

Torzulások a pénzügyi piacok által vezérelt beruházási rendszerben

Bélyácz Iván¹ – Daubner Katalin²

ÖSSZEFOGLALÁS: Az elmúlt néhány évtized során mélyreható változások következtek be a fejlett gazdaságok pénzügyi szektorában, és ez különösen vonatkozik az amerikai pénzgazdaságra. A tanulmány e fejlődési folyamat azon aspektusaival foglalkozik, amelyek szorosan kötődnek a beruházási rendszerben kialakuló torzulásokhoz. A gondolatmenet a részvénytulajdonosi érték maximalizációjából indul ki, ami ideológiai alapja volt a reálgazdaság és a pénzügyi szektor közötti szakadásnak. A tanulmány sokoldalúan elemzi a pénzügyi piacok hatását a befektetési magatartásra, a reáltőke beruházások visszaszorulására, az érték kivonás hátrányos következményeire, s a részvény-visszavásárlás káros hatásaira. Mindaddig, amíg a vállalati tőkeköltség és a minimálisan elvárt megtérülés közötti rés nem szűkül, addig a reáltőke beruházások pozíciója nem fog javulni.

KULCSSZAVAK: Befektetés, Pénzügyi piacok, Részvényesi érték maximalizáció, Beruházási magatartás

JEL-KÓDOK: E38, G12, G21, G35, N20, P10

DOI: https://doi.org/10.35551/PFQ_2024_2_1

Bevezetés

A fejlett és feltörekvő kapitalista gazdaságokban mélyreható változások mentek végbe az utóbbi több mint három évtizedben. A legfontosabb szerkezeti változás eredményeként a pénzgazdaság elszakadt a reálgazdaságtól, és az előző fokozatosan uralmi pozícióba került. A kapitalista gazdasági fejlődés eme új szakaszát pénzmenedzseri kapitalizmusnak nevezték el az azt kritikusan vizsgáló elemzők, mint Minsky (1992, 1996); Wray (2009); Sweezy (1994). Ezt a mélyreható strukturális átalakulást kételkedés és kritika kísérte, és kérdések özöne fogalmazódott meg az utóbbi évtizedekben.

A pénzgazdaság uralkodó szerepének tulajdonították a termelő beruházások viszonylagos háttérbe szorulását, a gazdaságok növekvő válsághajlamát, törékenységük fokozódását. Az új fejlődési szakaszban a befektetői cél nem is az új érték

1 Bélyácz Iván, professor emeritus, Pécsi Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi Kar, a Magyar Tudományos Akadémia rendes tagja

2 Daubner Katalin, egyetemi docens, kandidátus

teremtése lett, hanem a befektetési portfólió megtérülési rátájának maximalizálása. Ennek következtében a forrásallokációt a tőkeköltség helyett a minimálisan elvárt megtérülési ráta szabta meg (Sen, 2020; Ehret, 2014; Bernstein, 1998).

A termelő beruházások relatív jelentőségének csökkenése oda vezetett, hogy a reál-gazdasági értékteremtés, és ennek eszközeként a casflow generálás jelentősége csökkent, és előtérbe került a vállalati értékkivonás, és az értékelés lett a meghatározó.

A pénzgazdaság uralkodó helyzetét erősítette a pénzügyi piacokon kibontakozó finanszírozás, az értékpapírosítás, a saját részvények visszavásárlása, a széleskörű spekuláció térhódítása. A rövid távú megtérülést preferáló vállalati orientáció, a likviditási mítosz túlhajtása buborék kialakulásához, ármanipulációhoz, a pénzügyi piaci ár hitelességének megkérdőjelezéséhez, a piacok torzulásához, kreatív mérlegképzéshez vezetett. Krein (2018, 2021) joggal állapíthatja meg, hogy értékteremtő gazdaságokból – a járadékvadászok aktív részvételével – *értékkivonó gazdaságok lettek*.

Természetesen kereshető magyarázat arra, hogy a gazdaságok pénzügyi szektorának miért a reáltőke beruházás lett az áldozata. A nemzetközi gazdaságban végbenem globalizáció lehetséges oka volt a reálberuházások esélycsökkenésének. Már az átlagos forrásigényű beruházások, de a megaprojektek nagy hosszú távú kockázatot hordoznak, és gyakran igen nagy a termelő beruházás kudarcától való félelem. A globalizáció megnövelte a kihívást a gazdaságok belső költség szintjével és produktivitásával kapcsolatban. A technikai-technológiai fejlődés nyomán átstrukturálódtak az ágazati beruházási igények, a mai idők vezető ágazatai nem igényelnek megaprojekteket, a hightech iparok nem beruházásigényesek. Ezekkel az érvekkel együtt is a reálberuházási projektek sorsa az outsourcing és offshorizálódás lesz, s a források egyre kisebb hányadát fektetik be termelő beruházásokba.

A kapitalizmus fejlődési szakaszai a pénzügyi szektor súlya alapján

Minsky (1986, 1990, 1993) több művében is foglalkozott a kapitalizmus fejlődésének szakaszolásával. Ő az Egyesült Államok kapitalista fejlődését folyamatként írja le, amely négy fázisra bontható: kommerciális, finansiális, menedzseri, pénzmenedzseri szakaszra.

Az *első* fázis a kommerciális kapitalizmus, amelyben a kereskedelmi bankok szolgáltatták a vállalatoknak a forgótőkét (termelés-finanszírozás). A tőkecélú eszközök megszerzéséhez a vállalatok rendszerint saját forrásait használták, ám később a termelő felszerelések egyre költségesebbé váltak, s így a beruházások külső finanszírozása vált szükségessé. A külső források a jövőbeni profit elsődleges lefoglaltságát jelentették, valamint a kudarc és csőd – pénzügyi okokból történő – bekövetkezésének esélyét is előrevetíthették, ami elvezetett a tulajdon és menedzselés elválasztásához.

A *második* fázis a finansiális (vagy finánc-) kapitalizmus, amelynek felemelkedése a nagy iparvállalatok és termelő megaprojektek megalapozását szolgálta. Ehhez szükséges volt a pénzügyi piacokhoz való hozzáférésre, amely piaci erő meglétét feltételezte. Ebben a fázisban szereztek a befektetési bankok domináns pozíciót a

vállalatok birtoklásában. Az 1929–1933-as világválság a finánc-kapitalizmus korai formájának végét jelentette. A finánc-kapitalizmus alapvetően megváltoztatta a kapitalizmus természetét azáltal, hogy a korábbinál instabilabbá tette azt.

A harmadik fázis a menedzseri kapitalizmus, amely a nagy világválságra válaszul jött létre; olyan új gazdasági intézmények létrehozását tette szükségessé, amelyek korlátozták a bizonytalanságot. Minsky (1993: 111–112) szerint a nagy világválság reprezentálta a „kis kormányzat/laissez faire” gazdasági modell kudarcát, míg a New Deal promotálta a „nagy kormányzat/nagy bank” sikeres modelljét a pénzügyi kapitalizmus szempontjából. A nagy világválságból kiemelkedett kapitalizmus megszilárdítására intézmények sorát hozták létre, amelyek minden korábbinál erősebbé tették azt. Minsky (1993: 19) így ír erről:

„A kapitalizmus nagyot futott a második világháború után, nagy kormányzati beavatkozással és olyan központi bankokkal, amelyek kevésbé voltak korlátozva, mint a két világháború között”.

A negyedik fázis a pénzmenedzseri kapitalizmus, amely a menedzseri kapitalizmus sikerének analógiájára jött létre. Minsky (1996) szerint a kapitalizmus az Egyesült Államokban új szakaszába jutott, amit „pénzmenedzseri kapitalizmusnak” neveznek; ebben a rendszerben a pénzügyi instrumentumok túlnyomó többségének közvetlen tulajdonosai a viszontbefektetési- és nyugdíjalapok, valamint eszközközvetítő holdingvállalatok. A birtokolt portfólió teljes megtérülése a fő kritérium, amely alapján ezen alapok menedzsereinek teljesítménye megítélhető. Az eszközközvetítő pénzmenedzserek – azaz az intézményi befektetők aktorai – a gazdaság új vezetői, s az általuk kezelt pénzalapok pedig a finanszírozás új sarkalatos formái.

Az eszközközvetítő pénzmenedzsereknek kevesebb érdeke fűződik az általuk birtokolt egyes vállalatok gazdasági teljesítményének követéséhez, mint ama vállalatok foglalkoztatottjainak és menedzsereinek. Mindent egybevetve az utóbbiak állásbiztonsága és bérnövekedése függ a munkáltatók sikerétől. A vezető eszközközvetítő pénzmenedzserek profitja ellenben ritkán függ a vállalat relatív sikerességétől.

Az eszközközvetítő menedzseri kapitalizmus a bizonytalanság elhatalmasodásához vezetett mind vállalati, mind üzemi szinten; ez specifikusan – vállalati viszonylatban – a középső menedzsment esetében okoz gondot. Csaknem krónikus igény van a rezsiköltségek csökkentésére, és törekvés a lehető legalacsonyabb variábilis költségek elérésére. A szállítási és kommunikációs költségek jelentős mérséklődése lenyomta a lokális termelést védő gátakat, és növelte a nyomást arra, hogy a folyó működési költségek „feleljenek meg” a fejlett külföldi vállalatok költség szintjének. Még akkor is, ha a kereskedés természetes korlátai csökkennek, a menedzsment képessége és hajlandósága hiányzik az alacsonyabb profitráta elfogadására, a hazai termelés fenntartása érdekében. Ezek a tényezők csökkentették – a széles értelemben vett – alkalmazottak anyagi biztonságát. Habár a gazdaság aggregált teljesítménye javulhat, az egyéni biztonság mégis csökken (Minsky, 1996).

Wray (2009) szerint a 2008–2009-es pénzügyi válság meggyőzően reprezentálta a „nagy kormányzat/neoliberális modell” kudarcát, amely promotálta a deregulációt, csökkentette az ellenőrzést és felügyeletet, pártolta a privatizációt és a piaci erők

konzolidálását. Véleménye szerint ez a kísérlet a New Deal típusú reformokat kicserélte a piacok önellenőrzésére, továbbá nagyobb tartózkodást hirdet a személyes felelősség kapcsán.

Ahogy Keynes (1936) nevezetes művében leírta: a névleges tulajdon (részvények birtoklása) és a vállalati menedzsment elválasztása azt jelenti, hogy a részvényárakat befolyásolhatja az „optimizmus és pesszimizmus” forgószele.

Az eszközközvetítő pénzmenedzserek célja – az egyetlen kritérium, amely alapján megítéltetnek – a rájuk bízott források értékének maximalizálása. Ennek folyamányaként a vállalati vezetők erősödően érzékenyek lettek a rövid távú profitra és a vállalatok részvénypiaci értékelésére. Minsky (1993: 111–112) így formál véleményt Keynes spekuláció-felfogásáról:

„Keynes híres megjegyzése a spekulációról és a vállalatról különösen érvényes a pénzmenedzseri kapitalizmusra: a spekulánsok nem lehetnek olyan károsak a vállalat folyamatos működésére, mint a buborékok. Ám a pozíció komollyá válik, amikor a vállalat alakul át buborékká a spekuláció forgatagában. Amikor egy ország tőkefejlődése a kaszinótevékenység melléktermékévé válik, akkor valószínűleg a tevékenység eltorzul”.

Minsky (1987) szerint a modern kapitalizmusra a korlátlan spekulációs fellendülés a jellemző. Utólagos igazolásként a 2008–2009-es pénzügyi válságot spekulációs boom előzte meg. Ennek eredményeként a fenntarthatatlan ingatlanárak robbanása következett be. Ugyancsak árrobbanás következett be a jelzáloghitel és tőkeáttételes pozíciókban valamint a fedezett értékpapírokban. Minsky (1987) azt állította, hogy az értékpapírosítás (securitization) két pótlólagos fejleményt tükrözött. Az egyik szerint e folyamat része volt a pénzügyek globalizálódásának, mivel az értékpapírosítás a nemzeti határoktól függetlenül is teremt eszközöket. A másik fejlemény a bankok fontosságának relatív csökkenése a pénzügyi piacok javára.³

Wray (2009) átfogó elemzést adott a pénzmenedzseri kapitalizmus felemelkedéséről és kezdődő hanyatlásáról. A szerző részletes számvetést adott arról, hogy a pénzügyi szektor innovátorai és a politika-csinálók miként tették ki fokozott kockázatnak a globális gazdaság egészét. Speciális figyelem irányult a pénzmenedzserek értékpapírosítási szerepére, a hitelbukási biztosítókra és a tőzsdei javak határidős szerződéseire.

Részvénytulajdonosi értékmaximalizáció

Stout (2013) megállapítja, hogy a 20. század második felében széleskörű konszenzus alakult ki az angol-amerikai vállalati világban arról, hogy a vállalatot a részvénytulajdonosi elsőbbség filozófiájának megfelelően kell kormányozni. A részvénytulajdonosi elsőbbség teóriája azt tanítja, hogy a vállalatok saját részvényeseik tulajdonában

3 Az összes pénzügyi eszköz bankok által birtokolt aránya az 1950-es 50%-ról 1990-re 25%-osra csökkent az Egyesült Államokban (Krein, 2021).

vannak; az igazgatóknak és a döntéshozóknak azt kell tenniük, amit a vállalat tulajdonosai akarnak, hogy tegyenek; a részvénytulajdonosok azt akarják, hogy a menedzserek maximalizálják a részvényárral mért részvénytulajdonosi értéket.

Az alapul szolgáló vállalat profit-maximalizációját felváltotta a részvénytulajdonosok teljes megtérülésének (osztalék és részvényár növekedés) maximalizációja mint kizárólagos vállalati cél. Honnan származik az az idea, hogy a vállalatoknak a részvénytulajdonosi érték maximalizálása az egyetlen célja? A gondolat Friedman (1970) széles körben citált cikkéből származik, amelynek felidézése előtt érdemes hivatkoznunk Friedman (1962) korábbi, e tárgyban megfogalmazott véleményére. *Capitalism and Freedom* című könyvében a következőket írja:

„a vállalatnak van egy és egyetlen társadalmi felelőssége – erőforrásainak eredményes használata –, s olyan cselekvések iránti elköteleződés, amelyek célja a saját profit növelése mindaddig, amíg belül maradnak a játékszabályokon, elkötelezetten a nyílt- és szabad verseny mellett, csalás vagy bűn nélkül”.

A közgazdaságtan művelői sokáig úgy gondolták, hogy a vállalati profit a legkitartóbban túlélő indikátor, mindegyik vállalati célt érintő teória középpontjában ott van. Ám ekkor megjelenik Friedman (1970) cikke, amely évtizedeken át meghatározza a menedzserek gondolkodását.

„A vállalat célja saját profitjának növelése, s a részvénytulajdonosokat megillető megtérülés maximalizálása. (Friedman szerint) a részvényesek maguk döntenek el, hogy mely társadalmi kezdeményezésben vesznek részt ahelyett, hogy lenne egy vállalati vezető, akinek a részvénytulajdonosok expliciten megjelölik azokat a körülményeket, amelyek között az ilyen kérdéseket a javukra dönthessék el. A részvénytulajdonos elsődlegességére alapozott megközelítés szerint, a részvénytulajdonosok a vállalati szervezet mozdítóit, az egyetlen olyan csoport, amellyel szemben a vállalatnak társadalmi felelőssége van” (Friedman, 1970).

A Friedman-doktrínaként ismertté vált alapvetéshez hasonlóan befolyásos platformnak bizonyult Jensen-Meckling (1976) tanulmánya a menedzszerizmus kritikájáról. Stout (2013) meglátása szerint a részvénytulajdonosi elsőbbség teóriája sokakat arra a következtetésre vezetett, hogy a menedzseri irányítás már nem elég hatékony mód, és hogy a vállalatokat kívülről volna szükséges „megreformálni” a részvénytulajdonosok aktivizmusával. Stout (2013) arra is utal, hogy a részvénytulajdonosi elsőbbség – az 1970-es években – titokzatos tudományos elméletből domináns vállalati gyakorlattá emelkedett. Ez annak ellenére történt így, hogy tradicionálisan a részvénytulajdonosok vállalat-tulajdonlasi jogai korlátozottak és közvetettek a nyilvánosan forgalmazott társaságban; ezek a jogok elsődlegesen magukban foglalják a *szavazati jogot* arra vonatkozóan, hogy ki kerüljön az igazgatótanácsba, s azt a jogot, hogy pert indítsanak megbízotti kötelezettség megszegése miatt.

Stout (2013) a részvénytulajdonosi érték-mítosz relevanciáját először jogi oldalról kérdőjelezte meg. Ő kétségbe vonta Friedman hitének igazságát arról, hogy a részvényesek „tulajdonában” vannak a társaságok. Habár a laikusnak időnként nehézségei vannak annak megértésével, hogy a társaságok jogi entitások, amelyek

Távolodás a részvénytulajdonosi értékmaximalizációjától

Stout (2013) arra a következtetésre jutott, hogy a részvénytulajdonosi értéknövelés stratégiája profitábilis lehet adott részvénytulajdonos esetében egy bizonyos időszakban, ám rossz üzlet lehet részvényeseknek kollektíven hosszabb időszakban. Némely részvénytulajdonos hosszú időre tervezi birtokolni a részvényt, tartósan megőrizni azt, mások viszont spekulálhatnak vele, s gyorsan profithoz akarnak jutni a részvények értékesítésével. Néhány részvénytulajdonos azt várja a részvénytársaságtól, hogy vállaljon hosszú távú elköteleződést az állandó megújulás mellett, ami elnyeri a fogyasztók, a foglalkoztatottak és a szállítók lojalitását; mások akarhatnak profitálni a részvénytulajdonosi elkötelezettségek alkalmi kihasználásából. A részvényesek érdekei között konfliktusok lehetnek: némely részvényes úgy adaptál stratégiákat, hogy azok sértik más részvényes érdekeit.

Példaként említve tekintsük a rövid távú és a hosszú távú befektetők között. Az elméleti közgazdászok hittek abban, hogy a vállalati részvény piaci értéke tökéletesen megragadja a vállalat hosszú távú értékének legjobb becslését. Mára széles körben felismerték, hogy bizonyos vállalati stratégiák időlegesen emelhetik a részvényárat, miközben lehetséges, hogy sérülnek a vállalat hosszú távú érdekei-kilátásai. A példák magukban foglalják a marketing és / vagy a kutatás-fejlesztési költségek csökkentését... a vállalatból kivonják a cash-t, amit egyébként befektethetnének a jövőbe; masszív osztalékot fizetnek, vagy saját részvényeiket visszavásárolják; kockázatos áttételt alkalmaznak; esetleg kiárusítják a vállalat egy részét vagy egészét.

Simon (1955) több mint fél évszázaddal korábban állította, hogy a vállalatnak nem szükségszerű egyetlen célt maximalizálni-optimalizálni. Ehelyett a vállalatok több célt is követhetnek, és megkísérelhetik mindegyiket legalább kielégítően jól teljesíteni ahelyett, hogy egyet maximalizálnának. Simon (1955) ezt *satisficing*nek nevezte⁴, aminek jelentése: elégségesen kielégítő. Amikor a menedzsereknek megengedett az elégségesen kielégítő teljesítés, akkor ők a visszatartott profitot befektethetik marketingbe, kutatás-fejlesztésbe, humán tőkébe, s hozzájárulhatnak beruházásokkal a jövőbeni növekedéshez. Ezeken túl annyira megemelhetik a pénzügyi emelőerőt, hogy az már veszélyeztetheti a vállalat stabilitását. A vállalati vezetők úgy is teljesíthetik kötelességüket, hogy építik a vevői és foglalkoztatotti lojalitást.

A Friedman-doktrína megjelenésétől sokan úgy gondolták, hogy az egyetlen célra fókuszáló, részvénytulajdonosi érték maximalizáló egészségtelen gyakorlat és kontraproduktív a vállalatok számára. Stout (2013) véleménye szerint a 20. század utolsó harmadában érvényesülő konszenzus szűnőben van, és a részvénytulajdonosi elsőbbség teóriája bizalmi válságtól szenved. Ezért állapítja meg Stout (2013), hogy részvénytulajdonosi érték alapú gondolkodás – mint elvont elmélet – sem a gyakorlati tapasztalatok, sem a jogi argumentáció, sem a részvénytulajdonosi érdeklődés alapján nem igazolható. A továbbiakban érdemes áttekintenünk az utóbbi évtizedekben kibontakozott sokagú kritikát a részvénytulajdonosi érték maximalizáció korlátairól.

4 A *satisficing* a „*satisfy*” és a „*suffice*” összevonásából származik

A részvénytulajdonosi érték maximalizáció kritikája

A The Economist 2016-ban azt írta, hogy a rövid távú részvénytulajdonosi értékre fókuszálás megenged hibás vállalatvezetési gyakorlatot, beleértve a beruházásokkal spórolást, hatalmas fizetéseket, magas tőkeáttételt, értelmetlen vállalatvásárlásokat, trükkös számviteli megoldásokat, részvény-visszavásárlási örületet. Széles körben élő vélekedés szerint a részvényesi érték vagy gazdagság mint alapvető cél indította el a pénzügyek előretörését az értékkeremtés rovására.

Shleifer-Vishny (1997) átfogó áttekintést ad a vállalatkormányzás működéséről, továbbá listázza a részvénytulajdonosi jogosítványok sorát, amelyek elkerülhetetlenek a menedzserek önérdékű cselekedeteinek ellenőrzésében: hosszú távú ösztönzési szerződések, indikátorfüggő kompenzáció (részvénytulajdon juttatása, részvényopció nyeresé, alacsony jövedelem esetén megvalósulási fenyegetés), intézményi tulajdonlás (nagybefektetők, akik ellenőrzést gyakorolnak a menedzserek fölött, jelentős tulajdoni részesedésük alapján); kumulált szavazati jogok; szerződések segítségével nyert védelem; vállalat-felvásárlási fenyegetettség; nagy hitelezők jelentős adósság óvadékkal és jogokkal védik magukat a hitelezett vállalat bukása esetén. Mindeme mechanizmusok költségekkel járva emészthetik a részvénytulajdonosi értéket. Mindazonáltal – a közgazdasági elmélet tanítása szerint – a vállalatok addig a pontig fognak beruházni a fenti célokba, ahol a marginális előnyök kiegyenlítődnek a marginális költségekkel. A kihívás gyakran annak meghatározására vonatkozik, hogy az előnyök és költségek hatékony kontrollja garantált-e a vállalat közvetlen környezetében. A vonatkozó irodalomban kétségek ébrednek a részvénytulajdonosi érték maximalizációval összefüggésben mind a pénzügyi menedzsment vezérlő szerepének hatékonysága tekintetében, mind pedig abban, hogy az elv etikailag reális-e.

Figyelemre méltó az a változás, amely Jensen (2002) véleményében bekövetkezett, negyedszázaddal Jensen-Meckling (1976) nagyhatású cikke után. Jensen (2002) egy későbbi cikkben így ír:

„ha a megvilágított érték maximalizációt hosszú távú érték maximalizációként specifikáljuk ... akkor azt jelöljük vállalati célként is” (Jensen, 2002: 235).

Jensen (2002) új koncepciójában az egész vállalat értékének maximalizálására kerül sor, beleértve a részvénytőkét, a kölcsöntőkét, az elsőbbségi részvényeket, a garanciákat, s ez megköveteli, hogy jó kapcsolatok jöjjenek létre az összes alkotóelem között, ámbár egyetlen alkotóelem kapcsán se biztosítson

„lehetőleg teljes meglegedettséget, ha a vállalat virágzik és túlél” (Jensen, 2002: 246).

Jensen (2002) perspektívája eltávolodást jelent a részvénytulajdonosi gazdagság maximalizáció felől, és közeledést az érdekhordozói maximalizáció szélesebb víziója felé.

Jensen (2002) új közelítése árnyaltabb volt a Friedman doktrínában foglaltaknál. Jensen (2002) részvénytulajdonosi elsődlegességen a „teljes vállalati érték maximalizálásának” pontosabb fogalmát értette. Jensen (2002) azonosnak tekinti a vállalati értéket a vállalati profitáram hosszú távú piaci értékével, s jórészt figyelmen kívül hagyja ama tény implikációit, hogy a piacok bizonyos profitáramokat magasabbra értékelnek, mint másokat.

Donaldson-Preston (1995) sokszor citált cikkében megkülönböztette az érdekhordozói teóriát a részvénytulajdonosi érték-elmélettől. Ők a két elmélet viszonyáról a következőt állapították meg:

„... az egyszerű igazság az, hogy a legprominensebb alternatíva az érdekhordozói teóriával szemben (feltételezve, hogy a menedzsment a részvénytulajdonosi érték-elmélet alapján végzi szolgálatát), morálisan tarthatatlan” (Donaldson-Preston, 1995: 88).

Más koncepcionális művek szintén megkérdőjelezik a részvénytulajdonosi érték etikusságát. Chambers-Lacey (1996) munkája a következőt állítja:

„A vállalat, amely magáévá teszi a részvénytulajdonosi érték maximalizációt, nem hoz létre morális vagy etikai pozíciót, csupán irányító elvként szolgál etikai hitekhöz és a piaci résztvevők kívánságaihoz” (Chambers-Lacey, 1996: 93).

Dobson (1999) azt kérdezi, hogy a részvénytulajdonosi érték maximalizáció amorális, immorális vagy morális-e? Ő nem ért egyet Chambers-Lacey véleményével abban, hogy a menedzserek

„ama jelzések bázisán hoznak döntéseket, amelyeket másoktól kapnak a piaci mechanizmus révén” (Dobson, 1999: 71).

A részvénytulajdonosi érték maximalizációjának célként adaptálása helyett a menedzserek egy bizonyos morális kontextust fogadnak be – ez a hasznossági elv (a lehető legtöbb jószág a részvénytulajdonosok javára), cselekedeteik pedig

„azok érdekein alapulnak, akiknek a legnagyobb befolyásuk van a vállalat részvényeinek árára” (Dobson, 1999: 71).

A 20. század utolsó évtizedeitől jól látható a részvénytulajdonosi értékkel szembeni alternatív ösztönzési cél felvetése az érdekhordozói teória képében.

Freeman (1984) már korábban felvetette az érdekhordozói érték alternatívaként történő megfontolását.

„Az érdekhordozó bármilyen csoport vagy egyén aki/amely befolyásolhatja a szervezeti eredményeket, vagy befolyásolt lesz azok által (Freeman, 1984: 53).

Az érdekhordozók magukban foglalják a vevőket, szállítókat foglalkoztatottakat, a hitelezőket, igazgatókat, közösségeket, környezetet és a kormányzati tisztviselőket. Az a vállalat, amely követi az érdekhordozói célt, akkor a vállalati menedzserek az összes érdekhordozó érdekein alapuló döntést hoznak.

Érdeemes idézni Jensen (2002) kritikus véleményét az érdekhordozói teória értékeléséről:

„Az érdekhordozói teória valójában nem teszi elszámoltathatóvá a menedzsereket és igazgatókat, hogy mennyire gondoskodnak a vállalat erőforrásairól ... szabad kezlet adva nekik érdekeik követésének megengedésével, a vállalat pénzügyi követeléseinek rovására, nagyban pedig a társadalom számlájára. Ez megengedi a menedzsereknek a vállalat erőforrásait kedvenc szándékaiknak megfelelően használni – a környezetre, művészetre, városokra, orvosi kutatásra költeni – anélkül, hogy

elszámoltathatók volnának; nem meglepő, hogy az érdekhordozói teória tőlük jelentős támogatást kap” (Jensen, 2002: 239).

Bower-Paine (2017) másik oldalról kritikusan ír a Friedman doktrína követésének következményeiről:

„... elvonja a vállalatokat és azok vezetőit az innovációtól, a stratégiai megújulástól és a jövőbeni – figyelmet követelő – beruházásoktól, s kiteszi a vállalatokat az aktivista részvénytulajdonosi támadásnak és a menedzsereket... nyomás alá helyezi, hogy minél gyorsabb és minél előrejelezhetőbb megtérülést érjenek el, megnyirbálva a jövőbeni igényeket megcélzó kockázatosabb beruházásokat” Bower-Paine, 2017: 52).

Rappaport (2005) miközben támogatja a részvénytulajdonosi gazdagság maximalizáció vezérlő princípiumát fájlalja azt, hogy a rövid távú részvénytulajdonosi használatot használják a gazdagság mérésére, bírálva a gyakorlatot, hogy a részvényelemzők a részvénytulajdonosi értéket a rövid távú hozamra alapozzák a cash flow hosszú távú növekedése helyett:

„A legnagyobb akadály az allokációs hatékonyság elérése előtt a nem DCF-értéken alapuló modellek tartós alkalmazása a részvény-analízisben” (Rappaport, 2005: 67).

Állítása szerint, hogy ha a menedzserek hosszú távú szemléletet adaptálnának, akkor a nyereség-manipuláció szükségtelenné válna, profitábilisabb projekteket fogadnának el, és a források felhasználása kutatás-fejlesztésre, reklámra, fenntartásra, kvalifikált humán erőt igénylő állások betöltésére alkalmasabb volna a vállalat legmagasabb hosszú távú értékének eléréséhez. Míg a részvénytulajdonosi gazdagság irányítója lehet menedzseri döntéseknek, addig a kockázattal korrigált hosszú távú pénzáram az érték fontos determinánsa (Rappaport, 2005: 72).

A fentebb leírtak jól mutatják, hogy az ösztönzési princípium tekintetében különböző megfontolások vannak azzal összefüggésben, hogy vajon a vállalatnak a részvénytulajdonosi érték maximalizációját kell-e követni, vagy az érdekhordozók érdekeinek preferálása legyen a vállalatot kormányzó cél. A választás azért nehéz, mert még ma is széles körben hivatkoznak Friedman alapvetésére, mint amennyire a részvénytulajdonosi érték maximalizációt teszik felelőssé a pénzmenedzseri kapitalizmus torzulásain keresztül a gazdaság tevékenységének és válsághajlamának fokozódásáért. Friedman (1970) cikkének egy másik citátumát a részvénytulajdonosi érték fontossága melletti érveként tekintik:

„Szabad vállalkozásban, magántulajdonosi rendszerben a vállalati döntéshozó a vállalat tulajdonosának az alkalmazottja. Neki közvetlen felelőssége van az alkalmazottakkal szemben. Ez a felelősség a vállalatot a tulajdonosok kívánalmaival összhangban vezeti, ami általában annyi forrás előállítását jelenti, amennyi csak lehetséges, miközben megfelel a társadalom alapvető szabályainak” (Friedman, 1970).

Sen (2020) – Minsky (1986) és Wray (2011) véleményével azonosulva – kritikát fogalmaz meg a pénzmenedzseri kapitalista modell és a pénzgazdaság uralkodó súlyának kapcsolatáról. Állítása szerint a pénzügyi eszközök állandó tőzsdei újraértékelése és

intenzív piaci forgalmazása növekvő hozamokat eredményezett, ami gyakran meghaladta reálberuházások megtérülését. Sen (2020) erről így ír:

„a probléma az, hogy a pénzügyi kapitalizmus – magas tőkeáttétellel működő gazdasági rendszerként – a szereplőket maximális teljes megtérülés elérésére ösztönzi, olyan környezetben, ahol a rendszer végletesen alul értékeli a kockázatot” (Sen, 2020: 277).

Ehhez hozzátehetjük, hogy eközben a megtérülést a hozamok és a tőkeérték növekedése révén kívánják elérni.

Befektetés-stratégiai torzulások

Ehret (2014) megállapítja, hogy az értékpapírosítás fontos szerepet játszott a másodlagos jelzálogpiac felfutásában. Az értékpapírok jelentették az alapját az árnyék-bankrendszernek, beleszámítva a fedezeti alapokat és a speciális mechanizmusokat (special investment vehicles). Ezek az intézmények azonos célt szolgáltak: közreműködtek az illikvid eszközök – jelzálog-hitelezők mérlegeiből való – eltávolításában. Mindez fejlődő kondíciók mellett vonzó útnak tűnhet a jelzáloghitelek áttételének fokozására. Bizonytalan piaci növekedés esetén azonban a rendszer résztvevői képtelenné válnak a bukási kockázat azonosítására.

Konczal-Abernathy (2015) úgy tekint a finanszírozásra, mint

„a pénzügyi szektor növekedése, erősödő hatalma a realgazdaság fölött, a gazdaság erejének robbanásszerű növekedése, a társadalom (befolyásának) redukálása a pénzügyek birodalmához viszonyítva” (Konczal_Abernathy, 2015: 4).

Palladino (2018: 4) szerint amiről – ebben az összefüggésben – szó van, az a vállalati finanszírozás. Eszerint

„a profit növekvő arányát a pénzügyi tevékenységből nyerik, s a részvényeseket a profit növekvő áramlása kedvezményezi”.

A szerző a vállalati finanszírozás olyan mechanizmust ért, amely az ilyen (lehetőség) megragadásának eszköze, specifikusan a pénzügyi tevékenység vállalaton belüli növelése révén. Carney (2014) megértően ítélte meg a pénzügyi kapitalizmus kialakulásának indítékait, amikor így írt:

„a pénzügyi kapitalizmus önmagában nem cél volt, hanem a beruházások, az innováció, a növekedés és a prosperitás előmozdításának eszköze” (Carney, 2015: 840).

Szemben Carney (2014) véleményével, a finanszírozás legnyilvánvalóbb aspektusa a domináns banküzletben bekövetkezett drámai változás. Tabb (2021) az akkumuláció társadalmi struktúrájáról értekezve megállapítja, hogy a bankok a spekulációs hálózat részévé válnak, finanszírozva a kockázattal járó tevékenységet. A bankok maguk is hitelfelvevők, pénzalapokat vesznek kölcsön nem-betéti forrásokból. Ahelyett, hogy forrásokkal látnák el a gazdaságot (olajozva annak folyamatait oly módon, hogy kapcsolatot létesítsenek a megtakarítók és a produktív beruházásokat finanszírozni kívánó és ehhez pénzalapokat igénylő vállalatok között), részesévé váltak az értékpapírosításnak,

óvadékkal ellátva a jelzálogkölcson kötelezettségeket. Az új derivatív termékek tömege, amelyet gyakran kölcsönvétellel finanszíroztak, erősítette az eszközár spekulációt, s ez pénzügyi törekenységet okozott, másokra áttolva a kockázatot és túlságosan felduzzasztva az adósságot.

Mivel az adósság értékpapírosítása lehetővé teszi az azonnali értékesítést jövőbeni jövedelem-követelés érdekében, így a rövid táv lesz a domináns, mivel túl sokféle „befektetés” foglal magában spekulatív kereskedést. Az értékpapírosítás eredménye újracsomagolt adósság-egységeket foglal magában, amelyek érzékelt kockázatot tartalmaznak, s olyan vásárlóknak adják el, akik vélhetően tisztában vannak az általuk vásárolt pénzügyi termékek valós kockázatával. A veszteség elleni biztosításért ugyancsak kell fizetni valamilyen árat, ám a piaci lejtmenetben ezek a garanciák nem lehetnek anélkül, hogy a kormányzat ne mentené ki esetenként ezeket a garantorokat.

Krein (2018) nyomatékosan utal arra a riasztó tényre, hogy a vállalatok a gazdaság pénzügyi eszközeinek növekvő arányát birtokolják, és teljes profitjuk növekvő hányadát realizálják az ilyen eszközökön (szemben azzal a profittal, amelyet normál üzleti tevékenységükből nyernek árujavak előállításával és értékesítésével). Profitjukat növekvően használják részvény-visszavásárlásra és hitelnyújtásra ahelyett, hogy a munkaerőre és a reáltőkére költenék. A vállalatok nagy összegeket vettek kölcsön, hogy abból visszavásárolhassanak saját részvényeikből.⁵

A másodlagos jelzálogpiaci válságban az értékpapírok értékelése két módon is rontotta a piaci teljesítményt. Egyrészt az értékpapírok hozzájárultak ahhoz, hogy az értékelést elválasszák a befektetések alapvető értékétől. Az értékpapír árak aláásták a befektetők azon képességét, hogy becsülhessék az alapul szolgáló eszközök használati (value in use) értékét. Másrészt az értékpapírok gátolták a piacok transzparenciáját azáltal, hogy kritikus eszközöket helyeztek ki a mérlegből.

Lazonick-Shin (2020: 618) részletezte azt a munkálkodást, amit élősködő értékkivonásnak neveznek. A szerzők azt állítják, hogy a prosperitás megeremtéséhez beruházási lehetőségekre van szükség, mert ezek hiányában a vállalatok a tőkét nem ruházzák be újra, mivel – ígéretes projektek nélkül – nem lesznek képesek a tőke produktív működtetésére. Sweezy (1994) korábban így magyarázta a jelenséget:

„A pénztőke, ha egyszer eloldódik saját eredeti funkciójától mint a termelésen alapuló realgazdaság kiegyensúlyozott segítőjének szerepétől, amivel kielégíti az emberi szükségleteket, egyértelműen spekulatív tőkévé válik, amit egyedül saját expanziójának vágya vezérel” Sweezy, 1994: 2).

Sweezy ugyanott másik megállapítást is tesz:

5 2007–2016 között a „Fortune 500” vállalatok teljes profitjának 93%-át költötték részvény-visszavásárlásra és osztalékfizetésre (Coy, 2019). Amikor a visszavásárlást bejelentik, akkor a vállalati döntéshozók és igazgatók pénzre váltják részvényopciójukat, amint a piaci ár emelkedni kezd a bejelentés hírének hatására.

„A korábbi időkben sokan álmodtak arról, hogy a spekulációs tőke – a jelenség egyidős a kapitalizmussal – olyannyira növekszik, hogy uralni fogja a nemzetgazdaságot, vagy egyedül az egész világot. Hát ez bekövetkezett” (Sweezy, 1994:).

A jelenség oka nem egyszerűen a pénzügyek méreteinek és jelentőségének drámai növekedése, hanem az, hogy megváltozott a jelenkori gazdaságban betöltött szerepének karaktere. Évtizeddel Sweezy (1994) felismerése után bekövetkezett a hitellel finanszírozott vállalatvásárlások ugrásszerű eskalációja, valamint a fedezeti alapok itteni szerepének jelentős növekedése. A finanszírozási áttétel intenzív alkalmazása a vállalati eladósodás fokozódásához vezetett, amiről Fatoussi-Saraceno (2014: 14) a következőket írta:

„a nettó gazdaság túlértékeltté válik s a magas eszközárak azt a hamis benyomást keltik, hogy a magas adósságszint fenntartható. A válság akkor leplezi le magát, amikor a buborék kipukkad”.

A szerzők ugyanott a következő válságokat jelölték meg a spekuláció következményeként:

„habár a (2008-2009-es) válság közvetlenül a pénzügyi szektorban alakult ki, gyökerei azonban sokkal mélyebbre nyúlnak, s a jövedelem-elosztásnak az utóbbi huszonöt év alatt bekövetkezett strukturális változásaiban gyökereznek” (u.o.).

A 2008–2009-es pénzügyi válságot követően az amerikai és a nemzetközi pénzügyi piacok likviditásának fenntartására az államok jelentős forrásokat áldoztak. Jomo (2017) – másokhoz hasonlóan – úgy látja, hogy az úgynevezett *mennyiségi lazítás* (quantitative easing) nyomán teremtett új pénznek

„nem volt jelentős hatása, mivel az új produktív tevékenységekre fordított beruházások nem nőttek, ehelyett jelentős részük a részvénytőzsdéken és az ingatlanok adásvételébe áramlottak, felszorfolva a részvények és más pénzügyi termékek árát anélkül, hogy munkahelyeket vagy prosperitást generálnának”.

A mennyiségi lazítás gazdagította az eszköztulajdonosokat, ám nem garantált széleskörű beruházási aktivitást. Tobb (2021) tézise alapján ez a „segítség” az akkumuláció társadalmi struktúrájának intézményein és normáin belül csupán sokkal nagyobb tőkeáttétellel (erősen hitelezett) gazdaságokhoz vezet.

A koronavírus járvány megrendítette a finanszírozás-alapú redisztributív növekedési modell további tarthatóságát. Tett (2020) a Financial Times kolumnistája a következőket írta a pénzügyi piac összeomlásakor:

„Ez az évtized az amerikai részvénytőzsdén olyan volt, mint a drogfüggőség. 2008-ig a befektetők oda voltak láncolva a monetáris heroinhoz (a privát szektor hitelbuborékja). Aztán, hogy a buborék kipukkad, a befektetők odafordultak a pénzegyenértékes morfiomhoz (sok ezer milliárd dolláros jegybanki segítség). A 2020 márciusi történelmi részvénytőzsdéi krízis során feltétlenül szembe kellett nézni a kínzó kérdéssel, hogy vajon a monetáris morfiom elvesztette hatását?” (Financial Times, March 13).

A közgazdaságtan alapelvei szerint a vállalatoknak be kell ruházniuk a reáltőke projektjeibe minden olyan esetben, amikor a várható megtérülés meghaladja a vállalati tőkeöltséget. Ugyanakkor a gyakorlatban a vállalatok a minimálisan elvárt megtérülési rátát a tőkeöltséget jóval meghaladó szinten tartják. A befektetői és a vállalati reálberuházási tapasztalatok arra mutatnak, hogy a minimálisan elvárt megtérülési ráta általában – csaknem 7,5 százalékponttal – meghaladja a tőkeöltséget. Továbbá a minimálisan elvárt megtérülési ráta évtizedeken keresztül – 15% körül ingadozva – csaknem változatlan maradt, a kamatráták némelykori süllyedése ellenére is. A közgazdasági elmélet szempontjából ez a profit-maximalizálás látszólag irracionális megkérdőjelezését jelenti. Viszont a részvénytőke érték maximalizálása tekintetében ez lehet racionális stratégia is. A minimálisan elvárt megtérülési ráta akaratlagos leszorítása olyan projektekbe jelenthetne beruházást, amelyek növelnék a profitot, ám ugyanakkor lerontanák a hozamok minőségét. Más szavakkal, az olyan mérték, mint az eszközök megtérülése romlana, és az értékelési szorzók valószínűleg esnének.

Krein (2021) felteszi a kérdést, hogy valójában mit is tesznek a részvénytulajdonosok e cash-megtérülési összegekkel. A közgazdasági elmélet amellet érvel, hogy ők ezt olyan vállalatok javáraallokálják, amelyek ígéretes reálberuházási projektek megvalósítására készülnek. Krein (2021) szerint, mivel a gazdaság olyan elvek mentén szerveződik, amelyek a profitot elválasztják a tőke- és munkaköltségektől, és bármely életképes tőkeintenzív vállalat alacsony megtérülésű és lassú növekedésű és az üzleti ciklusoknak fokozottan kitett lesz, és nem valószínű, hogy képes lesz tőkét vonzani. Ebből jut Krein (2021) arra, hogy a pénzügyi szektor dominanciájának hatására ezeket a forrásokat a szupersztár vállalatok értékének vagy más pénzügyi eszközök árának felferésére használják a pénzügyi piacokon.

Az érték részvényekről tradicionálisan úgy tartották (Graham-Dodd, 1934), hogy „biztonsági sávot” kínálnak, mert alacsony áruk magas hozamot ígér, továbbá szabad pénzáram jövedelmet (és / vagy erős eszközfedezetet). Ezzel szemben a növekedési részvények ára optimista feltevéseket testesít meg az ilyen vállalatok bevétel- és hozamnövelő képességéről. Ha gazdasági visszaesés vagy néhány más hátrányos esemény veszélyezteti a feltevések megvalósulását, akkor a növekedési részvények hirtelen ártértékelődnek, távolodva az agresszív hozam-előrejelzés magas szorzóitól (P/E arány), és közeledve az alacsony szorzójú pesszimista előrejelzések felé.

Az érték befektetők alapvető problémája az, hogy a gazdasági ösztönzőrendszer az eszközértékek maximalizálása köré szerveződik, függetlenül a működési pénzáramoktól, ami lényegében egyet jelent az alacsony értékelés révén biztonsági sáv szisztematikus kiküszöbölésével. Egy olyan vállalatot, amelynek részvényeivel manapság alacsony értékelés mellett kereskednek, (azaz olyan vállalat, amely vonzó az érték befektetők számára), nem csupán divatjamúltnak kell lenni, vagy korlátozott növekedési potenciállal rendelkezőnek, és fennmaradó kapacitása nem állhat rendelkezésre az érték kiterjesztő pénzügyi spekuláció számára. (Például áttétel hozzáadásával, erősödő részvény-visszavásárlással vagy magas szorzójú jó minőségű üzleti egységek leválasztásával) (Sen, 2020).

A fundamentális bizonytalanság melletti destabilizáló várakozásokra tipikus példa volt a másodlagos értékpapír kereskedés válsága az Egyesült Államokban, amely szétszóródott az egész világon 2008 végén. Az eszköz bázisú értékpapírosítás és a hitelbukási

csereügyletek alkalmazása nagy szerepet játszott a válság burjánzásában, együtt más derivatív instrumentumokkal mint például az opciók. Elismerve az intézmények szerepét a folyamatban, érintett volt ebben a spekulációözön és az ahhoz kapcsolódó károk.

2008–2009 után a spekuláció megnyirbálását célzó mozgás hamarosan leállt, összhangban a domináns pénzügyi intézmények és a járadék-vadászok érdekeivel (Shull, 2012; Sen, 2014). Ezekkel a destabilizálódáshoz vezető transzformációkkal az intézmények nemcsak a fejlett országokban idéztek elő instabilitást, hanem a feltörekvő gazdaságokban is. Ezek az országok már viszonylag szabad befektetési forrásáramlással szembesültek, elfogadva a pénzügyi szektor dominanciáját. Az elfogadott főáramú doktrínák korlátait befolyásolták a nagyhatalmú pénzügyi intézmények, amelyek gyakran együttműködtek a járadékvadász osztállyal, amely az állam politikáját is képes volt kontrollálni (Bagchi-Dymksi, 2007).

A pénzügyi piacok hatása a befektetői magatartásra

Az eddig leírtakból arra következtethetünk, hogy a részvénytulajdonosi érték maximalizáció princípiuma, a pénzmenedzseri kapitalizmus kiépülése, a pénzgazdaság domináns tényezővé válása, a pénzügyi piacok deregulációja, a tömegessé vált spekuláció – az utóbbi három-négy évtizedben mélyrehatóan átalakította a befektetői magatartást a pénzügyi szektorban ugyanúgy, mint a reáltőke beruházások világában. Ennek értékeléséhez azonosítani kell azokat az alapelveket, amelyek irányítják a szereplők befektetési döntéseit a pénzügyi piacokon és a reálgazdaságban. Sen (2003: 30–31) arra a megállapításra jut, hogy a pénzügyi piacok deregulációjának nagy szerepe volt a pénzügyi eszközök megtérülési rátájának jelentős emelkedésében, hasonlítva a háttérüket képező reáleszközök megtérüléséhez.

Bernstein (1998) emlékeztet arra, amit Keynes bírált a likviditás szorgalmazása kapcsán. A likvid piacok erőltetése oda vezet, hogy a visszafordíthatatlan vállalati reálberuházási döntéseket elválasztják a tulajdonosi részesedés megvásárlására irányuló visszafordítható pénzügyi befektetési döntésektől. A befektető számára a piacról való kivonulás egyetlen stratégiája teljességgel függ a pénzügyi piacokon érvényesülő átlagos megtérüléstől. Más szavakkal, a produktív reáleszközök értékelése könnyen válhat a tömegszichózis áldozatává.

Keynes szerint a likviditási fétn megengedi a befektetőknek megváltoztatni véleményüket alacsony költség mellett. Keynes szerint a likviditás elsődlegességének céljával

„a beruházásokat nagyon nehéz valódi hosszú távú várakozásokra alapozni ... és ritkán praktikus” (Keynes, 1936: 157).

Keynes nagy súlyt helyezett a reáltőke beruházások szerepére a gazdaság egészének fejlesztésében, ezért a produktív reáleszközök értékelési hibáinak komoly következményei lehetnek: rosszulallokált reáltőke, a részvénytulajdonosi piac ingotag légköre kedvezőtlenül hat a kockázatos döntésekre; a részvénytulajdonlást hátrányosan érintik a háztartási döntések. Keynes emlékeztet arra, hogy

„(döntéseink többsége) valamilyen pozitív eredménnyel jár ... s csupán az animal spirits eredményeként tekinthető ... s nem a kvantitatív előnyök kvantitatív valószínűségekkel súlyozott átlagaként” (Keynes, 1936: 164).

A Keynes által is bírált értékelési rendszerben a piaci érték a folyó részvényárakból származtatott vállalati érték, amely ritkán tükrözi a vállalat aktuális folyó értékét. Ennek az az oka, hogy a piaci érték tükrözi még a befektetési piac kínálatát és keresletét, és azt is, hogy a befektetők mennyire aktívan (vagy mennyire nem) vesznek részt a vállalat jövőjének alakításában. Ha erős a befektetői kereslet, akkor a piaci érték rendszerint magasabb, mint a benső érték. Az ellenkezője igaz akkor, ha gyenge a beruházási kereslet, ami a vállalat alulértékelését eredményezheti.

Bernstein (1998) utal arra, hogy az allokációs értelemben hatékony piacon a részvényárak tükrözik a jövőbeni pénzáramok jelenértékének torzítatlan becslését, így alkálva a szűkös forrásokat a legígéretebb kilátású vállalatokba. Optimista vélemény szerint, az intenzív verseny a kifinomult professzionális befektetők között biztosítja az allokációs hatékonyságot. Másik oldalról a szkeptikusok azt mondják, hogy a visszatérő piaci felesleg arra adnak bizonyítékot, hogy a részvényárak általában nem megfelelően hiteles indikátorai az értéknek. Az allokációs hatékonyság jólinformált eladók és vevők kompetitív becsléseitől függ, amelyeket a részvényárakban foglalt jövőbeni pénzáramok jelenértékére alapoznak. Az allokációs hatékonyság azért fontos, mert az nemcsak a befektetőket befolyásolja, hanem a reálgazdaságot is ugyanúgy. Amikor a részvényárak eltérnek a diszkontált pénzáram értékek információs alapú becslésétől, akkor az arbitraszőrök venni és eladni fognak, hogy az árat visszavezessék az egyensúlyi helyzetbe.

A pénzügyi szektor dominanciájának kialakulása együtt haladt az elméleti alapok gyökeres átformálódásával, és ebben nagy szerepe volt a pénzügyi közgazdaságtan átalakuló eszmevilágának. Ehret (2014) abból indul ki, hogy a pénzügyi gazdaságtan az érték-alapú befektetéseket az anonim piacok (pénzügyi-) elmélet alapú szabályai-val helyettesíti. A pénzügyi közgazdaságtan a befektetések robusztusabbá tételére törekszik azáltal, hogy az értékpapírok értékelésére és kereskedéséhez közgazdasági teóriát és sztochasztikus modelleket alkalmaz.

A pénzügyi közgazdaságtan olyan világot feltételez, amelyben a vállalkozók „feleslegesek”, mivel a pénzügyi piacok magasabb rendű tudással rendelkeznek a fogyasztási igényekkel és az erőforrás-potenciállal kapcsolatban. A pénzügyi közgazdászok szerint egy individuális befektető nem győzheti le a piacot: szerintük racionális piacok esetében az egyéni befektetők – a legjobb esetben – csak abban bízhatnak, hogy elérik a vevők és eladók alkujából eredő egyensúlyi árat. A pénzügyi közgazdaságtan feltételezése szerint a befektetések hagyományos érték-alapú megközelítése téves. Az érték-alapú megközelítés szerint a befektetők becslik adott befektetésből a jövőben várhatóan befolyó jövedelemáramok jelenértékét. Mivel a jövőbeni jövedelem bizonytalan, a hagyományos befektetők egy befektetés értékelése során felhasználják tapasztalataikat, információs hálózatukat és intuíciójukat. Ama feltételezés mellett, hogy a részvény, kötvény vagy más pénzügyi termék ára az egyensúly felé halad – a pénzügyi gazdaságtan alapvetése szerint – a hagyományos felfogású befektetők bizonyosan veszítenek, mert még a legjobb becsléseik is el fognak térni az egyensúlyi ártól. Emiatt gondolják úgy, hogy a pénzügyi piacokon

alapuló spekulációs stratégiák felülteljesítik az érték-alapú stratégiákat (Fox, 2009). Ehret (2014) kiemeli, hogy a pénzügyi közgazdaságtan a befektetők számára modellek egész rendszerét kínálja: ezek szinte kizárólag pénzügyi piacokat alkalmaznak egy eszköz jövőbeni árának becsléséhez. Ennek következtében a pénzügyi közgazdaságtan a hagyományos érték-alapú befektetések értékelési gyakorlatát tudománnyá emeli, amelyet a közgazdasági elmélet és a statisztikai kalkuláció irányít. A pénzügyi közgazdaságtan feltevése szerint a piacialapú spekuláció felülteljesíti az érték-alapú befektetőket és a pénzügyi piacok a gazdaságot az egyensúly felé fogják kényszeríteni.

Mindezzel szemben meg kell állapítani, hogy a pénzügyi közgazdaságtan elfedte a befektetői kockázatot, ezáltal a piaci szereplők oly mértékben túlárazták az eszközöket, amely korábban nem tapasztalt romboló hatást fejtett ki a fejlett gazdaságokra. A piaci alapú értékelés pénzügyi közgazdaságtani megközelítése alapján a pénzügyi intézmények elválasztották az eszköztől a kapcsolódó pénzáramlásoktól. A másodlagos jelzálogpapírok piaci válságának egyik fontos tanulsága éppen az, hogy a csereérték (value-in-exchange) teljesen nem választható el az eszköz használati értékétől (value-in-use).

A 2008–2009-es pénzügyi válság rámutatott arra, hogy a pénzügyi közgazdaságtan – szervező erőként történő – alkalmazása aláássa az egyensúlyelméleti alapjait, különösen a gazdasági szereplők tudása tekintetében (Lawson, 2003; O’Driscoll-Rizzo, 1996). A neoklasszikus közgazdaságtani megközelítésben a pénzügyi közgazdászok feltételezik, hogy a piaci szereplőknek elegendő tudása van ahhoz, hogy racionális döntéseket hozzanak.⁶ Ha elfogadjuk Hayek (1945) kritikáját (a lábjegyzetben), akkor annak tükrében a pénzügyi piacok értékelésbeli dominanciája alááshatja a pénzügyi piacok saját teljesítményének feltételeit is. Ha a pénzügyi piacok elkezdnek zavaros jelzéseket küldeni a fogyasztói értékkel vagy az erőforrás-kapacitásokkal kapcsolatban, akkor azok többé nem képesek hatékony módon allokálni az erőforrásokat. A pénzügyi közgazdaságtan a vállalkozókat szisztematikusan helyettesíti gazdasági egyensúlyi modellek rendszerével.

Részvény-visszavásárlás és a termelő beruházások szűkülése

Az elmúlt három évtizedben a pénzügyi piacok deregulációja, a pénzügyi termékek kereskedésének liberalizációja s a pénzügyi szektor dominánssá válása eredményeként masszív növekedés következett be a várható profitokban, ám ezek a profitok nem kerültek újberuházásra sem a produktív vállalati tevékenységbe, sem – az ígéretek ellenére – a munkaerőhöz sem jutottak el. Krein (2021) megállapítja, hogy ezek a források

6 Hayek (1945) támadta ezt a feltevést és azt állította, hogy az árak jelentőséggel bírnak egyensúlytalanság esetén is, ahol a fogyasztók hatékonyan képesek jelezni ki nem szolgált igényeiket, vagy a termelők jelezhetik ki nem használt erőforrásaikat. Amint az árak vagy más módon, vagy más okból alakulnak ki, akkor a gazdasági kommunikáció értelmes eszközeiként nem lesznek használhatók.

beáramlottak a pénzügyi piacokra és ott is maradtak. Régi tanulság, hogy a produktivitás növelését elősegítő technológiákba, berendezésekbe, felszerelésekbe irányuló – elégséges mértékű – beruházás nélkül a produktivitás stagnálni fog, és a jövő generációkat kedvezményező gazdasági kilátások romlani fognak. A forrásbőség ellenére bekövetkező alulberuházási szándékról Lazonic-Jacobson (2018) a következőt mondja:

„létrejött az értéket kivonó gazdaság egy olyan gazdaság helyett, amely jutalmazza az értékteremtést”.

Más szavakkal, a pénzügyi piacok az olyan vállalati magatartást jutalmazták, amely kivonja az értéket a tőkeeszközökből, hogy azokat utána likvid pénzügyi eszközökké konvertálják ahelyett, hogy ösztönöznék a pénzügyi források beruházások felé terelését a reálgazdaságba. Ha a reálberuházások mellőzése több éven át tart, akkor a hátrányos hatásai kumulálódnak. Abban nem hihetünk, hogy a részvények visszavásárlása automatikusan elvezethet a tőke hatékonyabb allokációjához. Amennyiben a vállalatok egyszerűen több forrást juttatnak vissza a részvénytulajdonosoknak – minden olyan esetben, ha több cash van a birtokukban, és részvényeket vásárolnak szokatlanul magas értékelés mellett – akkor nincs ok hinni abban, hogy az erősödő részvény-visszavásárlás valamennyire is hatást gyakorol adott vállalat beruházási lehetőségeinek halmazára.

A vállalatok fokozódó forrás-visszajuttatását a részvénytulajdonosoknak magyarázhatja a tőkeintenzív ágazatok hanyatlása, valamint az intellektuális tulajdonorientált vállalkozások és a kevésbé tőkeigényes szolgáltató ágazatok felemelkedése. Ám ez az argumentum nem ad választ a fundamentális kérdésre a beruházások kapcsán, csak egyszerűen újrafogalmazza azt.

A vállalatok túl sok casht osztottak ki a részvénytulajdonosoknak, és ez bizonyosan korlátozza a vállalatok jövőbeni beruházási képességeit is. A részvények visszavásárlására költött pénz végül is nem teremtett eszközöket, és nem is hozott létre semmilyen jövőbeni bevételi pénzáramot.⁷

Krein (2021) szerint átfogó magyarázat lenne azt mondani, hogy az amerikai gazdaság az eszközérték maximalizálása körül szerveződik, a tőkemegtérülés olyan maximalizálásának céljával, amely független a vállalati növekedéstől. Az az elválás, ami megjelent az amerikai pénzügyi eszközök megtérülése és az alapul szolgáló gazdasági teljesítmény között – vagy éppen a vállalati profitot érintően –, az utóbbi néhány évtized során mélyebb kérdéseket vet fel az alapvető gazdaságpolitikai feltevésekkel és azok elméleti megalapozottságával kapcsolatban.⁸

7 A Goldman Sachs – becslés szerint – 2018-ban ezer milliárd dollárt költött részvény-visszavásárlásra, azaz ezt az összeget a vállalati szektor nem ruházhatta be profitábilisan. Felvetődik a kérdés, hogy akkor a vállalati szektorban lehet a hiba: előfordulhat, hogy van több beruházási lehetőség, ám a tőkét hibásan allokálják az elhibázott ösztönzők miatt; másrészt az is lehet, hogy valóban nincsenek ígéretes beruházási projektek és a vállalati szektor egyszerűen nem hasznosítja a hatalmas mennyiségű tőkét (Krein, 2021).

8 1989 és 2017 között 34 ezer milliárd dollár értékű reál részvénytőke képződött (2017: Q4) az amerikai vállalati szektorban. Becslés szerint e növekmény 44%-a volt tulajdonítható a részvénytulajdonosok javára allokált forrásoknak egy lassuló gazdaságban, elsődlegesen a munkaerő-kompenzáció rovására (Krein, 2021).

A vállalati szektort intézményi eszközkezelők uralják és olyan döntéshozók, akiknek a kompenzációja a rövid távú részvény-megtérülésen alapul, ami erős ösztönzöttséget ad arra, hogy akkor is elköteleződjenek az értékelési expanzió mellett, ha annak nincs hatása, vagy negatív hatása van a jövedelemre.⁹

Az utóbbi néhány évtizedben az amerikai gazdaság (és több más fejlett gazdaság is) a tőkeintenzív termelő tevékenységektől (pl. a feldolgozóipar) a kevésbé tőkeigényes szektorok (szoftverek és az intellektuális tulajdon más formái) felé irányult. A kevésbé tőkeigényes vállalatok még akkor is magas értékelést érnek el, ha a cash flow nem növekszik, mivel azok elkerülik a magas beruházási kiadásokat, amelyek szükségesek a reáleszközök fenntartásához, ezért azok az expanziót gyakran jelentős pótlólagos beruházások nélkül érik el.

A vállalatok a részvénytulajdonosok megtérülésének maximalizálására törekszenek (ami gyakorlatilag a vállalati részvénytőke maximalizálását jelenti), és a profit növelésére – a legjobb esetben – e cél elérésének eszközeként. A tőkét a jövedelem és a profit növelésére használják, ám úgy, hogy nem vállalnak kockázatot a működés expanziójával, a termelés korszerűsítésével vagy új termékek kifejlesztésével. Gyakran könnyebb a vállalatoknak magukat újra-pozícionálni, vagy pénzügyileg újra-strukturálni, hogy magasabb értéket érjenek el.¹⁰

Az eszközkezelő pénzmenedzseri kapitalista rendszerben erősen tartja magát a magas, minimálisan megkövetelt megtérülési ráta követelmény a tőkeindikátorokon, ami elriaszt a kockázatos reálberuházások vállalásától. A vállalati tőke költséget jelentősen meghaladó minimálisan elvárt megtérülés követelménye egyértelmű ösztönzést jelent a pénzügyi befektetések preferálására és a reáltőke beruházások háttérbe szorítására. A pénzügyi tőke választása az offshorizálás révén (egész ágazatok külföldre telepítése), fő befektetési céljá teszi az értékpapír-befektetéseket, s így krónikussá vált az eszközár buborékok kialakulása. Az egyik oldalon volt a növekedés és produktivitás reálberuházásokkal történő elérhetősége, a másik oldalon pedig a pénzügyi eszköz megtérülés minden módon történő hajszolása. A növekedés és megtérülés mint ellentétes cél, a minimálisan megkövetelt megtérülési ráta és a vállalati tőke költség közötti rés egykönnyen nem zárható be, ezt hatalmas tőkeköltséggel megtámasztott, megtérülés-centrikus befektetői attitűd kizárja. Mindegyik kölcsönkapcsolatban van másokkal a piacok hálózata révén, egyesek közülük strukturáltak és reguláltak, mások informálisak.

9 Az Apple esetében – amely a legnagyobb amerikai vállalat a piaci kapitalizáció alapján – a működési jövedelem alig változott (2011–2017 között), míg a vállalat részvényeinek ára megkétszereződött, jórészt a 337 milliárd dolláros részvény-visszavásárlásnak köszönhetően.

10 Az IBM működési jövedelme és nettó profitja 2021-ben alacsonyabb volt, mint 1998-ban. Ugyanakkor a vállalat részvényeinek ára és P/E aránya magasabb, azaz a vállalat sokkal többet költött részvény-visszavásárlásra mint amennyit beruházásra fő profiljában, ebben az időszakban.

Befejezés

A részvénytulajdonosi érték maximalizálásának doktrínája által vezéreltetve, az utóbbi évtizedekben az eszközező pénzmenedzseri kapitalizmus kiépülése eredményeként, kialakult a pénzügyi szektor által uralt, az egyes államok gazdaságától független pénzügyi szuperstruktúra, amely áll jegybankokból, kereskedelmi és befektetési bankokból, intézményi befektetőkből, dílerekből és a legkülönbözőbb tőkealapokból, kölcsönkapcsolatban egymással. E nagy horderejű változás nyomán elszakadt egymástól a pénzügyi expanzió és a reálgazdasági prosperitás. A 20. század végére kialakult helyzetben a pénzügyi expanzió nem egészségesen növekvő gazdaságot táplál, hanem jobbra stagnáló vagy mérsékelt növekedésűt. Sweezy (1994) úgy látja, hogy a pénzügyi- és a reálgazdaság közötti fordított kapcsolat ismerete szükséges a világ új trendjének megértéséhez. ■

Források

1. Beinhooker, E. D. (2013): Reflexivity, complexity and the nature of social science. *Journal of Economic Methodology*, Vol 20, 330-342.
2. Bernstein, P. L. (1998): Stock market risk in a Post Keynesian world. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol 21, No 1
3. Bower, J. L.-Paine, L. S. (2017): The Error at the Heart of Corporate Leadership. *Harvard Business Review*, Vol 95, No 3, 50-60.
4. Denning, S. (2014): The Unanticipated Risks of Maximizing Shareholder Value. EDT 2014 October 14.
5. Denning, S. (2014): The Unanticipated Risks of Maximizing Shareholder Value. EDT October 14.
6. Donaldson, T.-Preston, L. E. (1995): The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications. *Academy of Management Review*, Vol 20, No 1, 65-91.
7. Ehret, M. (2014): The Role of Financial Economics in Economic Organisation. *Journal of Business Research*, Vol 67, Issue 1, 2686-2692.
8. Free Law Essay/Business Law. Business Bliss Consultant FZE
9. Friedman, M. (1962): *Capitalism and Freedom*. Chicago, Illinois: University of Chicago Press
10. Friedman, M. (1970): The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits. *New York Times Magazine* 32, September 13.
11. Haugen, R. A.-Heins, A. J. (1975): Risk and the Rate of Return on Financial Assets, Same Old Wine in New Buttlles. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol 10, No 5, 775-784.
12. Jensen, M.- C. (2002): Value Maximization, Shareholder Theory and the Corporate Objective Function. *Business Ethics Quarterly*, Vol 12, No 2, 235-256.
13. Jensen, M. C.-Meckling, W. H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior. Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol 3.

14. Jomo Kwame Sundarem (2017): International Development Economics Associates. Quantitative Easing of Wealth Distribution
15. Keynes, J. M. (1931): Essays on Persuasion. London, Macmillan
16. Krein, J. (2018): Share Buybacks and the Contradictions of Shareholder Capitalism. American Affairs, December 13, 1-9.2018
17. Krein, J. (2021): The Value of Nothing: Capital versus Growth. American Affairs, Vol V, No 9, 66-85.
18. Laux, J. (2010): Topics in Finance Part I – Introduction and Stockholder Wealth Maximization. American Journal of Business Education, Vol 3, No 2, 15-22.
19. Lawson, T. (2009): The Current Economic Crisis: its Nature and the Course of Academic Economics. Cambridge Journal of Economics, Vol 33, No 4, 759-788.
20. Lawson, T. (2013): Soros' Theory of Reflexivity: A Critical Comment. Revue de philosophie economique, Vol 14, 29-48.
21. Lazonick, W. (2014): Profit Without Prosperity. Harvard Business Review, Vol 92, No 9, 46-55.
22. Lazonick, W.-Jacobson, K. (2018): End Stock Buybacks Savesave the Economy. New York Times, August 23.
23. Levitz, E. (2022): Modern Capitalism Is Weirder Then You Think. It Also no longer works as advertised. Intelligencer, March, 15
24. Lintner, J.(1969): The Aggregation of Investor's Diverse Judgements and Preferences in Purely Competitive Markets. . Journal of Finance and Quantitative Analysis, Vol IV, No 4, 347-400.
25. Mandelbrot, B. (1963): The variation of certain speculative prices. Journal of IBusiness, Vol 36, 394-419.
26. Melendez-Hernandez, F. H. (2021): Economics as a Science and the Cost of Legacy of John Maynard Keynes. Academia Letters Article 3217 August 2021, 1-7.
27. Miller, E. M. (1977): Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion. The Journal of Finance, Vol 32, No 4, 1151-1168.
28. Minsky, H. P. (1992): The capital development of the economy and the structure of financial.
29. Minsky, H. P. (1996): Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economics. Working Paper No 155, Jerome Levy Economics Institute
30. Rasmussen, D. (2018): Private Equity: Overvalued and Overrated? American Affairs, Vol 2, No 1, 3-16.
31. Schwartz, H. M. (2020): Corporate Profit Strategies and US Economic Stagnation. American Affairs, Vol 4, No 3, 3-19.
32. Sen, S. (2020): Investment decisions under uncertainty. Journal of Post Keynesian Economics, Vol 43, No 2, 267-280.
33. Soros, G. (2013): Fallibility, reflexivity and the human uncertainty principle. Journal of Economic Methodology, Vol 20, No 4, 309-329.
34. Stockhammer, E. (2004): Financialization and the Slowdown of Accumulation. Cambridge Journal of Economics, Vol 28, No 5, 719-741.
35. Storm, S. (2018): Financialization and Economic Development: A Debate on the Social Efficiency of Modern Finance. Development and Change, Vol 49, No 2, 302-329.

36. Stout, L. A. (2013): The Shareholder Value Myth. Cornell Law Faculty Publications, 4-9-2013, 1-9.
37. Sweezy, P. M. (1994): The Triumph of Financial Capital. Monthly Review, Vol 46, Issue 2, June
38. Tabb, W. K. (.....): Financialization, a key contradiction of the neoliberal social structure of the accumulation. In: Handbook on Social Structure of Accumulation Theory. Ed. by Donough, T.-Mc Manon, C.-Kotz, D. M. Edward Elgar
39. Whalen, C. J. (1997): Money Manager Capitalism and the end of shared prosperity. Journal of Economic Issues, Vol 31, No 2
40. Whalen, C. J. (2002): Money Manager Capitalism: Still here, but not quite as expected. Journal of Economic Issues, Vol 36, No 2.
41. Whalen, C. J. (2013): Money Manager Capitalism. In: The Handbook of Critical Issues in Finance. Edward Elgar, 1-14.
42. Wray, L. (2009): The rise and fall of money manager capitalism: Minskian approach. Cambridge Journal of Economics, Vol 33, 807-828.
43. Wray, L. R. (2009): Money manager capitalism and the global financial crisis. Working Paper No 578, Levy Economics Institute of Bard College
44. Wray, L. R. (2011): Minsky's Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis. Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No 661
45. Zalewski, D. A.-Whalen, C. J. (2010): Financialization and Income inequality: A post Keynesian Institutional analysis. Journal of Economic Issues, Vol 44, No 3