

FAZEKAS Gyula-TÓTH Gergely

BESOROLT VILÁG

Magyarországon még csak a nagyobb bankoknak lehet és van nemzetközi minősítésük. Am előbb-utóbb – amint a régió szorosabban kapcsolódik a világgazdasághoz és a nemzetközi tőkepiachoz – a vállalati szektorban is megindulhatnak az első rating eljárások. A szerzők cikkükben bemutatják, miben segítheti a vállalatokat az, ha kötelezettségeiket számba vétetik, valamint megismertetik az olvasót a nemzetközi üzleti világban már széles körben alkalmazott és elfogadott besorolási módszerekkel.

„A pénz, ...ha jól használják és jól fektetik be, mily csodákat mívelhet a világon!” – írja Széchenyi István Naplójában. Aki pénzt fektet be, ha nem is csodát, de hozamot biztosan remél és mindezért kockázatot kell vállalnia. A számtalan befolyásoló tényezővel, mely a befektetés hozadékát meghatározza, nem egyszerű számolni. Egyes hatások erősíthetik vagy gyengíthetik egymást, s összegződésüket nem lehet előre látni. A bizonytalanság csökkentésére – vagy legalábbis mérésére – különböző módszerek alakultak ki. Közülük a következőkben a rating-et mutatjuk be.

A rating mint pénzügyi szolgáltatás

A rating szó eredetileg kategóriába sorolást vagy értékbecslést jelent. Mint gazdasági tevékenység leggyakoribb fordításai: besorolás, hitelminősítés – ezeket használjuk mi is, bár ezen magyar elnevezés nem a legszerencsésebb. A rating ugyanis nem a banki adóminősítés alternatívája, klasszikus értelemben csak a fix kamatozású kötvények értékelése.

A hitelminősítés alapvető célja, hogy egyetlen mutató által fejezzen ki *véleményt* egy adott kötelezettség kapcsán a valószínűségről, hogy az adott vállalat *időben eleget tud tenni* mind a kamat-, mind pedig a tőke-visszafizetési kötelezettségeinek¹.

A vizsgálat alapvetően konkrét kötelezettségekre vonatkozik, ám jelentős hangsúly van a vállalat működésén, így egy besorolás következtetni enged hasonló jellegű kötelezettségekre és adott szempontból magát a vállalatot jellemzi. Nem jelent azonban hozamokat, ezt a piac alakítja ki, illetve nem tanácsot jelent, csupán támpontot. A kockázatot azonban ez esetben nem abszolút szám, hanem a szolgáltatók által felállított sajátos skála méri.

A ratinggel foglalkozó cégek szakismeretüket, tapasztalataikat és természetesen információikat bocsátják ezáltal áruba. A szolgáltatás specialitása abban rejlik, hogy annak értéke egyrészt utólag derül ki, másrészt az ellenőrzése és megítélése némileg szubjektív. Sokat jelentenek ezért a felmutatható referenciák és a hírnév. Nem csoda hát, hogy *egy rating-cég legfontosabb tőkéje a bizalom*, elsősorban a befektetők bizalma, mivel az ő érdekeiket kívánja képviselni.

A szakértelemhez hasonlóan fontos a függetlenség, a minősítők tulajdonosai vagy a pénzügyi szektortól független vagy nem pénzügyi főtevékenységű vállalatok. Annak az információnak van valós értéke, amelyet nem-befolyásoltak promóciós érdekek. A minősítők ezért sokáig nem fogadtak el pénzt a besorolt vállalatoktól. Napjainkra a szolgáltatók kialakították a megfelelő kereteket függetlenségük biztosítására és bevételeik

nagyobb része már a kibocsátóktól származik (ez akár kilencven %-ot is jelenthet, I. Kocsárdi, 1995).

Szolgáltatók és szolgáltatásaik

A századforduló után alakultak a legelső besorolási tevékenységgel foglalkozó cégek, amelyekből később a két legjelentősebb, a *Moody's* és a *Standard & Poor's* (a továbbiakban: S&P) emelkedett ki. Ma is ezek a világon a legáltalánosabban ismert és elfogadott minősítő vállalkozások. A hetvenes és nyolcvanas évtizedben, a nagymértékű értékpapírosodási folyamat, valamint az értékpapír- és más pénzügyi piacok globalizációjából következően megnőtt a rating jelentősége. Egyre elfogadottabbá vált a befektetési döntésekben, illetve a SEC² a különböző nyugdíj- és öngéylező alapok befektetéseinek előírásokat kapcsolt hozzá, így szükségessé vált a rating tevékenységének szabályozása. A SEC által az említettek túl elismert minősítők: az angol székhelyű IBCA (csak a pénzügyi szektort illetően), és az amerikaiak: a Fitch (mely 1997 második felében egyesült az angol minősítővel *FitchIBCA* néven, a *Duff & Phelps Credit Rating* (rövidítve: DCR), illetve a McCarthy, Crisanti & Maffei (minősítő részlegét 1991-ben a DCR

magába olvasztotta), valamint a pénzügyi szektorra szakosodott *Thomson-Bree BankWatch*. Természetesen más országokban is léteznek minősítők, akik fontos szerepet játszanak helyi vagy regionális viszonylatban, ám nemzetközileg a két legkorosabb szolgáltatónak van kiemelkedő hitele, amivel a három említett igyekszik versenyezni.

A besorolások publikus információk, melyhez hosszabb-rövidebb elemzés is vásárolható. Elméletileg mindenki hozzájuthat (a média és különböző kiadványok útján), a kibocsátók reklámcélokra is felhasználhatják. Kiinduló pontot jelent, mely alapján az egyéni érdekeknek megfelelő döntés megszülethet. *Nem helyettesíti viszont pl. a további elemzéseket, vagy a gazdaságossági számításokat, s mindenekelőtt nem befektetési tanács,* mivel nem képes az egyéni preferenciákat kezelni, csupán konzekvens jelölést nyújt. A nagyobb kockázatokkal magasabb hozam jár, így a kereslet az egyedi döntéseknek megfelelően alakul ki.

A könnyebb áttekinthetőség érdekében álljon itt két táblázat a leginkább alkalmazott jelölésekkel³ (1. táblázat), valamint a rövid és hosszú lejáratú hitelek összetételével (2. táblázat).

1. táblázat

A besorolási jelölések áttekintése

	Standard and Poor's	Moody's	Értékelés
Befektetési kategória	AAA	Aaa	Legbiztonságosabb kötelezettség, visszafizetési képesség a legerősebb
	AA	Aa	Magas fokozat, nem észlelhető olyan tényező, mely jelentősen ronthatna a helyzetet
	A	A	Stabil, kiemelkedő fizetési képesség, több jelentős esemény hatására azonban gyengülhet
	BBB	Baa	Megbízható kategória, de bizonyos eseményekre érzékeny lehet
Spekulatív kategória	BB	Ba	A többihez képest állandó és fokozottabb kockázatoknak kitett kötelezettségek, de fizetőképesség
	B	B	A fizetéseképtelenség lehetősége idővel jelentős mértékben megnő(het)
	CCC	Caa	Már a közeljövőben jelentkezhetnek fizetési gondok
	CC	Ca	A visszafizetési képesség már jelenleg sem jó, csak igen kedvező események segíthetnek
	C	C	Fizetési gondok, megoldásukra esély nem látható (csőd szélén)
	D		Fizetéseképtelenség (ezért nem igazán alkalmazott kategória)

Források: Moody's Credit Ratings and Research (1996); Standard & Poor's Rating Guide (1979)

A rövid lejáratú hitelek besorolása – összefüggésben a hosszú lejárat besorolásával

Moody's				S&P			
Aaa				AAA			
Aa1				AA+			
Aa2				AA		A-1+	
Aa3		Prime-1		AA-			
A1				A+			----A-1
A2				A			
A3			Prime-2	A-			
Baa1				BBB+			A-2
Baa2				BBB			
Baa3		Prime-3		BBB-		A-3	
Ba1	-----	-----	Not prime	BB+	-----B		

Források: Moody's Credit Ratings and Research (1996); Standard & Poor's Rating Guide (1979)

Felhasználás

A nagybefektetők elsősorban *kiindulási alapként* és saját elemzéseik kontrolljára alkalmazzák a jelölések által tömörített véleményt, a bankok és pénzügyi intézmények döntéseik támogatásában, a gazdálkodó szervezetek üzleti partnereik (bankok, közvetítők, kereskedelmi partnerek stb.) megítélésére, a kibocsátás szervezői pedig marketing célra. Az innovatív pénzügyi eszközök jelentős kockázatokat jelentenek, így pl. egy kamat-swap ügylet kötését jelentősen megkönnyítheti, hisz a partner fizetőképességét jelöli.

A *gazdálkodó szervezetek* ezen indokok miatt hajlandók fizetni kötelezettségeik besorolásáért. Természetesen léteznek a vállalatok által nem igényelt besorolások (a szolgáltatási ág így kezdett működni) – igaz ezek információs értéke kisebb, mivel azok csupán publikus információkra épülnek, melyet kötelező feltüntetni. Ez elsősorban a hagyományokkal rendelkező amerikai piacra jellemző. Az európai érdekeltségű piacokon erre pénzügyi és bizalmi okokból csupán a Moody's és a FitchBCA vállalkozik, s ez utóbbi cég hajlamos előzetesen megküldeni elemzését a kibocsátónak véleményezés céljából, és vállalja, hogy a bizalmas információkon alapuló besorolást nem publikálja, ha az együttműködést vállaló cég ezt kéri. A nagyobb besoroló ilyen kötelezettséget nem szívesen vállal.

Azon kibocsátónak, amelynek nincs különösebb takargatnivalója, érdeke vállalni az együttműködést, így biztosítva megítélésének realitását.

Mivel a rating viszonylag *széles körben elfogadott és használt eljárás*, a vállalat szempontjából egy kedvező besorolás látványos, meggyőző erejű érv lehet egyes befektetői körök bizalmának elnyerésében, mely megszerülhető anyagi követelményekkel is jár (alacsonyabb finanszírozási költségek). Az együttműködés vállalásakor azonban az anyagi előnyökön túl vállalati stratégiai szempontok is szerepet játszhatnak.

- gyorsabb, könnyebb, egyszerűbb és kiszámíthatóbb az idegen forráshoz jutás (szélesíti a potenciális befektetők körét),
- nyíltságot igényel, így nő a készlet a versenyre (a megmérettetés nemcsak a vezetőket segíti, de a tulajdonosokat is azok megítélésében), vagyis segíti a piacorientáltság fenntartását,
- piaci megrázkódtatások idején a befektetői bizalom fenntartását segítheti.

A *rating jellemzői*, melyet az alkalmazói kihasználhatnak:

- pártatlan,
- összehasonlítható,
- stabil értékű,
- szakszerűnek és átfogónak tekintett,
- közérthető

de:

- nem tanácsol,
- nem árfolyam meghatározó.

Ezt természetesen igazolni igyekeznek maguk a minősítő cégek is. Meggyőző erejűek a számok, ezért rendszeresen statisztikákat vezetnek különböző szempontok szerint. Az egyik kimutatás a tranzíciós mátrix, mely a minősítés időbeli stabilitását mutatja. A Moody's esetében ez pl. az öt éves időhorizonton a következő:⁴ (3. táblázat)

Hasonló, de ezzel közvetlenül nem összevethető kimutatásokat készít az S&P is, ezért egy másik statisztikájukat idézzük: 1981 és 1996 között átlagosan

gadottságukon. Ma a besorolásokat széles körben figyelik.

A gyakorlat azt mutatja, hogy a minősítés javítása az adott vállalat értékpapírjainak árfolyamában nem tükröződik jelentősen, mert a piac már korábban beépíti a várakozásokba a javítást. A piac tehát mindig rendelkezik saját véleménnyel, mely eltérő is lehet. Ezzel szemben az irodalom szerint a minősítés rontása erőteljesen jelentkezik a papírok árfolyamában, szignifikáns csökkenés mutatható ki a bejelentést követő időszakban. A jelenség hátterében a negatívumok iránti fogékonyságot fedezhetjük fel, vagyis a gazdasági logikát a pszichológiai jellemzők gyengítik.

3. táblázat

A minősítés időbeli stabilitása

(Moody's 1920-1992) Induló besorolási kategória	Öt év múlva:	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	default	visszavont
Aaa		60,78%	15,21%	4,33%	0,96%	0,49%	0,09%	0,03%	0,14%	17,96%
Aa		3,43%	54,14%	15,93%	3,42%	1,16%	0,20%	0,02%	0,58%	21,12%
A		0,20%	5,85%	55,74%	10,34%	2,58%	0,69%	0,08%	1,08%	23,43%
Baa		0,09%	0,92%	10,01%	47,06%	8,03%	2,00%	0,32%	2,28%	29,28%
Ba		0,04%	0,26%	1,92%	10,40%	36,48%	8,09%	1,29%	5,90%	35,62%
B		0,02%	0,09%	0,48%	2,41%	10,25%	32,12%	3,53%	12,91%	38,19%
Caa-c		0,00%	0,00%	0,02%	1,57%	4,03%	7,77%	29,60%	27,98%	29,04%

Forrás: Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers 1920-1996

besorolásaik 82,26 %-a változatlan maradt. A változó 17,74 %-ból 6,05 % visszavonás volt, 1,21 % default, míg 6,34 %leértékelés, 4,14 % pedig a minősítés javítása⁵.

A stabilitás kérdéséhez tartozik, hogy felülvizsgálatra évente csupán egyszer kerül sor, ha nem következik be a fizetőképességet jelentősen befolyásoló rendhagyó esemény.

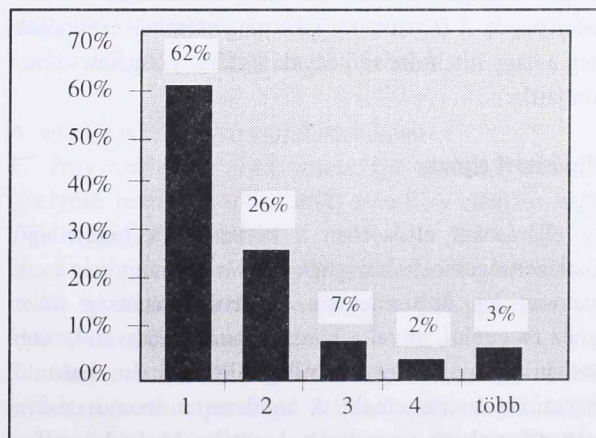
A táblázat a besorolás stabilitásán túl az egyes kategóriákra jellemző visszafizetési problémák gyakoriságát is mutatja⁶. A statisztikák természetesen annál kedvezőbb képet mutatnak, minél közelebbi időpontot választunk a kiindulópontoz képest. Utalnak továbbá arra, amit az 1. ábra is mutat, mely szerint ha változik a minősítés, annak mértéke kicsi (az alfanumerikus skálán egy kategóriát jelent pl. a Baa3 kategóriából a Baa2-be való átlépés).

Ami ellene szól

A rating elterjedtsége erősen kötődik az amerikai befektetővédelmi előírásokhoz, amely sokat segített elfo-

1. ábra

A Moody's alfanumerikus besorolásainak változása annak mértéke szerint (1982. ápr.-1997. márc.)



Forrás: Moody's Rating Migration and Credit Quality Correlation 1920-1996

A fizetőképességet objektív volta ellenére nem feltétlenül egyszerű feltárni. A vállalatok oldalán sok esetben működik közre rating-tanácsadó. Szerepe elsősorban a prezentáció és a megfelelő fellépés kialakításában van, mivel jobban ismeri a kulturális különbségeket és az eljárást. Ezzel a rating cégeket is segíti, akik ezért nem tekintik a közreműködést negatívumként. A tanácsadók tevékenységükkel mindenesetre korlátozott mértékben képesek lehetnek befolyásolni a minőségi tényezők értékét, melynek teszteléséről nincs tudomásunk.

A tudományosnak tekintett eljárások ellenére a különböző cégek által végzett besorolások – ha nem is jelentős mértékben, de – esetenként különböznek. A minősítők közötti különbséget statisztikai módszerekkel a Federal Bank of New York szakemberei: Richard Cantor, Frank Packer és munkatársaik vizsgálták. A DCR és a Fitch eredményei átlagosan magasabbak, mint a két nagy által megítéltek, igaz ez a különbség minimális (az alfa-numerikus skálán 0,46–0,74). Ennek egy része a vizsgálat mintavételi hibájából adódik, másik része viszont a kategóriák minimálisan eltérő határaiból. Alkalmanként azonban a Moody's és az S&P véleménye is különbözik.

Az említett vizsgálatok eredménye szerint a hozamok legszorosabb kapcsolatban – az S&P és a Moody's esetlegesen eltérő véleménye esetén – ezek átlagával állnak fenn. A kapcsolat a befektetési kategória határának környékén a legerősebb, s gyengébb a legmagasabb besorolások esetében (a rosszabb besorolással is hasonló erejű kapcsolatot mutattak ki, vagyis ismét jelentkezik a pszichológia).

A kételyek ellenére a rating egyre terjed, használata más információkhoz viszonyított hatékonyságát bizonyítja. Közép- és Kelet-Európának is minél jobban meg kell értenie lényegét, hiszen már meg is jelentek az első besorolások. A folyamatok jobb megértéséhez vizsgáljuk meg a nagy hitelminősítő cégek legfőbb vizsgálati szempontjait!

Minősítési eljárás

Az eljárásokat elsősorban a kötvény- és hiteljellegű kötelezettségekre fejlesztették ki, s a két nagy cég csak óvatosan lép új területekre. A standardizáltság fokát nehéz megítélni, mivel a konkrét munkamódszerek több esetben titkosak, vagy némileg eltérők, ám hasonló tényezőket mérlegelnek. A módszertan bemutatására ezért a leginkább formalizált, legszélesebb körben elfogadott és legrégebben alkalmazott hosszú lejáratú kötvények minősítésének eljárását alkalmazzuk.

A besorolást végző cég folyamatosan gyűjti és értékeli az adatokat a cégről, melynek célja feltárni a következő kockázatszoportokat:

1. *üzleti kockázat*, amely tartalmazza a szektorális kockázatot, a kibocsátó helyzetét az iparágon belül (technológiai fejlettségi színvonalban, marketingben, hatékonyságban, a vezetés minőségében) és a versenyhelyzetet.

2. *pénzügyi kockázat*, aminek legfontosabb eleme a pénzügyi jellemzők elemzése, a vizsgált vállalat pénzügyi helyzetének jellemzése, cash-flow fedezettsége, tőkeszerkezete, nyereségének alakulása.

Vizsgált tényezők

A hitelminősítő intézetek megvizsgálják a következőkben vázolt kritériumok értékeit, és ezek alapján készítik el végleges megítélésüket. Ezek a cégek mindig együtt vizsgálják ezeket a szempontokat, és nem nyilatkoznak arról, hogy egy adott vállalkozás esetében mekkora súlya volt a különböző tényezőknek. Az S&P értékelési eljárásában legfontosabb elemek (Standard and Poor's Rating Guide 1979):

Országkockázat:

Politikai kockázat:

1. a politikai rendszer jellemzői,
2. a kormány megítélése,
3. szociális csoportosulások és társadalmi szervezetek (pl. hadsereg, egyházak, parasztok, etnikai csoportok, munkások).

Gazdasági kockázat:

1. demográfiai helyzet és struktúra,
2. gazdasági struktúra (pl. infrastruktúra, nyersanyag-lelőhelyek, a különböző szektorok közötti megoszlás),
3. gazdaságpolitika (pl. az árak és bérek, pénz- és költségvetési politika, külpolitika).

Szektoriális kritériumok:

1. konjunktúraérzékenység,
2. az erőforrások felhasználásának szerkezete (azaz mennyire munka- illetve tőkeintenzív, vagy nyersanyagigényes az ágazat, K+F költségek stb.),
3. versenykörnyezet,
4. az állami szabályozás szerepe,
5. keresleti viszonyok és növekedési lehetőségek.

Általános vállalati szempontok:

1. relatív részesezés,
2. nyereségesség,
3. költségstruktúra a versenytársakkal összehasonlítva,
4. vállalati struktúra: más vállalkozásokkal kötött szerződések vagy egyéb függőségi kapcsolatok; anyavagy leányvállalatok; a társult vállalatok pénzügyi helyzete; a kapcsolat haszna illetve egy esetleges megszakadás veszélye stb.
5. a menedzsment megítélése.

Pénzügyi vállalati szempontok:

1. bérszínvonal a konkurensekkel összehasonlítva,
2. várható pénzbevételek és kötelezettségek,
3. mérlegen kívüli kötelezettségek,
4. pénzkivonási lehetőség osztalék formában, nem biztosított nyugdíj kötelezettségek és soron kívüli jövedelmek a felvásárlásokból,
5. likviditási helyzet,
6. a tőkeszerkezet összetétele.

Hasonló elemeket vizsgál a többi elismert minősítő is (Izd. még: Zahn 1995; Corporate Rating Methodology IBCA, 1994)

Először az országkockázatot állapítják meg. Kiemelt jelentőségét annak köszönheti, hogy az ország minősítése – szemben a többi csoporttal – *felső plafonként van jelen* a vállalat megítélésénél nem pedig összehasonlítási alapot képez. Ennek legfőbb okai a gazdaság szabályozás és a devizák értékállósága, átváltási kondíciói, melyek nagyfokú stabilitása a fizetések biztonsága miatt kívánatos.

Kivételet csak különleges esetekben figyelhetünk meg, ám a különbség ekkor sem lehet nagy. Legkézenfekvőbb példa, ha a kibocsátás egy más szabályozási környezetben (külföldön) elkülönült cash-flow-hoz és pénzforgalomhoz kapcsolódik, elkerülve az átváltozásokat. A vállalat nagyarányú exportbevétele azért nem indok, mert ebben az esetben ez utóbbi kritérium nem teljesül.

Az országkockázat feltérképezése során mind a menynyiségi, mind a minőségi szempontok tárgyát képezik a vizsgálatnak. Az infláció alakulása, a költségvetés, a fizetési mérleg, az adósságállomány és egyéb számokkal jól jellemezhető tényezők mellett nagyon fontos kérdés például a monetáris hatóság és a kormány válaszadó képessége és hajlandósága a különböző gazdasági eseményekre, a gazdaság további növekedési potenciálja, a gazdaságpolitika kiszámíthatósága, vagy a politikai és

szociális helyzet. Lehetőség és szükség van ezért arra, hogy az elemző a saját, szubjektív véleményét is beépítse az értékelésbe, mivel a minőségi ismérvek értékelése ezt igényli. Aminek általában magas értéke van: az az átláthatóság és a stabilitás.

Lejárat hiányában *hosszú és a rövid időtávot* szoktak elkülöníteni az értékelésnél. Megkülönböztetés illeti a saját és egyéb devizában vállalt kötelezettségeket is (az átváltás kockázata csak ez utóbbinál jelentkezik). A nemzetközi piacokat az összehasonlíthatóság és a kötelezettségek devizaneme miatt természetesen elsősorban a hosszú lejáratú külföldi devizában vállalt kötelezettségek kockázati plafonja érdekli, általában ezt a mutatót érték országkockázaton.

Az adott szektor megítéléséről minden rating cég *tanulmányokat* készít és konzultációkat folytat a szektorban működő és azt lényegesen befolyásolni képes egyéb piaci szereplőkkel is. Ezen tanulmányok lesznek kiinduló pontjai adott vállalat(ok) értékelésének.

Következő lépésben a vállalat kerül a vizsgálat középpontjába: részletes elemzésnek vetik alá a vállalatot (basic operating position), a vezetést és a pénzügyi helyzetet. Ennek módja a minősítő kérésének megfelelően a vállalat által összeállított *írásbeli anyag és egy találkozó a kibocsátó menedzsmentjével*, melynek legfőbb témái: pénzügyi adatok, kimutatások szolgáltatása az elmúlt öt-tíz évre; vezetőségi előrejelzések és tervek, illetve ennek várható pénzügyi következményei, valamint a kontroll megteremtése.

A vezetőségi beszélgetés során elsősorban minőségi tényezők kerülnek előtérbe, melyek egy ipari vállalat esetében rendszerint: vállalati háttér és történelem, filozófia és stratégia, pénzügyi menedzsment és számviteli politika, egyéb témák (szektorális és gazdasági kérdések megvitatása, kiemelt fontosságú pontok – pl. vállalati kockázatkezelés –, fúzió lehetősége stb.)

A vállalat pénzügyi vizsgálatának elemei:⁷

1. *Hagyományos arányszámokkal történő elemzés* (melynek részei pl.: tőkeáttétel, cash-flow elemzés, saját tőke nagysága, forgótőke)
2. *A saját tőkearányos nyereség elemeinek a vizsgálata:* belső források keletkezése, aránya, felhasználása, az ágazati átlagtól való eltérés okai stb.
3. *Nem pénzügyi faktorok:* egy teljes vállalati elemzéshez nemcsak a pénzügyi helyzet jellemzése tartozik, hanem figyelembe kell venni az arra ható tényezőket is. Ezek közül a legjelentősebbek: a menedzsment minősége és kvalitása, illetve a külső tényezőknek való kitettség

(mennyiben hatnak a vállalatra és eredményére a külső tényezők, pl. szabályozás).

A legfontosabb pénzügyi mutatók és azok mediánjai az amerikai vállalatokra (1990–92) az S&P alapján⁸: (4. táblázat)

Az említett mutatók formái:

$$\text{Kamatfedezettség1} = \frac{\text{Adózás előtti jövedelem} + \text{kamatköltség}}{\text{Bruttó kamat}}$$

$$\text{Kamatfedezettség2} = \frac{\text{Adózás előtti jövedelem} + \text{kamatköltség} + \text{bruttó járadék}}{\text{Bruttó kamat} + \text{bruttó járadék}}$$

$$\text{EBITDA kamatfedezettség} = \frac{\text{Adózás előtti jövedelem} + \text{kamatköltség} + \text{értékcsökkenés}}{\text{Bruttó kamat}}$$

$$\text{Működési jövedelem a teljes adósság \% -ában} = \frac{\text{Működési jövedelem}}{\text{Teljes adósság}} \times 100$$

$$\text{Szabad működési cash-flow a teljes adósság \% -ában} = \frac{\text{Szabad működési cash-flow}}{\text{Teljes adósság}} \times 100$$

$$\text{Adó előtti jövedelem az állandó tőkéhez viszonyítva} = \frac{\text{Adózás előtti jövedelem} + \text{kamatköltség}}{\text{Az év eleji és végi rövid lejáratú kötelezettségek, nem esedékes adók, kisebbségi részesedések tőkevagyon átlaga valamint a rövid lejáratú kölcsönök éves átlaga}}$$

4. táblázat

Ipari hosszú távú adósságok minősítése során a vizsgált vállalatnál a pénzügyi mutatók mediánjai (1990–1992)

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Kamatfedezettség1	16.7	9.31	4.41	2.30	1.31	0.77	(0.06)
Kamatfedezettség2	6.77	4.83	2.93	1.80	1.23	0.88	0.54
EBITDA kamatfedezettség	20.12	12.67	6.42	4.02	2.36	1.51	0.57
Működési jövedelem/teljes adósság	128.5	72.7	43.1	27.7	16.1	9.2	4.8
Szabad működési cash-flow/teljes adósság	34.8	30.6	13.3	4.1	1.3	(1.9)	2.7
Adó előtti jövedelem az állandó tőkéhez viszonyítva	28.2	19.2	14.9	9.8	10.0	6.1	(0.4)
Működési bevétel/értékesítés	21.6	16.0	13.9	12.3	10.3	9.7	9.8
Hosszú lejáratú adósság/tőke	11.1	17.0	29.7	40.4	53.0	56.8	74.8
Teljes adósság/kapitalizáció1	21.9	26.4	37.2	46.5	59.7	65.9	84.6
Teljes adósság/kapitalizáció2	33.0	37.8	48.1	58.5	72.7	75.1	87.1

Magyarázat:

Adózás előtti jövedelem a folyamatos tevékenységből: Nettó bevétel a tevékenységből speciális könyvelési tételeket, kisebbségi részesedéseket és a hitelek visszavásárlásából eredő hasznokat figyelmen kívül hagyva, és hozzáadva a jövedelemadót.

Nyolcszoros járadék: A bruttó fizetett járadékok nyolcszoros értéken vannak figyelembe véve.

Saját tőke: A részvényesi tőke (elsőségi részvények is) és a kisebbségi részesedések

Szabad működési cash flow: A működésből származó jövedelem csökkentve a tőkeköltségekkel és - (+) a forgótőke növekedése (csökkenése) [nem beleértve a pénzállomány, piacképes értékpapírok és a rövid távú kötvények változásait].

Működésből származó jövedelem: A termelési tevékenységből származó nettó jövedelem, növelve az értékcsökkenési leírással, később esedékes jövedelemadó-fizetéssel és egyéb nem pénzügyi tételekkel.

Bruttó kamat: A bruttó kamat a tőkésített kamatokkal és a kamatbevéttel csökkentve.

Bruttó járadék: Bruttó kifizetett járadék az esetlegesen kapott járadékok nélkül.

Kamatköltség: Kamatok a tőkésített kamatokkal csökkentve.

Hosszú lejáratú adósság: Tartalmazza a tőkésített hitelesítési kötelezettségeket is a mérlegben.

Üzleti tevékenység bevétele: Értékesítés levonva belőle az eladott áruk feldolgozási költségeit (amortizáció előtt), általános és adminisztrációs, valamint a kutatási-fejlesztési költségeket.

Teljes adósság: Hosszú távú adósság, valamint az esedékes kötelezettségek, a kereskedelmi kötvények (CD) és más rövid lejáratú kölcsönök.

$$\text{Működési bevétel az értékesítés \% -ában} = \frac{\text{Működési jövedelem}}{\text{Értékesítés}} \times 100$$

$$\text{Hosszú lejáratú adósság a tőke \% -ában} = \frac{\text{Hosszú távú adósság}}{\text{Hosszú távú adósság} + \text{saját tőke}} \times 100$$

$$\text{Teljes adósság a kapitalizáció1 \% -ában} = \frac{\text{Teljes adósság}}{\text{Teljes adósság} + \text{saját tőke}} \times 100$$

$$\text{Teljes adósság a kapitalizáció2 \% -ában} = \frac{\text{Teljes adósság} + 8\text{szoros járadékfizetés}}{\text{Teljes adósság} + \text{saját tőke} + 8\text{szoros járadékfizetés}} \times 100$$

Ezt a táblázatot az elemzők csupán kiindulási alapként használják három okból. Először is a szektoriális irányadó mértékek nagyon jelentékeny eltéréseket tartalmaznak. Másodsorban a pénzügyi mutatószámok csak az elemzés egy részét képezik. Harmadrészt egy jó elemzéshez ugyanannyira szükséges mérleget készíteni és elemezni a jövedelmi helyzetet, mint ezeket az eredményeket összehasonlítani más vállalatok pénzügyi helyzetével.

Hangsúlyos elemként veszik figyelembe a *kibocsátás sajátosságait*, melynek legfontosabb kérdése a fedezettség. Az esetek egy részében nem csupán a kibocsátó jövedelemtermelő képessége jelent forrást a visszafizetésre, hanem valamely pénzügyi értékkel bíró eszköz, vagy egy harmadik fél biztosítéka. Az amerikai irodalom által „structured finance” kifejezéssel megnevezett fogalom klasszikus példái a jelzálog és a szindikálás. A tényező lényegi szerepe: csőd esetén a befektetőt érő veszteség mértékének meghatározása, amit nem csupán a kötelezettség típusa határoz meg, hanem például az adott jogrend és szokások is. Ennél a pontnál sem létezik ezért abszolút objektivizmus.

Legtöbb kritika azonban a vizsgált tényezők súlyozását éri, mivel azok üzleti titoknak minősülnek. A négy csoport felmérésének konkrét módját sem publikálják a minősítők, ám az a konkrét eljárások alatt kiderül, szemben az egyes tényezők megítélésének módjával.

Különböző neves minősítők véleménye a tapasztalatok szerint csak csekély mértékben tér el egymástól, mivel alapvetően ugyanazt vizsgálják, s ugyanarra vagy hasonló tapasztalatra építhetnek. Vannak azonban cégek, akik egy iparágat (vagy régiót) jobban ismernek, ezért megbízhatóbb besorolást adnak – ez pedig a kelet-európai eltérő piaci környezet miatt fontos! A regionális specializáció még nem jellemző, a szektoriális elkülönülés azonban már elkezdődött – elsősorban a besorolást folytatott

cégeken belül. A már említett pénzügyi intézmények besorolása oly mértékben különbözik az általunk tárgyalt eljárástól, hogy nincs értelme azt tárgyalni, e helyett viszont röviden tárgyalunk két kevésbé ismert területet: a közszolgáltatók és a részvények besorolását.

Közszolgáltató és önkormányzati kötvények értékelésének sajátosságai

Az önkormányzati kötvények, illetve a közszolgáltatást ellátó vállalatok (mint pl. a víz- illetve elektromos művek) adósságpapírjai általában a *legbiztonságosabbak* közé tartoznak. Ennek oka a stabil bevételek, a konjunktúraérzékenység alacsonyabb szintje, illetve a gazdasági jelentőség nyújtotta esetleges állami szerepvállalás, így gyakori ezen vállalatok AA vagy AAA minősítése. A jó minősítés ellenére előfordult már (pl. 1932-ben), hogy ezek a kibocsátók nem tudták teljesíteni a fizetési kötelezettségüket (78 % három évvel korábban még AA vagy jobb minősítést kapott, míg 48 % egyenesen AAA minősítéssel bírt). Azóta természetesen a hitelminősítő cégek teljesen hasonló színvonalú adatszolgáltatást várnak el a közszolgáltató vállalatától, mint a többi, versenyszférában működő vállalatától. Ennek ellenére még ma is előfordulhatnak nagyobb tévedések, egy viszonylag frissebb példa a Washingtoni Áramellátó Rendszer esete. Besorolása csak lassan romlott, s a nyolc Mrd USD-os adósságából végül két Mrd-ot nem tudtak kifizetni.

A két legnagyobb minősítőnél, az S&P-nél és a Moody's-nál a vizsgált tényezők ebben az esetben is hasonlóak, de a súlyozásukban eltérések lehetnek. Fabozzi (1995) szerint az előbbinél az ellátott körzet vizsgálata, szociális helyzete kap nagyobb hangsúlyt, míg a Moody's esetében az adósságszolgálat és a vállalat előélete kap nagyobb szerepet. Ezért fordulhatnak elő jelentősebb eltérések.

Saját tőke besorolása (ranking)

A saját tőke besorolásában úttörő szerepet játszik az S&P ügynökség. Vizsgáljuk meg, milyen módon értékeli a részvényeket, illetve hol vannak jelentősebb eltérések a hitelek és a részvények értékelése között.

Minősíteni nem csak a vállalat által felvett hiteleket lehet, hanem saját tőkéjét is. Az S&P ezt a fajta részvénybesorolást (common stock) ranking-nek nevezi. Világosabb megkülönböztetés érdekében más jelölést alkalmaznak a részvénytőke értékelésénél, s szervezetileg is *elkülönítették* e részletet, kizárva az információcserét. Ebben a folyamatban a vizsgálat tárgyát úgy ítélik meg,

hogy kiválasztott értékelési kritériumokat sorrendbe rendeznek. Ténylegesen ez olyan besorolási rendszer, ahol a vizsgált objektumok sorrendjét nem egy csoporton belül vizsgálják, hanem egy tényleges rating-skála felállításával. A befektetők számára a ranking statisztikai eszköz, amelynek a segítségével ki lehet választani azt a részvénycsoportot, amely a befektetési céljaiknak leginkább megfelel.

„A ranking nem előrejelzés arra vonatkozóan, hogy a piaci árak hogyan fognak alakulni, hanem alapjában véve egy becslés a múltbeli jövedelmezőség, osztalék és a pillanatnyi helyzet alapján.”⁹ Az S&P a saját besorolási rendszerét úgy jellemzi, mint „nyereség és osztalék-minősítés”, ami alapvetően különbözik a ratingtól, mert a visszafizetés helyett a nyereségességre koncentrál. Habár leszögezik, hogy az eljárás során sokféle kritériumot vesznek figyelembe, ennek ellenére a legnagyobb súllyal a következők esnek latba: a célvállalat külső stabilitása, növekedése, a nyereség és az osztalék fejlődési üteme. Azért ezeket az elemeket választották ki, hogy a kritériumok a gazdasági és pénzügyi folyamatok végeredményeként álljanak elő, s így vissza lehessen következtetni a vállalat gazdasági teljesítményére. Ez pedig a részvény minőségének megítélését teszi lehetővé. Ahhoz, hogy a nyereség- és az osztalékkritériumokat számszerűsíteni lehessen, meg kell vizsgálni az előző tíz évet, valamint értékelni kell a stabilitást és a növekedési lehetőségeket.

Az osztalék stabilitásának értékelésekor meg kell vizsgálni, hogy a nyereség az előző évhez viszonyítva hogyan változik, milyen gyakran lépnek fel negatív változások benne, és milyen alapelvek szerint határozzák meg az osztalék mértékét. A növekedés meghatározásához a vizsgált időszak elején levő nyereségszintet kell összehasonlítani az utolsó három év átlagos értékével. Hasonló módon vizsgálják az osztalék fejlődését is.

Az S&P ranking is a befektetési döntéseket segíti és a ratinghez hasonlóan nem ad befektetési tanácsot. A befektetők számára közérthető módon nyilatkozik a vállalat gazdálkodási kilátásairól, s a részvényárfolyamok jövőbeli alakulására ez van a legnagyobb hatással. A piaci kilengéseket, anomáliákat, amelyeket az egyéni várakozások okoznak, természetesen nem magyarázza.

A témáról részletesebben Wagner (1991), illetve a S&P Stock Guide írnak.

Rating Kelet-közép Európában

A régió országai múltjukból fakadóan és ennek következtében újdonság értékükkel sokszor fekete dobozt je-

lentenek a befektetők számára. Az egyes országok kockázatainak megértése s megítélése nem egyszerű, mivel ezek az új piacok most léptek a stabilizáció útjára – ha egyáltalán megtették ezt a lépést – és képlékenyek a körülmények, így a véleményekben nagy különbségek fedezhetők fel. Amennyiben sikerül találni egy összevethető, objektív mutatót, annak magas értéke van. Kérdés tehát, hogy a rating alkalmazható-e ebben a régióban?

A gyakorlat azt mutatja, hogy az országkockázat meghatározása igen elterjedt (a jelenlegi helyzetről l. az 5. táblázatot), ám a bankokon kívül csak kevés gazdálkodó szervezet kötelezettsége van besorolva, illetve folyik jelenleg az eljárás. Ezért jelenleg csupán az országkockázati besorolásokat érdemes áttekinteni a kelet-európai országok esetében, és az eltéréseket (viszonyításképpen a dél-európai országokkal együtt; 1997. novemberi állapot¹⁰; feltüntetve az alfanumerikus különbséget a két cég véleménye között):

	Moody's	Standard & Poor's	Eltérés
Spanyolország	Aa2	AA	0
Olaszország	Aa3	AA	1
Portugália	Aa3	AA-	0
Szlovénia	A3	A	1
Cseh Köztársaság	Baa1	A	2
Észtország	Baa1	nincs minősítve	-
Lettország	nincs minősítve	BBB	-
Görögország	Baa1	BBB-	2
Lengyelország	Baa3	BBB-	0
Magyarország	Baa3	BBB-	0
Horvátország	Baa3	BBB-	0
Szlovákia	Baa3	BBB-	0
Litvánia	Ba2	BBB-	2
Oroszország	Ba2	BB-	1
Románia	Ba3	BB-	0
Törökország	B1	B	1
Bulgária	B3	nincs minősítve	-

Csak a legnagyobb konszolidált helyzetű vállalatok számára éri kilépni a nemzetközi porondra, ahol már elterjedt, sőt elvárt a rating. A banki hitelezés szabályainak lazasága olcsóbbá tette a hazai hiteleket és nem készültek fel a cégek a követelményeknek való megfelelésre. Ez a helyzet elsősorban a visegrádi országok esetében változott meg, ez az a kör melynek debütálása várható napjainkban. A tőkehiány azonban az egész régióra ösztönzőleg hat. A minősítők jelenleg fokozott érdeklődést mutatnak a térség iránt¹¹.

Egyes országokon belül a besorolásnak egyelőre nincs jelentős kereslete, mivel a fejletlen pénzügyi piacokon még nem kezdődött el az olyan fokú értékpapírosodás, mint Nyugat-Európában, s ennek több oka is van. Egyrészt a viszonylag magas, változó mértékű infláció és az erősen változó gazdasági körülmények rövid távú gondolkodásmódra készítetnek, másrészt a piacokon a keresleti oldal sem volt jelentős. Az ország tőkepiacainak részleges, vagy éppen teljes megnyitásával azonban jelentős mennyiségű külföldi tőke is áramlott és áramlik be ezen országokba, amely ott újabb befektetési lehetőségeket is keres.

A besorolás alapvető lényege a hosszú távú időhorizontra való előrejelzés, ami Kelet-Közép Európában meglehetősen bizonytalan. A régió esetében nem áll fenn a viszonyok olyan fokú stabilitása, mint a fejlett gazdaságú országokban. A stabil helyzetű vállalatok számára a legnagyobb veszély a politikai és gazdasági keretfeltételek változékonysága: leginkább ez tartja vissza a cégeket és a hitelezőket a tíz-húsz éves adósságok vállalásától.

A számszaki adatok esetében fontos, hogy a számviteli eljárások különbözősége figyelembevételének következetesnek kell lennie, mely nem mindig könnyű, de az IAS¹² segítségével megoldható. Lehetetlenné vagy értelmetlenné válnak viszont bizonyos elemzések, a történelmi adatokat pedig fenntartással kell kezelni.

A minősítő cégek gyakorlati tapasztalattal rendelkeznek arról, ahová a régió tart. Az utat kellene azonban jobban ismerniük, ahhoz hogy hasonlóan hatékony legyen a rating, mint őshazájában. A besorolás meghatározásának konkrét módja titkos, ezért nehéz az elemzések felhasználását illetően állást foglalni, illetve nem létezik abszolút objektív vélemény.

A befektetők számára a helyi ismeretek hiányában a rating továbbra is fontos információkat tömörít, így a nemzetközi tőkepiacokat használni szándékozó vállalatok nagy valószínűséggel alávetik magukat az eljárásnak. A rating ezért terjedni fog régióinkban is.

Egyes országok az európai integrációra törekednek, s ebből a szempontból is hasznos lehet számukra a piaczgazdasági alapokon kifejlődött szolgáltatás: egyrészt mint a gondolkodásmód megismerését segítő, másrészt mint hírnevet támogató eszköz. A legjobb vállalatok ezért is vállalkozhatnak rá, hogy vállalva az országkockázat által jelentett korlátot besoroltassák magukat¹³.

Egyelőre nincs tudomásunk a módszer különböző régiókra vonatkoztatott hatékonyságának statisztikai vizsgálatáról. Ennek egyik oka, hogy az USA-n kívüli

székhelyű kibocsátók száma csak a nyolcvanas évek végére emelkedett meg.

Hazánkkal kapcsolatban megfigyelhető egy érdekes tény. 1989-ben az ország besorolása kedvezőbb volt a jelenleginél (akkor még csak a Moody's jegyezte az országot: Baa2). Ez utólag inkonzisztensnek tűnik, s a befektetési kategória 1990-es elvesztése után csak 1996-ban sikerült ismét visszalépni a kategóriába a jelenleg is érvényes besorolással. Az IHB (az egyik belföldi minősítő cég) által 1997. szeptemberében rendezett rating-konferencián hangzott el, hogy a piac akkori értékelése szerint hazánk 1-2 kategóriával feljebb jellemző kondíciókat élvez.

Az értékelések¹⁴ szerint Magyarország gazdasági szerkezete kedvezően változik, ám a még mindig magas eladósodottsága és az infláció miatt megítélése nem számít a régió legjobbjának. A beindulni látszó konjunktúra ellenére fontos gazdasági kérdések nem dőltek el (pl. egészségügyi reform, a költségvetési hiányok mértéke), az új kormány intézkedései minden irányban módosíthatják a jelenlegi országgockázatot, mely (az S&P, ill. a Moody's rendszeres tájékoztatói szerint):

- ▶ külföldi devizában hosszú lejáratra vállalt kötelezettség esetén¹⁵: BBB-, ill. Baa3; rövid lejáratra a Moody's megítélése: P-3
- ▶ forintban hosszú lejáratra vállalt kötelezettség esetén az S&P értékelésében: A-; rövid lejáratra: A-1

Gazdasági szempontból legfontosabb a stabil, kiszámítható növekedés elérése (nem az átmeneti nekilödulások), amire kedvezően hat a bankkonszolidáció és a privatizáció lezárulása, megalapozott monetáris és fiskális politika.

Lábjegyzet

¹ Részletesebben: Moody's Credit Ratings and Research (1996) és Standard and Poor's Rating Guide (1979)

² Securities and Exchange Commission, az USA befektetővédelmi szervezete, I. Caton-Packer (1994)

³ A hosszú lejáratú kötelezettségek esetében alkalmazott betűkombinációk; az értékelések nem a társaságok által megadott szakszerű leírások, hanem az elkülönítést segítő értelmezések! Az egyes kategóriákon belül +/-, és/vagy számok segítik a további elkülönítést, illetve „outlook”, azaz kitekintés megjegyzésekkel lehet még árnyalni a képet.

Érdekeség, hogy a széles körben használt S&P jelöléseket John Moody találta ki, ám az 1920-as években majdnem kiszállt az általa teremtett szolgáltatási ágból olyan lassan érett

meg iránta a bizalom. A megkülönböztetés érdekében kellett új, hasonló szimbólumokat alkotnia.

⁴ A *default* kifejezés értelmezése Moody's esetében elég szigorú. Hibás teljesítésnek minősül egy kifizetés akkor is, ha annak teljesítésére a kibocsátónak nem szokásos lépéseket kellett tennie (pl. váltót bocsátott ki).

A *visszavonás* nem tekintendő negatív jelként (pl. a kibocsátó nem fizet tovább a ratingért és nem szán időt a felülvizsgálatra, lejár az értékpapír stb.) A Rating Migration and Credit Rating Quality Correlation (1997) című anyag részletesebben vizsgálta a kapcsolatot a visszavonás és a hitelminőség romlása között, és kimutatta, hogy 87 %-ban nem létezett ilyen kapcsolat, s csupán 1 % esetében valószínűsíthető a hitelminőség romlásának hatása.

⁵ *Forrás*: Rating Performance 1996; S&P Febr. 1997

⁶ A probléma jelentkezésekor, ill. már előtte (pl. egy évvel) általában nem esik befektetési kategóriába a kötelezettség. Ha ez mégis megtörténik, azt a minősítő tévedéseként tartják számon. Ezt ez a táblázat nem mutatja!

⁷ The Handbook of Fixed Income Securities; szerk.: Fabozzi & Fabozzi 1995

⁸ *Forrás*: Great Comments; S & P's Credit Week, November 8, 1993, pp. 41-42.

⁹ Stock Guide; Standard and Poor's Cooperation 4/1989, p. 5.

¹⁰ A megjelölt, azonos megítélésű országok közül Lengyelország az S&P-től, Magyarország a Moody's-tól rendelkezett „pozitív kilátások” megjegyzéssel ebben a hónapban. Ha a kedvező gazdasági folyamatok tartósan bizonyulnak, ezen besorolások 1998-ban javulhatnak.

¹¹ Besorolással egyelőre elsősorban az önkormányzatoknál (pl. Moszkva vagy Lodz) és a közszolgálati jellegű szektorokban találkozhatunk (pl. energia – Lukoil, Tatneft, CEZ; vagy a távközlés – SPT Telecom, Era GSM). Hazánkban 1997. novemberében csak banki besorolások léteznek.

¹² International Accounting Standards (Nemzetközi Számviteli Szabályok)

¹³ Elnyerve a tagságot a korlát megszűnik, mivel ekkor már az európai monetáris hatóság kötelezettsége lesz az irányadó, mely minden várakozás szerint a tripla A lesz. A nemzeti kormányok kötelezettségei az önkormányzatokhoz hasonlóan nem fognak plafont jelenteni.

¹⁴ IBCA: Sovereign Report Hungary 1996; Moody's Hungary Oct. 1997; Central and Eastern Europe Quarterly Review Aug. 18, 1997

¹⁵ Az IBCA már a BBB kategóriába sorolja hazánkat.

Irodalomjegyzék

The Handbook of Fixed Income Securities; szerk.: Fabozzi & Fabozzi 1995

Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers, 1920-1996; Moody's jan. 1997

Kocsárdi Eszter: A besorolási cégek tevékenysége; Bank-szemle 1995/11-12.

Moody's Credit Ratings and Research; Moody's Investor Service 1996

Moody's Rating Migration and Credit Quality Correlation, 1920-1996; Moody's July 1997

Rating Scales, Rating Approach and Credit Topics: A Moody's Symposium (23. Oct. 1997. Vienna)

Richard Cantor-Frank Packer: Differences of Opinion in the Credit Rating Industry; Federal Reserve Bank of New York, Jan. 1997

Richard Cantor-Frank Packer: Credit Rating Industry; FRBNY Quarterly Review Summer-Fall 1994

Standard and Poor's Rating Guide; McGraw Hill Book Company 1979

Wolf Christof Wagner: Rating mittelstaendischer Unternehmen; Verlag Peter Lang, Frankfurt am Main, 1991

Philip M. Zahn: International Corporate Rating Methodology; Duff & Phelps Credit Rating Co. 1995

Corporate Rating Methodology; IBCA Jan. 1994

E számunk szerzői:

Dr. FÜLÖP Gyula a közgazdaságtudomány kandidátusa, egyetemi docens, Miskolci Egyetem Vállalkozásgazdaságtani Tanszék; **Robert D. HISRIC**H tanszékvezető, egyetemi tanár, Case Western Reserve University, Cleveland; **SZEGEDI Krisztina** egyetemi tanársegéd, Miskolci Egyetem Vállalatgazdaságtani Tanszék; **Dr. PAKUCS János** ügyvezető igazgató, Olajterv Rt.; **Dr. HOVÁNYI Gábor** a közgazdaságtudomány doktora, az MTA-IVKI tudományos tanácsadója, a JPTE tanszékvezető egyetemi magántanára; **FAZEKAS Gyula** pénzügyi elemző, főmunkatárs, Mol Rt.; **TÓTH Gergely** pénzügyi elemző, főmunkatárs, Mol Rt.; **Dr. BÓGEL György** a közgazdaságtudomány kandidátusa, egyetemi docens BKE, igazgatóhelyettes BKE Vezetőképző Intézet; **Dr. SZEGEDI Zoltán** egyetemi docens, a Nemzetközi Logisztika Szakirány vezetője, BKE Külgazdasági Tanszék.