Kelet-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,
- relatíve olcsó, szakképzett munkaerő,
- gazdag nyersanyagforrások, gazdag turisztikai potenciál,
- egy szabad piacra való belépést biztosító jogrendszer, amely nem diszkrimináns jellegű.

Mindezek 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, ugyanúgy különböző garanciális jogokkal is rendelkeznek.

Segítséget nyújt számukra a Román Fejlesztési Ügynökség (ARD), amely segít a külföldi befektetőnek, hogy az megtalálja 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.

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

A bevont külföldi tőke értékét tekintve mindhárom ország: Lengyel-, (30 Mrd USD), Magyar- (22,5 Mrd USD) és Csehország (14 Mrd USD) Románia előtt áll a rangsorban, ahol csupán 6,1 Mrd USD külföldi beruházás realizálódott.

Annak érdekében, hogy ezt javítsuk, szükség van olyan határozatokra, amelyek szabad utat engednek a külföldi tőkének, amelyek komparatív előnyöket biztosítanak a régió környező országaihoz képest. Szükség lenne olyan konferenciákra, kiállításokra, külföldi és belföldi képviseltekre, ahol a román és a külföldi befektetők megismerhetnék egymást. Ez természetesen csupán a keret lehetne. Fontos az infrastruktúra, az ország-minősítés megfelelő szintje, a politikai stabilitás, a kereskedői kultúra megteremtése. Azért is fontos a kultúra, mert a romániai társadalomban megfigyelhető a különböző világlátások ütközése, azaz a nacionalizmussal átítatott mentalitás és a kérlelhetetlen antinacionalista modernség súrlódása, amely a külföldi befektetőket számos esetben érintheti (Andreescu 1999).

A tanulmány hátralevő részében egy hipotetikus modellt szeretnénk 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 tulajdon-ságaiból 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 kivettített hatását mutatja.

Az általunk kiválasztott befektető egy Európai Unió befektető, akit egyszerűen csak befektetőnek fogunk nevezni, hiszen őt úgy választottunk, hogy a kockázat elutasítási hajlam vizsgálatakor abból indultunk ki, hogy nemzetiségéből, kultúrájából adódóan heurisztikusan feltételezzük a számára megfelelő kockázat elutasítási koefficiens értékét.

A portfólióba tíz olyan részvényt választottunk, melyek a tőzsdén I és II kategóriások, és erdélyi székhelyű vállalatok, tehát megpróbáltunk egy viszonylag szűkebb régiót kiválasztani. Feltételeztük, hogy ez a tíz értékpapír alkotja a piaci portfóliót. Hozamaikat 1999. június 15. és 2000. február 14. között vizsgáltuk, és feltételeztük, hogy jól becslik a jövőben várható hozamokat is. Ez az intervallum azért ilyen rövid, mert a hazai tőkepiac még fejlődőben van és rendkívül érzékeny.

A figyelembe vett részvények a következők: Allied Deals Elcond (Zilah), Azomures (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, mert a virtuális modell egy igen leegyszerűsített világot ábrázol. Azonban már az itt tapasztaltak is figyelemre méltóak.

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

Feltételezve, hogy a 181 napos kockázatmentes állampapírok hozama éves szinten 43%, és szórásuk nulla, ezért a nulla szórású és 43% hozamú pontból kiindulva határoztuk meg a tőkepiaci egyenes egyenletét (meredekségét).

Ennek a tőkepiaci egyenesnek a határportfóliók halmazának érintési pontjában határoztuk 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 szintet (1. ábra).

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

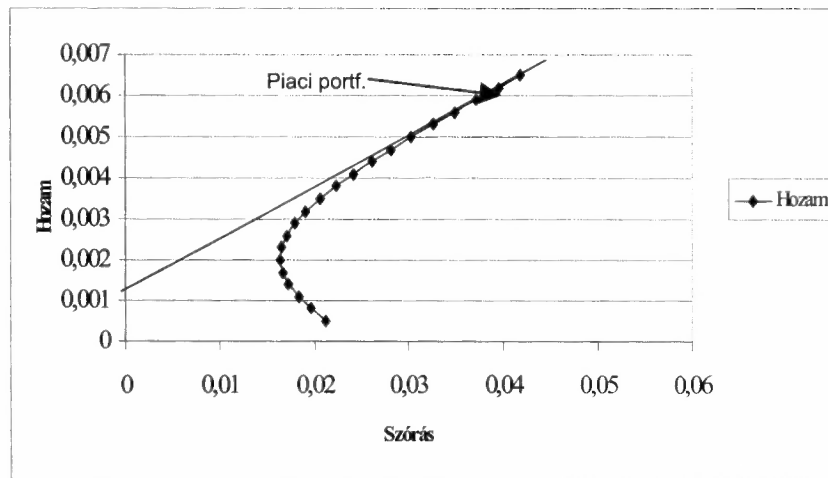
magas szórás mellett. Végül a kapott piaci portfolióra a tíz figyelembe vett részvény esetén a következő súlyarányokat kaptuk meg (5. táblázat):

5. TÁBLÁZAT
Részvények súlya
(Weight of the Shares)

ELCOND	AZO	TVL	RBR	TER	ASV	PAN	PRODVIN	STZ	UAM
-0,14738	0,4542	0,0181	-0,0299	0,08838	0,32778	0,34105	0,15945	-0,25392	0,0422

Forrás: Saját számítás.

1. ÁBRA
Határportfóliók halmaza és az optimális portfólió
(The Set of Marginal Portfolios and the Best Portfolio)



Forrás: Saját számítás.

Mivel a tőzsde-mozgás a gazdaság tükörképe lehetne, láthatjuk, hogy napjainkban még igencsak kockázatos romániai portfólió befektetéseket eszközölni.

Irodalom

- Andreescu, G. (1999) Nyugatosodás és tradicionalizmus. – *Európai Szemmel*. 3. 52–59. o.
Earle, J.S.–Telegdy Á. (1998) A romániai tömeges privatizációs program eredményei. – *Közgazdasági Szemle*. 5. 479–493. o.
Lenkei G. (1998) A magyar tőke útja. – *Cégvezetés*. Április. 115–117. o.
Magyar P.(1998) Jobb lét. – *HVG*. Január 31. 42–44. o.
Novák T. (1999a) Távol Európától. Elszalasztott román esélyek. – *Cégvezetés*. 1. 135–141. o.
Novák T. (1999b) Románia gazdasági helyzete 1999 kora tavaszán. – *Kihívások*. 115. Budapest, MTA Világgazdaság Kutató Intézet. 1–12. o.

FOREIGN DIRECT INVESTMENTS IN TRANSYLVANIA

ANDREA BALLA

Economists state that from the revolution Romania is in a continuous crisis both in economic and political terms. In the years past, the stop-go type economic policy shocked the economy again and again, the reforms remained slow or even unrealized. Contrary to all expectation the new government came to power in 1996 and was unable to accelerate the transformation.

The amount of the foreign investments to Romania is still one of the lowest in the region. However by the means of a consistent and reliable environment it is possible to attract the foreign investors who can promote the economic development.

In my lecture I will show the pattern of the investments from the European Union in Central-Eastern Europe, what were the causes of the success and the weaknesses of the different countries.

Finally, I will show a portfolio model, to determine the optimal portfolio for a potential investor in Romania, if he or she would concentrate on the region of Transylvania.

The new capital is really important not only because it would create jobs and encourage economic growth but also it would support the integration policy into the EU.