



Tanulmányok 9.

# VÁLLALATI VERSENYKÉPESSÉG ÉS AZ ÁLLAM SZEREPE

*Hitek és tévhitek*

Szerkesztette:  
KATONA KLÁRA

PÁZMÁNY PRESS

Vállalati versenyképesség és az állam szerepe

*Hitek és tévhitek*

A PÁZMÁNY PÉTER KATOLIKUS EGYETEM  
JOG- ÉS ÁLLAMTUDOMÁNYI KARÁNAK  
KÖNYVEI

TANULMÁNYOK 9.

Sorozatszerkesztő: *Szabó István*

# VÁLLALATI VERSENYKÉPESSÉG ÉS AZ ÁLLAM SZEREPE

*Hitek és tévhitek*

Szerkesztette:  
KATONA KLÁRA



PÁZMÁNY PRESS  
Budapest 2011

Lektor:  
DR. BOD PÉTER ÁKOS  
egyetemi tanár, Budapesti Corvinus Egyetem

Pázmány Péter Katolikus Egyetem, Jog- és Államtudományi Kar  
1088 Budapest, Szentkirályi u. 28–30.  
[www.jak.ppke.hu](http://www.jak.ppke.hu)

©Szerzők, Szerkesztő 2011  
© Szent István Társulat, PPKE JÁK, 2011

ISSN 1417-7285 (fősorozat)  
ISSN 2061-7240 (alsorozat)  
ISBN 978-963-277-316-2

Kiadja: Szent István Társulat,  
a Pázmány Péter Katolikus Egyetem kiadója  
1053 Budapest, Veres Pálné utca 24.  
[www.szit.katolikus.hu](http://www.szit.katolikus.hu)

Felelős kiadó: Dr. Rózsa Huba alelnök  
Felelős kiadóvezető: Farkas Olivér

Szövegszerkesztés: Járdány Zsoltné  
Korrektúra: Réti Anna  
Szerkesztés, nyomdai előkészítés: Szakaliné Szeder Andrea

Készült a PPKE Egyetemi Nyomdában

# TARTALOM

ELŐSZÓ	7
--------	---

## I. AZ ÁLLAM ÉS A VÁLLALATI SZFÉRA KÖZÖTTI „MUNKAMEGOSZTÁS”, A VÁLLALATI FINANSZÍROZÁS ELLENTMONDÁSAI

KOVÁCS ÁRPÁD Az állam szerepe a versenyképesség fejlesztésében	13
-------------------------------------------------------------------	----

BÉLYÁ CZ IVÁN A vállalati beruházások szerepe a versenyképesség alakításában	25
---------------------------------------------------------------------------------	----

KUTI MÓNIKA A beruházási és a finanszírozási döntések interakciói	33
----------------------------------------------------------------------	----

BALLA ANDREA – GABRIELA MUNDACA A vállalati tőkestruktúra döntések a cash flow alakulásának tükrében <i>Empirikus elemzés a magyar feldolgozóipari vállalatokról (1992-2006)</i>	51
----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----

## II. AZ ÁLLAMI BEAVATKOZÁS HATÓKÖRE A NEMZETKÖZI TÉNYEZŐMOZGÁSOK SZEMSZÖGÉBŐL

KATONA KLÁRA Az állam szerepe a külföldi működő tőke motiválásában és hatékonyságában	71
---------------------------------------------------------------------------------------------	----

KŐRÖSI ISTVÁN Az állam szerepe a humántőke-potenciál növelésében és a kutatás-fejlesztésben az Európai Unióban	97
----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----

BOTOS KATALIN Verseny és pénzügypolitika a válságban	117
---------------------------------------------------------	-----

KÁKAI-SZABÓ SZILVIA Keleti válságleckék nyugaton	125
-----------------------------------------------------	-----

### III. AZ ÁLLAM SZEREPE A JOGI SZABÁLYOZÁS TÜKRÉBEN

TÓTH TIHAMÉR Az állam gazdasági szerepvállalásának versenyjogi keretei	141
SZILÁGYI PÁL A versenypolitika mozgásteret a versenyképesség tükrében	153
HALUSTYIK ANNA A pénzügyi szabályozás és versenyjogi hatásai	163
SZALAI ÁKOS A magyar jogrendszer és a vállalkozások tőkepiaci, hitelpiaci lehetőségei	183
ANGOL NYELVŰ ÖSSZEFOGLALÓK – Abstracts	203

# ELŐSZÓ

## Vállalati versenyképesség és az állam szerepe

### *Hitek és tévhitek*

A címben megfogalmazott két kulcsfogalom önmagában is a közgazdasági elemzések homlokterében áll. A 2008-ban kirobbanó világgazdasági válság e két téma aktualitását még inkább aláhúzza. A magyar politikai élet jelenlegi tendenciái pedig egy újabb érvet szolgáltatnak ahhoz, hogy a gazdaság, a kultúra, a nyugdíjrendszer stb. területein az állami szerepvállalásra irányuljon a tudományos érdeklődés. A téma behatárolása a fentiekben felvázolt sokrétű megközelítés miatt nem egyszerű feladat.

A versenyképesség definícióját illetően a szintek, a mérhetőség és a versenyképesség javíthatóságának módszerei tekintetében sem alakult még ki konszenzus szakmai körökben. A vállalati jelző nyilvánvalóvá teszi ugyanakkor, hogy az országok és régiók közötti verseny értelmezése nem célja a jelen tanulmánykötetnek. Nem feladatunk, hogy állást foglaljunk a Krugman és Porter által generált vitában, mely a versenyképesség makroökonómiai kategóriaként való kezelését eleve téves útnak tekinti – Krugman és Porter a termelékenység, a termelékenységi szintet és növekedési ütemét, azaz mindezek hatékonyságát tartják alkalmasnak a versenyképesség meghatározására. Mindezekből következően a különböző országgrangsorok (”IMD World Competitiveness Yearbook”, ”The Global Competitiveness Report”) relevanciájának vizsgálata sem képezi tárgyát e kötetnek.

A versenyképesség vállalati dimenziójára koncentrálna szintén többféle megközelítéssel találkozhatunk a hazai tudományos életben. A termékek jelentőségére hangsúlyt helyező szerzők képezik az egyik csoportot. Török a magas fokú specializációban és a körülményeket figyelembe vevő termékdifferenciálásban látja a vállalati versenyképesség legfőbb forrását. Botos J. és Bató a termék versenyképességét szintén az első helyre helyezi. Kozma az áruk versenyképességét és az ezáltal realizálható elvárt hasznot emeli ki. Másik megközelítésben a



vállalati versenyképesség a piaci helytálláson múlik. A piaci pozíció megszerzése és megtartása is lényeges tényező. Chikán részint a környezeti és belső változásokra adott adekvát válaszokban, illetve a nem, vagy nehezen másolható vállalati erőforrások meglétében látja a vállalati sikeresség zálogát.

A vállalati versenyképesség mérésére is többféle nemzetközi és hazai módszer áll rendelkezésünkre. A Világgazdasági Fórum által, Porter irányításával kidolgozott mikrogazdasági versenyképességi index (MICI-index) a versenyképességet azon intézmények, piacszerkezetek és gazdaságpolitikák összességében látja, amelyek fenntartják a gazdasági jólét magas szintjét. Tehát a MICI-index versenyképesség-fogalma alig tér el a GCI-indextől, a legfontosabb különbségnek az tűnik, hogy a jólétről is beszél. Az Európai Versenyképességi Vizsgálat (CDP) kiindulópontja egyetlen tényező, a termelékenység, amely a munkatársak elkötelezettsége révén növelhető. A magyar mérési módszerek közül Chikánét emelhetjük ki. Chikán és munkatársai a Vállalati Versenyképességi Index kidolgozásával járultak hozzá a hazai mikrogazdasági versenyképesség mérésének gyakorlatához.

A vállalati versenyképesség fogalma és mérhetősége azonban a jelen tanulmánykötet szempontjából egyféle megközelítésben releváns számunkra, mégpedig úgy, hogy az állami szerepvállalás és a jól megválasztott gazdaságpolitikai lépések milyen módon tudnak hozzájárulni a vállalati szféra versenyképességének javulásához.

A vállalkozói körnek magának is vannak elvárásai az állami szerepvállalást illetően. Ennek magyarországi ismérveit Chikán 2009-es felmérésében tette közzé. A vállalati vezetők a makrogazdasági környezetet egyöntetűen negatívan értékelték. Az állam közvetlen befolyásoló eszközei közül a legrosszabb minősítést a társasági adó szintje és az áfakulcs emelése kapta, míg a monetáris stabilitást viszonylag kedvezőnek ítélték. A makrogazdasági környezet tágabb értelemben vett megközelítésében a vállalatvezetők a legrombolóbbnak a korrupció és a feketegazdaság jelenlétét tartották.

Az állami szerepvállalás mértéke, a piachoz való viszony és az újraelosztás nagysága alapján az EU tagállamai különböző csoportokba sorolhatók. Ezek a csoportok modelleket alkotnak. Európában négy modell különböztethető meg: skandináv, angolszász, kontinentális és mediterrán. Ezek a modellek és az azon belül lévő országok markáns különbségeket mutatnak. A modellek vizsgálata során Magyarország állami szerepvállalása leginkább a kontinentális modellhez hasonlít. Versenyképesség szempontjából országunk a mediterrán országokkal megközelítőleg azonos súlycsoportot képvisel. Az állami szerepvállalás hatékonysága alacsony, ha csak Magyarország korrupciós indexét és az IT állami szolgáltatások gyenge kiépítettségét nézzük. Ez utóbbiak tekintetében az elméleti és gyakorlati szakemberek véleménye megegyezik.

A négy modell közül az angolszász és a skandináv tekinthető a legsikeresebbnek, melyek a két végpontját képezik az állami szerepvállalás mértékét jelző skálának. Ebből is következik, hogy maga az állam mérete nem determinálja a gazdasági sikerességet, a magyarázatot valahol máshol kell keresnünk.

A vállalat és az állam lehetséges kapcsolódási pontjait a Porter-modell az ún. hármas gyémánt struktúrában írja le. Az első szintet („A”) a vállalat telephelye szerinti ország makrokörnyezete alkotja. A makrokörnyezetet a nemzetgazdasági növekedés mértékével, a munkanélküliségi és inflációs ráta alakulásával, az államháztartás és a költségvetés deficitjével mérhető stabilitási kritériummal, valamint a cserearány-mutató értékének változásával jelezhető nemzetközi versenyképességgel írja le a modell. A második szint („B”) a vállalati versenyképesség feltételrendszerének jövőbeli alakulását szándékozik – nem feltétlenül számszerűsíthető módon – feltérképezni. Ennek keretében vizsgálendő a nemzetgazdaság (ágazati, térbeli, technológiai, tulajdonosi stb.) struktúrája, a beruházások nagysága és összetétele (hazai vagy külföldi forrású), az állami gazdaság szabályozás irányai, a gazdaságirányítás intézményrendszere, a gazdaság infrastruktúrájának fejlettsége, az innováció szintje, a munkaerő képzettsége, minősége és az ezt szolgáló oktatási, kulturális háttér. Az utolsó szint („C”) globális térbe helyezi el a vállalatok versenyképességét befolyásoló tényezőket. Ebből következően nemzetközi összehasonlításban tárgyalja a természeti erőforrások hasznosításának feltételeit, a demográfiai sajátosságokat, a műszaki fejlődés trendjeit, a globálissá váló pénzügyi rendszer reálgazdaságra gyakorolt hatását és nem utolsósorban a nemzetközi vállalatok szerepét és hálózati rendszerét.

A fent vázolt kapcsolódási pontok közül a tanulmánykötet nemcsak a gazdasági, hanem a jogi aspektusokra is rá kívánja irányítani a figyelmet.

A tanulmánykötet három fejezetből és összesen tizenkét tanulmányból áll. Az első fejezet az állam és a mikroszféra közötti kölcsönhatások, ezen belül kiemelten a hazai vállalatok beruházási, finanszírozási és tőkeszerkezeti döntéseit befolyásoló tényezők bemutatásával foglalkozik, rámutatva az állam beruházásokat finanszírozó politikájának korlátozott hatékonyságára. A második fejezet az állami beavatkozás és versenyképesség összefüggéseit nemzetközi térben vizsgálja, különös tekintettel a külföldi tőkebefektetések motiváló tényezőire és az egyes országokra gyakorolt hatásaira, valamint a humán tőke kiemelkedő jelentőségére. A fejezet rávilágít arra is, hogy a 2008-as világgazdasági válság következményeképpen még erőteljesebben fogalmazódik meg az igény az állam társadalmi és gazdasági szerepvállalásának megújítására. A harmadik fejezet jogi – versenyjogi, pénzügyjogi – szempontból veszi górcső alá az állam versenyt és a versenyképességet befolyásoló lehetőségeit, eszközeit, valamint azok alkalmazását, illetve korlátait.

E témában a Pázmány Péter Katolikus Egyetem Jog- és Államtudományi Kara 2011. március 10-én konferenciát szervezett. Az ott elhangzott előadások képezik az alapját a jelen kötetnek is.

Budapest, 2011. július 15.

Katona Klára

# I.

## **Az állam és a vállalati szféra közötti „munkamegosztás”, a vállalati finanszírozás ellentmondásai**





# AZ ÁLLAM SZEREPE A VERSENYKÉPESSÉG FEJLESZTÉSÉBEN<sup>1</sup>

KOVÁCS ÁRPÁD

egyetemi tanár (SZTE), a Magyar Közgazdasági Társaság Elnöke

## Bevezetés

Egy ország fenntartható fejlődési pályán tartásában a kormányzás teljesítménye alapvetően az állam gazdasági szerepe betöltésének minőségi jellemzőiben ragadható meg. A gazdasági szerep érvényesülésének mindhárom faktorában meghatározóan jelen van az oktatás-képzés, az egészségügy hosszabb távokban érvényesülő és a tervező-döntéselőkészítő, vezénylő, igazgató-menedzselő apparátusok és a kontrollok – visszacsatoló és előrejelző-figyelmeztető mechanizmusok – rövid és hosszabb távra kiható teljesítménye. A gazdaság és az államháztartás nem két külön világ. A gazdaság teljesítményhiányáért nem egyszerűen csak a (köz)terhek mértéke, a bürokrácia rugalmatlansága, az állam gazdaságszervező – klímateremtő – képességének korlátossága, hanem vállalkozói szféra szerkezeti összetétele, világról, a piacról alkotott ismeretnek hiányossága, s egyes csoportjainak támogatásokra, kedvezményekre váró, „járadékvadász” magatartása, az eladható ötletek, termékek hiánya, és ennek felszámolásában az állami menedzsmentek példaadó, offenzív magatartásának hiánya is szerepet játszik. A végső teljesítményt mindig a legszűkebb keresztmetszetek befolyásolják, így a lényegi változáshoz nem elég az egyik vagy a másik szűk keresztmetszet egyoldalú, racionalizálásra hivatkozó feloldása.

Közismert, hogy a versenyképesség értékelésében ma már a gazdasági növekedés mutatószámain messze túlmutató mérési-minősítési módszerek, megközelítések élnek, amelyek mind szélesebb síkon igyekeznek bemutatni egy

---

<sup>1</sup> A vázlatnak tekintett előadás írásos anyagaként készült összefoglaló, a szerző korábbi két írásának gondolatkörére épül, a benne foglaltakat továbbfejlesztve: KOVÁCS ÁRPÁD: A 2008–2009. évek költségvetési gazdálkodása, az értékválasztási zavarok, gazdasági válság, IMF- hitel és az európai uniós források, mint a 2010. év gazdálkodásának meghatározottságai. *Politikai Évkönyv*, 2010., illetve KOVÁCS ÁRPÁD: *A közigazgatás és a gazdaság versenyképessége három tükrőben. A közszféra és a gazdaság versenyképessége – empirikus eredmények és tanulságok*. Budapest: ASZTKUT, 2010, 10–42. [Báger Gusztávval]

gazdaság, s vele egy ország, egy régió, vagy akár egy földrész teljesítményét. Bizonyos egyszerűsítéssel, a természeti, geopolitikai adottságokat itt nem tekintve, azt mondhatjuk, hogy egy ország fenntartható fejlődési pályán tartásában a kormányzás teljesítménye, alapvetően *az állam gazdasági szerepe*<sup>2</sup> betöltésének minőségi jellemzőiben ragadható meg<sup>3</sup>. Ez természetesen összefügg az olyan, rövid távon adottságoknak tekinthető feltételek figyelembevételével is, mint a társadalmi hagyományok, az áldozatvállaló-képesség, vagy akár az új iránti befogadóképesség stb. Vagyis, a sokat emlegetett „jó kormányzás” (*Good Governance*) azáltal érvényesül, hogy az adott állam, de akár szélesítve a fogalmat, az Európai Unió

- mennyire képes időtávlatot átfogó, gazdaságpolitikai elveken nyugvó társadalmi tervezésre építve olyan szabályozó és vezénylési kereteket alkotni és érvényesíteni, amelyek megfelelő feltételeket és ösztönzést teremtenek a társadalom és a gazdaság harmonikus fejlődése számára, vagyis *a jogalkotás és jogalkalmazás (irányítás, igazgatás és benne az ellenőrzés) intézményrendszerének teljesítménye, versenyképessége* vizsgálják itt;
- mennyiben tud tulajdonosként, gazdasági partnerként – *gazdasági szereplőként* – sikeresen együttműködni a magánvállalkozásokkal, tehát e funkciójában az állam *vállalkozói menedzsmentjeinek teljesítménye, aktivitása, példaadó magatartása a versenyképesség* tényezője;
- milyen szinten képes a társadalmi, gazdasági szolgáltatások szervezésére, a nagy ellátórendszerek hatékony működtetésére, vagyis, hogy *az államháztartás, a közszféra szervezeteinek teljesítménye, versenyképessége hozzáadott értéket jelent vagy sem*.

A fentiekből két tény, illetve a „szerep” betöltésével kapcsolatos követelmény egyértelműen kitűnik. Az egyik, hogy *az állam nem tölti be akkor gazdasági szerepét, ha a fent említett három cselekvési terület működése nem szolgálja a társadalmi-gazdasági gazdasági stabilitást*. A három nagy cselekvési terület, noha egymással – erősítő vagy rontó szinergiákkal – kölcsönös függőségben van, és a versenyképesség szempontjából egyaránt fontos, ugyanakkor – mint cikkünkben tettük – egymáshoz képest, mint feltételek, sorrendet képviselnek. Ezért nem lehetséges az állam gazdasági szerepének egyes tényezőit egymás elé helyezve, tetszőlegesen kiragadni, és a kormányzati cselekvésben kölcsön-

<sup>2</sup> A jelen írás kereteit messze meghaladja, hogy elméleti megközelítésben vizsgálja az állam gazdaságpolitikája összetevőit vagy akár megkísérelje azt, hogy elméleti, vagy akár szélesebb körben elfogadott meghatározását adja az állam ezen körbe tartozó tevékenységeinek. A cikk gyakorlatias felfogásban, azt vázolja fel, hogy e szerep milyen tevékenységi területeken teljesülhet ki.

<sup>3</sup> Lásd részletesebben Chikán Attila, Kovács Árpád írásait. CHIKÁN ATTILA: *Vállalatgazdaságtan*. Budapest: AULA, 2008., KOVÁCS ÁRPÁD: *Közpénzügyek*. Budapest: Eötvös Kiadó, 2010.

hatásaik felmérése nélkül képezni ”versenyképességi” súlypontokat.<sup>4</sup> A másik, hogy *a gazdasági szerep érvényesülésének mindhárom faktorában meghatározóan jelen van az oktatás-képzés, az egészségügy hosszabb távokban érvényesülő és a tervező-döntéselőkészítő, vezénylő, igazgató-menedzselő apparátusok és a kontrollok – visszacsatoló és előrejelző-figyelmeztető mechanizmusok – rövid és hosszabb távra kiható teljesítménye.*

## A versenyképesség és a közszféra teljesítménye Magyarországon

A közszféra versenyképességét „három tükörben” vizsgáló tanulmányunkban<sup>5</sup> arra tettünk kísérletet, hogy több oldalról vizsgáljuk meg az állam gazdasági szerepe megvalósításában és a versenyképesség összefüggéseit, és így mutassuk be mindazt, ahol sürgős változást tartunk szükségesnek. Vizsgálódásunk egyik tükré a nemzetközi összehasonlító elemzések néhány fontos tapasztalatának összegzése, másik tükrét pedig az ÁSZ Kutató Intézetében a fő állami funkciók ellátását az ún. Delphi – többszintű/több körű szakértői lekérdezésen alapuló – módszer alkalmazásával végzett felmérés eredményei alkották. A harmadik tükröt pedig az Állami Számvevőszék jelentései és tanácsadó tevékenysége alapján kirajzolódó, kapcsolódó főbb javaslatok rövid összegzése nyújtotta.

A külső felmérések, a saját kérdőíves kutatások és az ÁSZ- jelentések általánosítható tapasztalatai az elmúlt évekről egyaránt csak azt mutathatták, hogy a politikai-kormányzati tevékenység színvonala igen hátrányosan érintette az ország relatív versenyképességi helyzetét: 2008-ban mind a kormányzati döntéshozatal átláthatósága, mind a politikusok iránti közbizalom indikátorának rangsorbeli helyzete igen jelentősen, mintegy 20 pozíciót romlott, amiben a 2010. évi 1-2. helyezéssel javuló pozíció nem jelent érdemi változást.<sup>6</sup>

<sup>4</sup> Az egyes cselekvési területeken alkalmazott eszköztár, felmutatott teljesítmény, az összteljesítményhez való hozzájárulások sajátos „vektorokként” foghatók fel. Ha az állam tulajdonosi, gazdasági szereplői minőségében szerényebb vállalásra képes, akkor nyilvánvalóan szabályozói és/vagy szervezői minőségében kell többet felmutatni, hogy a teljesítménye megfelelő mértékű legyen. Ezért nem lehet a versenyképességet például csak a közszektorra irányított lépésekkel – a finanszírozás szűkítésével, a közszolgák elbocsátásával - javítani vagy csak a szabályozói keretek biztosításában gondolkodni. Láthattuk: egyik vagy másik adónem csökkentése, a vállalkozás-alapítási, az engedélyezési, felügyeleti, közbeszerzési eljárások több vagy kevesebb bürokratikus eleme „megszüntetése”, egyik vagy másik vállalkozói csoport előnyben részesítése, állami támogatása stb. az előre jutáshoz kevés.

<sup>5</sup> A közigazgatás és a gazdaság versenyképessége három tükörben [Báger Gusztávval] BÁGER GUSZTÁV – CZAKÓ ERZSÉBET (szerk.): *A közszféra és a gazdaság versenyképessége - empirikus eredmények és tanulságok.* Budapest: ÁSZKUT, 2010, 10–39.

<sup>6</sup> Nem vigasztalhat bennünket néhány környező ország változó (romló) pozíciója, sőt ez inkább rontja esélyeinket. Lásd Global Competitiveness Report 2010-2011, World Competitiveness Yearbook, Results 2010.



Sajnos tény, az általunk alkalmazott módszerek segítségével kapott információk sem jelezhettek mást, újat, biztatót, mint az általános, romló trendet: az utóbbi években rohamosan hanyatlott versenyképességünk. Még az „európai fél-periférián” is kifelé sodródtunk. Az általunk bemutatottak azonban az okokat, kapcsolódásokat árnyaltabban láttatták, mint azok a közvéleményben, a közgazdászok jó részében élnek. Így bizhatunk benne, hogy az újabb ismeretek reménybeli figyelembevételével segíthet a harmonizáltabb, új pályára álló cselekvésben. Tapasztalataink közül négy, korábban háttérben maradt összefüggést indokolt kiemelni:

- méltatlan és indokolatlan az a ma élő egyoldalú beállítás, ami a gyenge versenyképességért a felelősséget a közszféra teljesítményhiányában, annak okaival nem törődve láttatja,<sup>7</sup>
- vállalkozók számára a zavarokkal terhelt politikai vezénylet – szükség-szerűen – a közszféra cikk-cakkokat követni nem tudó vergődésén, a lerombolt közigazgatás teljesítmény-hiányos bürokráciáján keresztül jutott el,
- jóval nagyobb szerepe van a versenyképesség alakulásában a politikai, gazdaságpolitikai irányítás (a társadalmi tervezés) minőségének, mint azt korábban a közvélemény, de akár a vállalkozók feltételezték,
- a (köz)igazgatási, vezényleti rendszerek utóbbi években látott szinte végletes leépülése is az itt látott, politikai-vezényleti okokra visszavezethető koncepciók hiányosságoknak, gazdaságpolitikai következtelenségeknek tulajdonítható – *lásd az állam gazdasági szerepe megvalósulásának területeivel kapcsolatban az előzőekben, az 1. pontban írtakat;*
- a gazdaság és az államháztartás nem két külön világ, s a gazdaság teljesítményhiányaért nem egyszerűen csak a (köz)terhek mértéke, a bürokrácia rugalmatlansága, az állam gazdaságszervező – klímateremtő – képességének korlátossága, hanem vállalkozói szféra szerkezeti összetétele, világról, a piacról alkotott ismeretinek hiányossága s egyes csoportjainak támogatásokra, kedvezményekre váró, „járadékvadász” magatartása, az eladható ötletek, termékek hiánya, és ennek felszámolásában az állami menedzsmentek példaadó, offenzív magatartásának hiánya is szerepet játszik – *lásd a bevezetésben, a 2. pont alatt írtakat;*
- bebizonyosodott, hogy a végső teljesítményt mindig a legszűkebb keresztmetszetek befolyásolják, így a lényegi változáshoz nem elég az

<sup>7</sup> Ráadásul az is hozzá tartozik közvélekedésben élő vélekedéshez, hogy a kép ilyen vagy olyan színezete érdek, és berögzült reflexek által torzított, vezényelt. Az elmúlt években szlogenekké, sommás ítéletekké merevedett megítélésben az is szerepet játszott, hogy az uralkodó politikai elit kudarcait úgy állította be, hogy alapvetően nem a vezetés-vezénylet alacsony szintje, hanem végrehajtás gyengesége, a „bürokrácia” bástyái voltak azok, amelyek „árnyékot vetettek” az egyébként a (politikai) szándék szerint messzemenően versenybarát arcra.

egyik vagy a másik – nem ritkán a csoportérdekek, a közvélekedés által kikényszerített – szűk keresztmetszet egyoldalú, racionalizálásra hivatkozó feloldása – *lásd a komplex problémakezelés szükségességével kapcsolatban néhány mondattal korábban írtakat*;

- kitűnt, hogy a versenyképesség alakulásában a civil szférának, a társadalom új iránti befogadóképességének, az ellátórendszerek működtetésével kapcsolatos különböző várakozásoknak, emócióknak, hagyományos értékeknek (vagy csak azoknak vélt) tényezőknek nagyobb a szerepe, mint azt korábban gondoltunk, s a versenyképesség fejlesztését nem lehet leegyszerűsíteni racionális, verbalizálható érdekek teremtésére, az „*adni vagy nem adni*” kérdésre egyszerűsíteni – *lásd a bevezetés 3. pontjában írtakat*.

Néhány megjegyzés a divatos célokkal, beavatkozási kulcsterületekkel kapcsolatban.

A költségvetés ma – kényszerűen, nagy áldozatokkal alkalmazkodva bevételei realitásához – kettőezer milliárddal kevesebbet költ, mint korábban, de ettől még nem lett jobb helyzete a kis- és középvállalkozásnak, s ettől még a mikrovállalkozások sem prosperálhattak jobban, sőt, az államháztartás zsuporítása éppen rajtuk ütött a legnagyobbat, miközben sokan vélekednek úgy, hogy az ország versenyképessége fokozásának, külpiaci kitettsége csökkentésének egyik kulcskérdése a kis- és mikrovállalkozások növekedési potenciáljának erősítése, annál is inkább, mivel a gazdaság erősebb pozíció nélkül a közösségi szolgáltatások megújuló szervezésére, a jövő távlatait szolgáló oktatás, egészségügy megteremtésére sem jut több pénz, s az elmúlt évek gazdaságpolitikai hibái nyomán létrejött „ördögi kör” „angyali körré” változtatása halasztást szenved.

A kis- és középvállalkozások működési feltételei javítását előtérbe helyezők cselekvésnek kétségtelenül igaza van, és azért is érdemes ezt a kérdést árnyaltan vizsgálni, mert a gazdaság teljesítményhiányában igen komoly szerepet játszik a kis- és középvállalkozói kör alkalmazkodóképességének szerénysége, a piacképes ötletek, a minőségre törekvés szerénysége, és mindent az államtól”, támogatásoktól váró szemlélet is erős.

A kis- és középvállalkozói réteg – amely számát tekintve meghatározó, teljesítményét tekintve ma még nem – működési jellemzői, szignifikáns problémái alapján, több csoportra bontható, s ez a megközelítés a problémák oldása, a versenyképesség érdekében tett szelektív lépések érdekében kötelesség.

Nem lehet ugyanis azt a szűkebb, a *multinacionális cégek beszállítóivá vált kört* együtt kezelni azokkal, akik kivételes *innovációs képességükre* építve vállalkoznak, vagy a *közösségi szolgáltatások ellátásában (az államháztartás szolgáltatás-vásárlásainak piacán) érdekeltek*, és végképp nem azzal az igen nagy többséget jelentő *csak a saját munkaerejét áuba bocsátó kényszervál-*

*lalkozóval*, aki egyszerűen csak dolgozni szeretne, és nem foglalkozik azzal, hogy ha megélhetése biztosított, munkáltatója éppen kicsoda. Ezért is érdemes a versenyképesség kontextusában is elemezni, hogy mi tekinthető valóságosan mikrovállalkozásnak, s mekkora az a kör, ahol valójában csak arról van szó, hogy az emberek munkaerejüket, képességüket – kényszerből, mert más, egyéni és társadalmi- gazdasági szempontból szervezettebb és hatékonyabb lehetőséghez nem jutnak – így próbálják eladni. A gazdaság realitásainak figyelmen kívül hagyásával kockázatos azt az illúziót kelteni, mintha a gazdaság egyik új motorja a kisvállalkozás lenne. Ezeknek is természetesen megvan a funkciója, s itt is azt kell hangsúlyozni, hogy milyen erős egymásra-utaltságok érvényesülnek.

Az állam versenyképességet érintő szerepéhez kapcsolódik, hogy a pénzügyi intézeteket – amelyek maguk is (pénzügyi) vállalkozások – megfelelőbb szabályozással „nagyobb lojalitásra”, jobban „vállalkozásbarát” magatartásra lehet ugyan ösztönözni, de azon aligha lehet változtatni a piacgazdaság valóságában, hogy a bankok csak úgy és arra adjanak – saját vállalkozási érdekeiket követve – hitelt, hogy annak megtérülése a hozzájuk forduló piaci elképzeléseinek megalapozottsága alapján biztosított. Közpénzből is csak az legyen támogatható, aki és ami a támogatásért „cserébe” távlatilag nagyobb teljesítményt, eredményt mutat fel, vagyis hozzáadott értéket teremtve valóban versenyképes.<sup>8</sup>

A versenyképesség javítása nem lehet eredményes, ha csak egyik vagy másik vállalkozói szektor teljesítménye javítására alapoz, ezért szükséges, hogy a gazdaságpolitika az elmúlt két évtizedben kialakult duális gazdaság versenytorzító hatásait enyhítse. A multinacionális cégek pozíciójának ésszerű korrekcióján túl erre lehetőséget kínál a köz- és a magánszféra együttműködésének új alapokra helyezése, mert az államháztartás piacot teremtve – és itt nem a gazdaság felpörgetésének münchauseni kalandjáról van szó – válságot enyhít azzal is, amikor jól meggondolt és előkészített fejlesztéseihez a magánszférától rendel meg javakat, szolgáltatásokat.

A társadalom ellátására hivatott közszolgáltatások hatékony működtetése forrásokat szabadít fel a gazdaság számára. Az államháztartási forrásokból finanszírozott szolgáltató szervezetek azonban ma már szimbiózisban élnek a magánszférával, a feladatok technikai ellátása ma már – legalábbis elvileg – szektorsemleges. Így az „állami költségek” csökkentése természetesen nem csak a szolgáltatás igénybe vevőit, hanem a szolgáltatások piacának szereplőit is markánsan érinti.<sup>9</sup> A társadalmi szolgáltatások finanszírozásában a pénzügyi kötelezettségek érvényesítése, a kényszerű fogyókúra nem okozhat sem az ellá-

<sup>8</sup> Ha közpénzeket – az adófizetők pénzét – fordítják a „vállalkozók adó- és járulékkerheinek csökkentése”, támogatása címén olyan vállalkozásokra, amelyek piacképtelenek, attól a helyzet – nyilvánvaló – nem fog javulni, hanem még rosszabbá válik.

<sup>9</sup> Ilyen például a gyógyító ellátásban a funkcionális privatizáció, vagy a szociális ellátásból élő kis- és mikro-vállalkozások világa.

tásban, sem az ebből élő vállalkozói körben anorexiát. Ezért kifogásolható versenyképességi szempontból is, hogy az utóbbi években az illékony költségvetési egyensúlyt úgy tartották fel, hogy halasztottak halaszthatatlan kiadásokat, nem ritkán olyan szolgáltatások területén (egészségügy, közlekedés, oktatás), amelyek teljesítménye közvetlenül is befolyásolta a reálgazdaság napi, de különösen közép- és hosszabb távú teljesítményét.

A versenyképesség erősítése szempontjából a három legfontosabb, legsürgősebben megoldandó problémacsoport a következő:

- az államháztartás fenntartható (költségvetési egyenleg, államadósság) pozíciójának megteremtése és erősítése érdekében a közpénzügyi rendszer megújítása és ezzel összehangoltan a magas közteherviselés (adók, járulékok) és a jövedelem centralizáció, valamint újraelosztás mérséklése;
- az oktatás és képzés minőségének javítása, és a kutatás-fejlesztést szolgáló innováció-politika kidolgozása, az állami irányítás hatékonyságának növelése, valamint a K+F állami finanszírozás stratégiai jellegének megteremtése;
- a politikai-kormányzati tevékenység színvonalának emelése a közbizalom építés, a politikai döntéshozók negatív megítélésének mérséklése, a korrupció csökkentése, a kormányzati politika konzisztenciájának és a döntéshozatala átláthatóságának javítása érdekében.

Az előrelépés időigénye tervezésében tudomásul kell venni, hogy a romlást előidéző okok bekövetkezésének és azok felszámolásának (javításának, oldásának) valószínűsíthető időigénye nem szimmetrikus, indikátoronként más és más, továbbá vannak köztük olyanok, mint például a politikai intézményrendszer iránti bizalom, ami emocionális tényezőktől, beállítódásokból is nagymértékben függ. Ezért belátható, hogy a lényegi változásokra – következetes és alapvetően hatékony cselekvés esetén is – csak közép- és hosszabb távon lehet számítani.

## Néhány következtetés

Tévedésnek, hibának bizonyult tehát a reálgazdaság szereplőinek az a megközelítése, szlogenje, ami szerint „nem baj, ha a politika el van foglalva magával, mert legalább békén hagyja a gazdaságot”. Levonható volt az a következtetés, hogy ahol ezt a gazdaság szereplői és a társadalom túlságosan is elhitték, és a cselekvést halogatva tolerálták, ott a világgazdasági válság fagyos klímájában, előbb utóbb, súlyos, országhatáron túlmutató következményekkel kellett szembe nézni, és ebben az esetben nem csak Magyarországra, hanem például az Olaszországra és különösen Görögországra gondolhatunk.

Szívesen, önfelmentő módon hivatkoztunk a világgazdasági krízis következményeire. Magyarországon a válság azonban nem 2008 őszen kezdődött. Csak legfeljebb nem vettünk róla a versenyképességet tükröző számok ellenére tudomást. Erőnk, sajnos az is késve, csak a társadalmi szolgáltatások öncsonkító megnyirbálásáig, s az elavult ellátó rendszerek korszerűsítése szlogenje ismételtetéséig, valamint az igazgatási „vízfej” modernizációs célokra hivatkozó rombolásáig terjedt.

A versenyképességi, de akár az államháztartási rendszerműködési és a vállalati teljesítmény-hiányok felfoghatók úgy is mint a társadalmi rendszerműködés következményei. A különböző reálgazdasági, államháztartási, pénzügyi elképzelések rövid és hosszabb távlatú harmóniája megteremtésének gyakorlati – például időbeli-megvalósítási, társadalmi-fogadtatásbeli, markáns érdekű közlésbeli – korlátjainak és a szükséges modernizációs programoknak, reformlépéseknek természetesen nem a modellezett, hanem a valóságos körülményeik között, a társadalom által kell érvényre jutniuk. A versenyképesség nem értelmezhető a társadalom nélkül, s a magunk módján mindnyájan „civiliek” vagyunk. A magyar társadalom „adaptációs potenciáljának” valósága és természetesen fejleszthetősége tehát kulcstényező.

Nem csak a szociális költekezés „erőt elszívó” éhsége okozta a vállalkozások teljesítményhiányát. A piac sem lehetett tökéletes, a magánszféra botlásai, a pénzvilág „faultjai” is – láttuk – milyen nagyot tudtak rombolni. A „végső menedék” pedig, a gazdasági stabilitás és a társadalmi működés megőrzésének felelősségét viselő állam volt, s kevés szó esett arról, hogy elosztható jövedelem csak a gazdaság teljesítményeiből lehet, s ha ez nincs, akkor legfeljebb csak időnyerést jelent a nadrárszjíz szorosabbra húzása. Ha ennél többet akarunk, akkor nem tudjuk megkerülni azt sem, hogy ne tegyünk az államháztartás keretében működő vezetési, igazgatási, igazságszolgáltatási, információs, gazdaságszervező szervezetek teljesítményének a fejlesztését. Ez pedig nem újabb és újabb létszámot, hanem megfelelő kompetenciákkal rendelkező adekvát struktúrát követel.

Ahogy a versenyképességet alakító tényezőket, az okokat, az ok - okozati összefüggéseket lépésről lépésre jobban megismerjük, változtatni kell az eddigi, leegyszerűsítő, egyik vagy másik, feltételként artikulált tényezőt kiragadó, s a „generális” megoldást így kereső töredezett „terápián”. Nem tartható fenn az a felfogás sem, ami a versenyképesség kérdését annak egyik vagy másik, „döntőnek” tartott elem – a régi idők rosszízű emlékét idéző „döntő láncszem” – megragadásával, „fejlesztésével”, vagy akár csak a szabályozás körében kívánja (el)intézni. Sem pedig az, ami „erős állam” szlogenje hangoztatásával, az állam közvetlen beavatkozásaival, a tulajdonosi és a szervező szerep túlhangsúlyozásával, új felhatalmazásokkal kíván operálni.

Többre van tehát szükség, mint néhány új felelősség- és hatáskörnek a kiépítésére. A politikai vezénylet tartalmának és megjelenési formáinak a meg-

változtatása, a közigazgatás újjászervezésére (talán nem túlzás: újjáépítésére), a közszolgáltatások új alapokra helyezése, és a vállalkozások, a reálgazdaság velük szemben reflexé merevedett görcseinek, a civil társadalom előítéleteinek oldása hosszabb folyamat, e nélkül azonban tartós javulás a versenyképesség fejlesztésében sem érhető el.

Stratégiai gondolkodás, a fontossági és az időrendek, a kölcsönhatások vizsgálata és arra épülő harmonizált, távlatokban gondolkodó vezénylés nélkül aligha juthatunk előre. A nemzetközi tapasztalatok szerint a modern világban a „változás-generálásban”, közpolitika formálásában mind nagyobb szerepe a társadalom spontán szerveződéseinek, a „civileknek”, köztük az olyan szakmai és érdekhordozó szervezeteknek is, mint a Magyar Közgazdasági Társaság, a vállalkozók vagy akár a pénzügyi ellenőrök világot behálózó szövetségei. Hiba lenne ezt az erőt és ezt a szellemi kapacitást veszni hagyni, vagy ami még rosszabb, erejét lebecsülni. A társadalom új iránti befogadó képessége (civil szféra), morális támogatása, azonosulása pedig sokkal nagyobb lendítő erőt jelent akkor, ha ezt – akár konzultációk, visszacsatolások, vagy akár „társadalmi szerződések” formájában – tudatosan szervezik, hiszen közbizalom és együttműködés nélkül, széles körben támogatott társadalmi távlatok hiányában magának a versenyképességnek a célja sem értelmezhető.

A kialakult gazdasági-társadalmi kényszerpályáról – az emlegetett „ördögi körből” – a kitörés olyan, egymással is kölcsönhatásban lévő társadalmi kiadások, szociális transzferek, vállalatcsoport pozíciók, fejlesztés-allokációk megváltoztatását igényli, amelyeket az alkotmányos alapjogok újragondolása (nyugdíj, egészségügy, oktatás és az állam által vállalt más feladatok), új társadalmi-politikai kompromisszumok tető alá hozása (területi igazgatás, önkormányzatiság, az állami szerep, a tervezési mechanizmus újrafogalmazása, az állam „újjáépítése”), illetve a gazdaságszervezés (adó, jövedelem- és támogatáspolitikai, a vállalatok piaci orientációja) új alapokra helyezése nélkül nem lehet megoldani.

Ennek keretében

- az állam, a közszféra versenyképességet erősítő tevékenysége szempontjából, mintegy cselekvési vezérfonalat adva, meg kell fogalmazódnia annak társadalmi és gazdasági „országcélnak”, vagyis a politikailag megfogalmazott, szakmailag alátámasztott és a társadalom többsége által támogatott jövőképek;
- a fentiekben foglaltakra épülve, a versenyképesség fenntarthatóságához meg kell születnie a korszerű nemzetgazdasági tervezésnek, amely – figyelemmel az Európai Unió programozási követelményeire és gyakorlatára – alkalmas az alulról jövő kezdeményezésekre, igényekre és a kormányzati szintről érkező koordinációs törekvések összhangjának a biztosítására.

*A jövő alapkérdése az, hogy milyen hatékonysággal (társadalmi ráfordítások árán, időhorizonton, társadalmi bizalom mellett) sikerül kibontakoztatni a költségvetés pozícióját is befolyásoló strukturális reformokat. Mindenekelőtt a nagy közösségi ellátórendszerek, így a nyugdíjrendszer, az egészségügy, valamint az oktatás modernizálását, és felgyorsítani az EU-forrásokra támaszkodó, versenyképességet erősítő fejlesztéseket, hozzáigazítva ezekhez a közigazgatás, ezen belül az önkormányzati rendszer, illetve a régiók reformléptékű korszerűsítését.*

A kialakult helyzet társadalmi, közpolitikai, gazdasági teljesítménybeli, s nem mellékesen finanszírozási okai egyben önmaguk okozatai is. Ilyen körülmények között a magyar gazdaságpolitikának egyszerre több – sok tekintetben egymást keresztező – prioritásnak kell megfelelnie.

Meg kell őriznie a stabilizáció, konszolidáció eddigi eredményeit, így például azt, hogy csökkenő kockázati felárak mellett, ez idő szerint már biztonságosan finanszírozható az ország, stabilizálódott a forint árfolyama, mindemellett a monetáris politika kamatcsökkentési lehetőségei is javultak, csakúgy, mint az euró bevezetéséhez szükséges feltételek megteremtésének esélyei. Elengedhetetlenül szükséges és sürgető azonban a foglalkoztatási színvonal növelése, az inaktívak mobilizálása, a munkanélküliség növekedésének megállítása, egyidejűleg javítva a gazdasági szereplők likviditását és hitelképességét, ugyanakkor határos válságkezeléssel kell menedzselni a pénzügyi feszültségek és a recesszió következményeit, elejét véve a további pénzügyi krízisnek.

Nyilvánvaló: a visszafogásokkal járó lépések megtétele és azok helyes mértékének a meghatározása nehéz, hiszen mint láttuk, korábban az adózás, a társadalombiztosítási járulékok világában, a nyugdíjak, a bérek területén, szolgáltatások szervezésében, terjedelmében ezekkel nemcsak ellentétes ígéretek, hanem későbbi hatásaikban rombolónak bizonyuló, markáns, konkrét lépések történtek. Ha valamilyen társadalmi juttatás pusztá megvonásával, annak hatásai felmérése nélkül operál a kormányzat, attól még nem oldja fel a túlfinanszírozás problémáját. Olyan ez, mint – már említettem – a túlerőltetett, szakszerűtlen fogyókúra, ahol a „túlfogyás” jóvátehetetlen egészségkárosodásokat okozhat.

A jelzett feszültségek oldásának megkerülhetetlen követelménye az állam-működés, s benne a közpénzügyi menedzsmentek hatékonyságának jelentős javítása, aminek nehezítő, kockáztnövelő tényezője, hogy 2008–2009 öröksége szerény esélyeket kínál egy sikeres, az OECD- országokban gyakorlattá vált *pragmatikus gazdaságpolitikai* váltás megvalósítására. Ilyen előzmények után is bízni kell abban, hogy rövid időn belül elkészülhet egy olyan terv, ami képes kijelölni azokat a legfontosabb területeket, ahol cselekednünk kell. Ívet, összefüggés-rendszert teremt a költségvetési szigor és az államháztartás átalakítá-

sa, valamint a gazdaság között.<sup>10</sup> Ez a problémakezelési váltás a kulcsa annak, hogy előre jussunk. Ennek keretében a következő területeken szükséges és lehetséges is változtatni:

- a társadalmi jövőkép felvázolásában, s ennek megfelelő fejlesztési stratégiák kidolgozásában,
- az állami funkciók, feladatok tartalmának meghatározásában és szabályokba foglalásában,
- a nemzetgazdasági (kötségvetési) tervezés és az államháztartási információs rendszerek megújításában,
- a versenyképesség javítására irányuló eszközök alkalmazásában,
- intézményi reformokban, a civil társadalom közpolitikai szerepének erősítésében, közpénzügyi menedzsmentek további modernizálásában,
- az újraelosztás terjedelme és célzottsága harmóniájában,
- az állami működés elszámoltathatósága és átláthatósága (ellenőrzöttsége) érvényesülésében.

Mindennek megvalósítása ma – a rendkívül megosztott, a betarthatatlan jóléti ígéretek nyomán bizalmát veszített, az új iránt csekély befogadóképességgel bíró magyar társadalom napi érdekeivel sokszor szemben haladva – különösen nehéz. Nincs azonban más lehetőségünk, mint a cselekvés, és a társadalom mindig érzi a különbséget a progresszió trendbe illeszkedő lépései, az indokolt takarékoság és az erre csak apelláló, de valójában a társadalom összetartozását, szolidaritást rongáló, a jövőt mindig csak a ködös távlatokba helyező ígéretek között.

Csak akkor lehet sikeres a stabilizáció és a felzárkózást előmozdító fejlődés kibontakoztatása, ha a szükséges szabályokat, intézményeket nem külső kényszer, „prezentációs érdek”, hanem belső harmónián nyugvó elhatározás alkotja meg.

### *Irodalomjegyzék*

- ÁGH ATTILA: A fejlesztő állam feladata és a rendszerváltás kiteljesedése. *Pénzügyi Szemle*, 2007/1.
- ARTNER ANNAMÁRIA – CSÁKI GYÖRGY – INOTAI ANDRÁS – SZALAVETZ ANDREA: Gazdasági versenyképesség a 21. században. MTA, Világgazdasági Kutatóintézet, *Műhelytanulmányok*, 2003, 53.
- ANTAL LÁSZLÓ: A 90-es évek gazdaságpolitikája. In VERES JÓZSEF (szerk.): *Fejezetek a gazdaságpolitikáról*. Budapest: Aula, 2004.

<sup>10</sup> Az írás, amely a Pázmány Péter Katolikus Egyetemen március 10-én elhangzott előadás esszészerű írásos változata, az e követelményekre figyelmet fordító, gazdaságpolitikai fordulatot jelentő Széll Kálmán Terv nyilvánosságára hozatala előtt készült.



- BÁGER GUSZTÁV: A köz és a magánszféra együttműködése és a számvevőszéki ellenőrzés. *Pénzügyi Szemle*, 2006/1.
- BÁGER GUSZTÁV – KOVÁCS ÁRPÁD: Vázlat a politika és a társadalmi-gazdasági szervezés kapcsolatáról. *Nemzeti Érdek*, 2007, I évf., 4.
- ERDŐS TIBOR: Növekedési potenciál és az államháztartás átfogó reformja. *Fejlesztés és Finanszírozás*, 2006/2.
- KOVÁCS ÁRPÁD: Versenyképesség és államháztartás. *Pénzügyi Szemle*, 2005. összevont szám.
- KOVÁCS ÁRPÁD: A versenyképesség javításának lehetőségei – ahogy az Állami Számvevőszéknél láttuk. Illetve angol változatban: Possible ways to improve competitiveness – as seen by the State Audit Office of Hungary. *Pénzügyi Szemle/Public Finance Quarterly*, 2010/3, 514–531., 533–551.
- KOVÁCS ÁRPÁD: Többoldalú elemzések és tanulságaik – a kötet tanulmányainak tükrében, illetve angol változatban. Multilateral analyses and derived lessons as reflected in the studies of the volume. *Pénzügyi Szemle/Public Finance Quarterly* 2010/3., 537–541., 557–561.
- KOVÁCS ÁRPÁD: Az államháztartási gazdálkodás mozgásteret – kockázatok és lehetőségek napjainkban, illetve az angol összefoglaló változatban: Scope for Action in Managing Public Finances – Current Risks, Possibilities, and Hopes. *Gazdasági élet és társadalom/Economy and Society* 2010/ I–II. szám.
- LAKI LÁSZLÓ: Rendszerváltások Magyarországon. In KOVÁCH IMRE (szerk.): *Társadalmi metszetek*. Napvilág, 2006.
- PALÁNKAI TIBOR: *A globalizáció természetéről és hatásairól*. (ISIS Füzetek) Szombathely–Kőszeg: Társadalomtudományok és Európa Tanulmányok Intézete, 2008.
- PITTI ZOLTÁN: Magyarország gazdasági és társadalmi élete. Főbb jellemzők és folyamatok (1989–2002). In *Magyar hozomány, Magyarország az EU csatlakozás küszöbén*. Budapest: BM Kiadó, 2004.
- SIMON ISTVÁN: *Pénzügyi jog*. Budapest: Osiris, 2007.
- STEIGER JUDIT: *Jog és közgazdaságtan határán*. Budapest: Rejtjel, 2009.
- PETSCHNIG MÁRIA ZITA: A magyar gazdaság az új évezred elején. In LENTNER CSABA (szerk.): *Pénzügypolitikai stratégiák a XXI. Század elején*. Budapest: Akadémiai Kiadó, 2007.
- TÓTH ISTVÁN GYÖRGY: *Megvalósítható reformok: szemléletváltozás és intézményi reformok egy fenntartható növekedési pálya érdekében*. Budapest: Társki, 2009.

# A VÁLLALATI BERUHÁZÁSOK SZEREPE A VERSENYKÉPESSÉG ALAKÍTÁSÁBAN<sup>1</sup>

BÉLYÁ CZ IVÁN  
egyetemi tanár (PTE GTK)

A vállalati versenyképesség alakításában megkülönböztetett szerepük van a széles értelemben vett beruházásoknak. A versenyképességet javító vállalati befektetések irányulhatnak a termelő berendezések fejlesztésére, a technológia tökéletesítésére, az informatikai rendszer fejlesztésére és az emberi tőke minőségi javítására. E beruházásokat jórészt saját forrásokból finanszírozzák, ám azokat rendszerint kiegészítik visszterhes (hitel/kölcsön) és/vagy visszteher nélküli források (támogatás). Ezek szerint a vállalatok beruházási képessége egyik oldalról a vállalati belső jövedelmezőség (és felhalmozó képesség) függvénye, másrészt azt a vállalat tőkevonzó képessége határozza meg. Válságos időkben erős az arra irányuló hajlandóság, hogy a vállalatok felhalmozó képességének mesterséges javításában találják meg a kilábalás kulcsát. A vállalati beruházások szintje és a versenyképesség közötti kapcsolatot illetően gyakran találkozunk leegyszerűsítő megállapításokkal: sokan úgy vélik, hogy a vállalati beruházások növelése automatikusan vezet a versenyképesség javulásához. Ebből következően a vállalati beruházások állam általi segítségével hatékony megoldást látnak. E tanulmány e vitatható nézetek kritikájaként íródott.

Hazánkban a piacgazdasági átalakulást követően gyökeresen átalakult a megtakarítási-befektetési mechanizmus. Ennek legmélyebb változása a befektetési-beruházási lehetőségek jelentős kitágulása. Ez annyiban jelentett változást a korábbiakhoz képest, hogy a forrástulajdonosok (megtakarítók) a dologi tőke beruházásain kívül, befektetési alapok értékjegyeibe, biztosító társaságok befektetési termékeibe, valamint szokványos pénzügyi piaci értékpapírokba (részvény, kötvény) is beruházhattak. Eszerint ugrásszerűen megnőtt a nem vállalati beruházásokba irányuló befektetések súlya. Mivel a vállalatok által kibocsátott kötvények és részvények aránya az elmúlt két évtizedben marginális jelentőségű maradt, így a széles értelemben vett értékpapír-befektetések erőteljes kiszorító hatást gyakoroltak a beruházási források piacán, a vállalati

---

<sup>1</sup> A tanulmány az OTKA 81542. számú projekt részeként született.

forrásszerzés rovására. Az értékpapír-befektetések hozama tartósan meghaladta a termelő beruházások jövedelmezőségét, s ez az egyenetlenség tartósította a vállalatok beruházási forrás-szerzési esélytelenségét. Gazdaságunkban a külföldi tulajdonban (résztulajdonban) levő vállalatok belső forrásképzési ereje jelentősen meghaladta a hazai állami, vagy magántulajdonban lévő vállalatok felhalmozó képességét. Ez utóbbi vállalatok esetében a saját források generálása erősen korlátozott volt, s ez rendszerint mérsékelt tőkevonzó képességgel párosult. Mindezek következményeként a vállalati termelő beruházások szintje az elmúlt évtized első felében stagnált, második felében pedig csökkent. E helyzetkép láttán sokan jutunk arra a következtetésre, hogy az állam feladata lenne a vállalati felhalmozó képesség feljavítása, s a forrásképzés stimulálása jutányos beruházási pénzek juttatásával.

A vállalati termelés és finanszírozás globalizálódása új helyzetet teremtett a vállalati beruházási célválasztásban és a megtérülési követelményekben. A hazai és külföldi tulajdonban lévő vállalatok beruházásai egyaránt betagozódnak a globális gazdasági térbe, ahol minden beruházási projekt versenyez minden más forrással az indításra érdemességért és a finanszírozási források elnyeréséért. A vállalatok és projektjeik bekerülése a nagy gazdasági versenytérbe jelentősen megemeli a megtérülési követelményeket, növeli a verseny-fenyegetettséget és fokozza a kockázatot. A tőke használdozati költségének így bekövetkező növekedésével tervezett beruházási projektek nagy számban kirostálódnak, vagy ha mégis elindulnak, akkor a piaci kudarc esélye lesz túl nagy. A beruházási projekteknek az értékpapír-befektetések keltette hozamverseny mellett tehát a világpiacra termelő bármely más projekttel is versenyezni kell. Az itt említettek aligha hagynak kétséget afelől, hogy a vállalati beruházások stagnálása nem magyarázható egyedül a források szűkösségével. Sőt, inkább azt kell mondanunk, hogy a valóban ígéretes beruházási projektek megvalósulását nem akadályozza forráshiány, azok általában viszonylag könnyen jutnak beruházási forrásokhoz. Az átlag alatti, vagy kifejezetten alacsony jövedelmezőségű vállalatok projektjeiről ez természetesen nem mondható el, azok forrásvonzó képessége kifejezetten gyenge.

A vállalatok korlátozott önfinanszírozó képessége nyilvánvaló akadálya a beruházások növekedésének, az igazi gond azonban az, hogy a külső források megszerzése sem könnyű. A gazdasági rendszerváltás egyik be nem teljesült várakozásaként tartják nyilván azt a tényt, hogy a vállalatok rendkívül korlátozott mértékben jutnak beruházási forrásokhoz a pénzügyi piacokról. Vállalati kötvénykibocsátás szinte egyáltalán nincs gazdaságunkban, s a részvénykibocsátás révén történő tőkeszerzés is elhanyagolható nagyságú. Ilyen körülmények között jelentősen nő a kereskedelmi és befektetési bankok általi hitelfinanszírozással szembeni várakozás. A helyzet ott sem jobb, különösen a megtakarítások alacsony szintje miatt. Például a kereskedelmi bankok vál-

latalati forgótőke-finanszírozásban betöltött szerepe, vagy a beruházási bankok nagy projekteket finanszírozó funkciója tartósan fejletlen maradt. A kereskedelmi bankok által – a hitelnyújtáson keresztül – támasztott jövedelmezőségi követelmények teljesíthetetlen mércét állítanak a termelő beruházási projektekkel szemben. Mindezek következményeként a bankok igen csekély mértékben vesznek részt a vállalati termelő beruházási- és forgótőke- finanszírozásában.

A közgazdasági gondolkodásban világszerte, ám a hazai viszonyok között különösen a beruházásokra rendszerint úgy tekintenek, mint amelyek mindenkori szintjét a források ára, azaz a kamat, s általában a tőke költség határozza meg. Ebből levezetik a kamat csökkentésének, a források olcsóbbításának kívánalmát a beruházás-ösztönzés fő eszközeként emlegetve a megtérülési követelményt. A források árából adódó tőke költség beruházási célválasztásbeli fontosságához nem férhet kétség. Ugyanakkor azt is hangsúlyozni szükséges, hogy a tőke árának csökkenése nem jár automatikusan a beruházási szint emelkedésével. Sok jelből arra következtethetünk, hogy a források bősége/hiánya, a tőke költség magas vagy alacsony volta mellett kiemelkedően nagy szerepe van a piac létének/hiányának. Ha valami hatékony húzóerőt gyakorolhat a vállalati termelő beruházásokra, az a vállalat termékeivel – szolgáltatásaival szembeni piaci igény. Az elmúlt évtized során a vállalati beruházások stagnálását sokkal inkább befolyásolta a piachiány, mint a beruházható források abszolút hiánya. A piacgazdasági átalakulást követően széles körben elterjedt az a kíváncsóság, hogy termelő beruházások csak a biztos megtérülés reményében indíthatók, s ennek teljesüléséhez a felvevőpiac biztonságos ismerete a legalapvetőbb feltétel. Minden beruházási projekt kockázatosnak tekinthető, még a viszonylag jó előzetes piaci ismeret körülményei között is. Ez az elkerülhetetlen kockázat még nagyobb akkor, ha termelő projektek indítására szilárd piaci megalapozás nélkül kerül sor. Amikor az állam ingyenes forrásokkal vállalati termelő beruházásokat támogat, vagy jóléti szolgáltató projekteket csaknem kizárólagosan finanszíroz, akkor az első esetben a megtérülés kockázatát vállalja át, az utóbbi esetben pedig a fenntarthatóság kockázatát veszi magára.

Ha azt sulykoljuk, hogy a termelő beruházási döntések alapvetően a források léte/hiányára érzékenyek, továbbá a tőke költség mindenkori nagyságára, akkor ebből csak arra következtethetünk, hogy olcsó forrásokkal, például alacsony kamatokkal (vagy a kamatteher állami átvállalásával) a vállalati beruházások erőteljesen ösztönözhetők. Az elmúlt két évtizedben, gazdaságunkban időről-időre indultak olyan állami beruházás-ösztönzési programok, amelyek normatív, pályázati vagy egyéni elbírálási rend keretében források osztogatásához nyújtottak kereteket. A pályázható célok ágazati szerkezete mindenkor állami preferenciákat tükrözött, pedig a beruházási célok kiválasztásának inkább piaci alapokon nyugvónak kell lenni. Az állam által nyújtott beruházási ingyen pénz a legpiacorientáltabb célkiválasztás mellett is azt jelenti, hogy a beruhá-

zást realizáló vállalat áttolhatja másra a projektdöntés tévedésének – hibájának a felelősségét. A megvalósult beruházási projekt minden működési-finanszírozási implikációjának szembesülnie kell a vállalat projekt-megvalósulás utáni tevékenységébe – kondícióiba. Ha a beruházás visszteher nélküli forrásokból jön létre, akkor nem alakul ki a források feltétlen visszatérülési kényszere, a többletérték teremtésének elengedhetetlen követelménye pedig hatástalan marad.

Minden látszat ellenére a termelő beruházások megtérülési követelményeinek felpuhítása nem célravezető, hanem kontraproduktív gyakorlat. Amikor kamatfizetési követelmény vagy visszafizetési kötelelem nélküli forrásosztogatás történik a beruházások ösztönzése címén egy gazdaságban, akkor nemcsak a tőkehasználati díj fizetése alól mentesül a vállalat, hanem a befektetett összeg visszatérülési kényszere alól is. Ebben a tekintetben a hazai termelő beruházási gyakorlatra a szélsőségek közötti hanyódás a jellemző. Egyik oldalról ott van a szűkös belső forrásgenerálás és a drágán megszerezhető kölcsönforrások lehetősége, a másik oldalon pedig a visszteher nélkül, vagy kamatmentesen közvetített források esélye. Az egyik túl magas, a másik túl alacsony megtérülési követelményt támaszt, mégsem mondhatjuk azt, hogy az olcsó beruházási pénzek gazdaságba pumpálása lenne a megoldás. Be kell látni azt, hogy a termelő beruházási célok a legcélszerűbben a projekttől a jövőben várható jövedelmezőség, a megalapozott megtérülési ígéret alapján választódhatnak ki, tehát a projektek a vállalatok érdemessége alapján szelektálódnak. Ha beruházási források nagy tömegben állami pályázat útján nyerhetők el, akkor éppen a két leglényegesebb kiválasztási kritérium, a kockázatvállalás és a megtérülési kényszer vész el. A céltalan túlberuházás és a pazarlás elkerülése érdekében még a legkisebb forrásigényű beruházási projektek esetében sem célravezető a kockázatvállalás kiiktatása a beruházási célkiválasztási folyamatból.

A termelés és finanszírozás globalizálódása sajátos hierarchiát alakít ki a beruházási projektek világában. Jelentősen megnő a stratégiai beruházások és a hálózatban megvalósuló projektek szerepe. Ezeket az esetek többségében nagy tőkeerejű (többnyire multinacionális) vállalatok hajtják végre projektfinanszírozás keretében. E beruházási projektek kiválasztása nagyvállalatok hosszabb távú stratégiájába illeszkedik, finanszírozásukhoz több forrásból is származnak beruházási pénzek. E projektek állnak a beruházási célkiválasztási piramis felső részén; az alapzatot a kis- és középvállalatok viszonylag kisebb tőkeigényű beruházási projektjei alkotják. Ezek meghatározó többségét a vállalatok vagy képesek saját forrásból végrehajtani, vagy azok megvalósulására esetleg soha nem kerül sor. E vállalatok viszonylag szűkös önfinszírozó képességüknek tulajdoníthatóan általában krónikus forráshiánnyal küzdenek, vagy nagyobb vállalatok együttműködő partnereként jutnak kisebb-nagyobb fejlesztési lehetőséghez. A kis- és középvállalatok mind bankhitelhez, mind tőkepiaci forrásokhoz a legkritikább esetben jutnak, e körben azonban a mesterséges élénkítés,

a jutányos forrásosztogatás legalább annyira problematikus, mint a forráshiány miatt elszalasztott ígéretes beruházási lehetőség.

A vállalati termelő beruházásokra gyakran tekintenek úgy, hogy azok munkahelyet teremtenek, s ezáltal bővítik a foglalkoztatást. Árnyaltabb közelítéssel megállapítható, hogy ez az állítás nem minden esetben igaz. A zöld- és barnamezős beruházások – az esetek többségében – új munkahelyeket hoznak létre, azonban a vállalati korszerűsítő beruházások gyakran létszám-felszabadító hatással járnak, azaz élömunika-kiváltó hatásuk van. Ez azt is jelenti, hogy a vállalati teljes tényező produktivitást növelő beruházások általában a foglalkoztatás csökkenését vonják maguk után. Jelentős forráslekötéssel és kapacitásteremtéssel járó beruházásokat – a piacgazdasági átalakulást követően – szinte kizárólag külföldi tulajdonú nagyvállalatok hajtottak végre. Mindezek alapján vitatnunk kell a vállalati beruházások automatikus és univerzális munkahelyteremtő hatását feltételező állításokat. Jó közelítéssel kockázat nélkül állítható, hogy a korszerű technikát – technológiát megvalósító vállalati beruházások növelik a termelékenységet, amit azonban a vállalatnál a munkaerő iránti szükséglet csökkenése kísér.

A vállalati beruházások szerepének objektív értékelésében ugyancsak gondok forrása lehet a beruházások szűkített értelmezése. Beruházáson leggyakrabban a termelő technika cseréjét, korszerűsítését, bővítését értik, pedig napjainkban az igazán hatékony vállalati beruházások a gépi technika fejlesztésén túl, magukban foglalják a technológia, az informatikai bázis és az emberi tőkébe irányuló befektetést is (képzés). Ha valamiben lemaradás mutatkozik – különösen a kis- és középvállalatok – beruházási műveleteiben, az éppen ennek a beruházási komplexitásnak a negligálása. E területen a vállalatok a jelenleginél sokkal több segítséget kaphatnának az államtól. Ez nem ingyenpénz vállalatokhoz transzferálását igényli, hanem olyan közvetett segítségnyújtást, mint az új technológiákkal, eljárásokkal való megismertetést-ellátást, a menedzseri kompetencia javítását, a munkaerő képzését és így tovább. A vállalati munkaerő tudásszintjének növelése hozzásegíthet a technika és technológia hatékonyabb vállalati működtetéséhez.

A projekt dologi tőkeelemeire koncentráló állami segítségnyújtásnak van egy másik – nem jelentőségének megfelelően kezelt – következménye, a fenntarthatósági probléma. Ha az állam jelöl ki beruházási prioritásokat, s ha az így eltervezett projektek piaci megalapozottsága hiányos, akkor könnyen előfordulhat, hogy a működésbe állított projektet a befogadó vállalat, intézmény csak súlyos feszültségek árán képes abszorbeálni. Az elmúlt egy-másfél évtizedben számos olyan állam által támogatott projekt valósult meg, amely a működtető vállalat, intézmény rezsiviselő képességét jelentősen meghaladja, s a projekt működtetésének kezdetétől szubvencióra szorul. A fenntarthatatlanságot a legtöbbször az okozza, hogy a projekt tervezésekor, annak állami preferálásakor

a döntés szinte kizárólag a technika megvalósítására irányul, s számos fontos implikáció figyelmen kívül marad. A projekthez kötődő teherviselő képességnek összhangban kell lenni a projekt által keletkeztetett terhekkel. Ha ebben rés keletkezik, akkor a projektben megtestesült tőke elfogadható értékesülésére nem kerülhet sor. Fürdőkomplexumok, wellness-központok, sport-létesítmények, vendéglátó és kulturális célú projektek ezrei küzdenek – megalapozatlan és kellő körültekintés nélküli döntés eredményeként – fenntarthatósági problémákkal. A mezőgazdasági eszközfejlesztés területéről is hozhatnánk számos példát a fenntarthatóság hiányának tulajdoníthatóan.

A vállalati beruházások minél jobb értékesülésének fontos akadálya gazdaságunkban a vállalati kutatás-fejlesztés alacsony színvonala. A vállalatok túlnyomó többsége esetében a fejlesztő és az alkalmazott kutatás gyengesége nagyban hozzájárul ahhoz, hogy a mégoly korszerű technikát meghonosító projektek is alacsony hatékonyságúak maradnak a működés során. A vállalati kutatás-fejlesztés alacsony nivóját nyilvánvalóan befolyásolja a források hiánya, a gyenge vállalati piacérzékenység, s a menedzseri felkészültség gyengesége. Ha együtt tekintjük a technika, technológia korszerűsítését, a képzés-tanulás fontosságát, a kutatás-fejlesztés vállalati mellőzhetetlenségét, valamint a projektek fenntarthatósági igényét, akkor előttünk áll egy komplex keretrendszer, ami mellőzhetetlenül fontos a vállalati tőkebefektetés elfogadható értékesüléséhez. Kritikusan meg kell állapítanunk, hogy ebben a tekintetben a hazai vállalati beruházási gyakorlatot fontos szegmensek részleges kifejlődése, vagy azok teljes hiánya jellemzi.

Az eddigiekben leírtak kelthetnek olyan benyomást, hogy egyáltalán nem tulajdonítunk szerepet az államnak a vállalati versenyképesség beruházások révén történő javításában. Az államnak ebben természetesen lehet feladata, még ha nem is a fentebb kritizált módokon. A leghatékonyabb segítség a direkt forrásjuttatás helyett, közvetett módokon történhet. Széles körű deregulációval a vállalatok számos olyan tehertől, akadálytól, kötelezettségtől lennének megszabadíthatók, amelyek tartósan fékezik a vállalatok fejlesztési-piaci kezdeményezéseit. A vállalatokat terhelő adminisztratív kötelezettségek az állam által – rendszerint kiszámíthatatlanul – megállapított díjak, járulékok, adók szövevényes rendszere szükséges forrásokat von el a vállalatoktól. A követhetetlenül változó jogszabályi, általános szabályozási és közteherviselési környezet vállalati energiákat leköt és elvon, végső soron akadályozva a vállalatok figyelmének, erőinek piaci koncentrálását. Az állami költségvetés tartós egyensúlyhiánya, s ezzel egyidejűleg az állam (feleslegesen) aktív részvétele a gazdaságot célzó redistribúcióban olyan feloldásra váró ellentmondás, amelynek kedvező irányú megoldásából a legtöbb haszon származhatna a vállalati ösztönzéshez. Viszonylagos értelemben kevés különbség van gazdaságunkban a nagyobb, a közepes és a kisebb vállalatokat terhelő szabályozási kötelek között, amiből

nyilvánvalóan következik, hogy minél kisebb egy vállalkozás, annál nagyobb a relatív regulációs terhelése, s ebből komoly növekedési és versenyhátrányok adódhatnak. Mindebből gyakran következik a vállalatok norma-, szabály-, adó- és járulékkerülő magatartása, ami még tovább távolítja a gazdasági vállalkozásokat a normális piac- és versenyközpontú mentalitástól. Ha a vállalat minden bevételét költségesíti, nem mutat ki profitot, akkor az önfinanszírozás legfőbb forrását csonkolja. A vállalati versenyképesség növelésének szándéka akkor válhat a fő mozgatóvá, ha a vállalat nem az állami ajándék megszerzését tartja fő célnak, hanem a piaci ösztönzőkön alapuló önfejlődést.

### Irodalomjegyzék

- T. E. COPELAND – I. F. WESTON: *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison Wesley Publishing Company, 1998.
- DEAN J.: Measuring the Productivity of Capital. *Harvard Business Review* 1954, January – February.
- ERDŐS T.: *Növekedési potenciál és gazdaságpolitika*. Budapest: Akadémiai Kiadó, 2006.
- S. J. GROSSMAN – J. E. STIGLITZ: On Value Maximisation and Alternative Objectives of the Firm. *Journal of Finance*, 1977. May.
- W. C. KESTER: Today's Options for Tomorrow's. *Growth Harvard Business Review*, 1984, March – April, 153–160.
- S. LUMB – C. JONES: *Corporate Finance Theory and Practice*. Thomson, 7<sup>th</sup>. ed. 2003.
- S. C. MYERS : Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economic*, 1977. November, 147–176.
- R. PIKE – B. NEALE: *Corporate Finance and Investment Decisions and Strategies*. Prentice Hall, 5.<sup>th</sup> ed. 2006.
- M. E. PORTER: How Competitive Forces Shape Strategy. *Harvard Business Review*, 1979. March – April, 137–145.
- A. C. SHAPIRO: Corporate Strategy and the Capital Budgeting Decision Midland Corporate. *Finance Journal*, 1985. Spring, 22–36.





# A BERUHÁZÁSI ÉS A FINANSZÍROZÁSI DÖNTÉSEK INTERAKCIÓI<sup>1</sup>

KUTI MÓNIKA  
egyetemi adjunktus (PTE GTK)

## Az interakciók elméleti keretei a 60-as évektől a 80-as évekig

A tökéletes piacok feltételrendszerében a Modigliani-Miller [1963] tételek szerint a finanszírozás irreleváns, amikor a vállalat beruházási döntést hoz. Ilyenkor például nincsenek adók, tranzakciós és ügynöki költségek, valamint a belső és külső források költsége között sincs különbség. A piaci súrlódások jelenléte tekinthető gyújtópontnak a beruházási és finanszírozási folyamatok összefüggés-rendszere létrehozásában. A sok szálon futó interakciókból Myers [1974] az adókat, a tranzakciós költségeket és egyéb piaci tökéletlenségeket emeli ki, idesorolja még az osztalékpolitika relevanciáját, a beruházási és finanszírozási döntések interdependenciáját és decentralizáltságát, a projekt élettartam hosszát és a tőke-költség hatásokat is. Myers [1977] később bővíti a kört a csödkockázatos adósság (debt overhang) beruházási döntést torzító, alulberuházást okozó hatásával.

Racionális befektetők feltételezésével hatékony tőkepiacon Myers és Majluf [1984] az információs aszimmetria jelentőségére hívják fel a figyelmet az interakciók sorában. A szerzőpáros abból az esetből indul ki a „finanszírozási csapda” részletezésekor, hogy amikor a menedzserek a már meglévő, régi tulajdonosok érdekében cselekednek, elutasíthatnak részvénykibocsátást még annak az árán is, hogy jó növekedési lehetőségekről mondanak le, feltéve, hogy a régi tulajdonosok számára a részvény-kibocsátási költségek meghaladják a projekt nettó jelenértéket. Azon vállalatok, melyek működési pénzárama nem haladja meg a beruházási lehetőségeket, és amelyek felhasználták minden alacsony kockázatú kötvény-kibocsátási lehetőségüket, valamint készpénztartalékaikat, azaz finanszírozási többletüket, feladhatnak jó projekteket csupán azért, hogy ne kelljen kockázatos értékpapírokat kibocsátaniuk. A részvénytőke lényegében utolsó menedék a finanszírozási rangsorban a visszatartott profit és a kölcsöntőke után (hierarchiaelmélet).

---

<sup>1</sup> A tanulmány az OTKA 81542. számú projekt részeként született.

Az 1980-as évek végén a tőkepiaci tökéletlenségek reálberuházásokra tett hatásának vizsgálatához Fazzari és szerzőtársai [1988] vezették be a beruházás cash flow érzékenysége használatának standardját. Felvetették, hogy amikor vállalatok külső finanszírozási korlátozással néznek szembe, beruházási kiadásuk nemcsak a profitábilis lehetőségek, hanem a belső források rendelkezésre állásától is függenek, sőt a beruházások belső forrásokra való érzékenysége a belső és külső forrásköltségek közötti különbségekkel monoton nőnek.

## Tőkepiaci tökéletlenségek hatása a beruházási döntésekre

A tőkepiaci finanszírozási tökéletlenségek közül érdemes külön foglalkozni a szerződéses költségek és az intertemporális súrlódások beruházásokat érintő összefüggéseivel. A külső finanszírozás szerződéses költségei és a felmerülő információs aszimmetria olyan helyzetet teremt, amely mentén a finanszírozási szükséglet oka határozza meg a finanszírozási források fajtáját (Gatchev et al. [2009]). A szerzők szerint a nettó forgótőke növekménye többségét saját tőkéből, a tárgyieszköz - beruházásokat túlnyomóan hosszú lejáratú hitelek-ből és saját tőkéből; az immateriális javakba (K+F-be és marketing kiadásokba) irányuló tőkebefektetéseket saját tőkéből, a veszteséget és az osztalékfizetést szintén saját tőkéből finanszírozzák a vállalatok. *A finanszírozási deficit típusa és a finanszírozási mód között tehát kapcsolat van.* A szerzők hangsúlyozzák, hogy a hierarchiaelmélet értelmében a finanszírozási deficitet a hosszú lejáratú hitelek növekményényének kellene követnie, amit azonban kutatási eredményeik nem igazoltak.

A tőkepiaci tökéletlenségek közé tartozó *intertemporális pénzügyi súrlódások* magukba foglalnak például forrásköltség - emelkedést vagy a forrásokhoz való hozzáférés jövőbeli korlátozottságot, mely finanszírozási szűkösség torzulásokat eredményez a

beruházásiprojekt-karakterisztikákban. A jelenlegi magas tőkeáttétel növelheti a jövőbeli finanszírozási költségeket, ami torzítja a jelenlegi és jövőbeli reálberuházásokat azáltal, hogy biztosabb, likvidebb, de valószínűleg kevésbé profitábilis projektek felé tolja el a döntéshozatalt. Jövőbeli finanszírozási korlát esetén vállalatok jobban preferálják a jelenlegi alacsony súrlódású adósságkapacitási lehetőségeket, mint például a hitelkereteket. A forrásszűkösség jövőbeli kilátása megemeli a jelenlegi készpénztartási igényt a vállalatoknál, ha nincs mód hitelkeret fenntartására. Nemcsak a jövőbeli finanszírozási korlátok hatnak a jelenlegi beruházásokra, hanem fordítva is, a jelenlegi beruházások pénzáramai is befolyásolják a jövőbeli forrásszerzési lehetőségeket.

A finanszírozási korlát mértéke és a vállalati kiadási terv egymással összefügg. Campello és szerzőtársai [2009] megállapítják, hogy a finanszírozási

szempontból korlátozott vállalatok a technológiai kiadásait, munkaerőköltségeiket és tőkekiadásait mélyebbre vágták vissza, több készpénzt „égettek” el, fokozottabban vették igénybe hitelkereteiket és több eszközt adtak el működésük finanszírozásához. A külső finanszírozás korlátozottsága miatt attraktív beruházási lehetőségeket is le kell mondani vagy el kell halasztania sok vállalatnak. Almeida és szerzőtársai [2009] szerint a versenypiaci árazású külső források hiánya eltérésekhez vezet a tradicionális tőkeköltségvetéstől:

- a projekteket a gyors megtérülés felé mozdítja el, mert a későbbi projektek forrás nélkül maradhatnak,
- biztonságosabb pénzáramokat hozó projektváltozatok felé tolja el a palettát, ami csökkenti a jövőbeli finanszírozási súrlódást,
- a materiális, érvényesíthető pénzáramok felé indul meg elmozdulás a biztosítékolt projektek preferálása révén,
- nő a likvid/illikvid beruházási arány.

A finanszírozási korlát a biztosítéki csatornán keresztül is hatást fejt ki a beruházásokra. A *materializált eszközök biztosítékként* való felhasználhatósága több hitel felvételét teszi lehetővé, amiért cserébe további eljelzálogosítható eszközökbe történő beruházás előtt nyitja meg az utat. Az előrelátható jövőbeli biztosítéki korlát probléma ilyen módon csökkenthető jelenlegi beruházással. Almeida és Campello [2004] ezt a „*hitelmultiplikátort*” a hitelfelvételi korlátokkal szembesülő vállalatok számára fontos, a beruházásokra ható tényezőnek tekinti: a beruházás cash flow érzékenysége nő a korlátozott vállalat eszközeinek materializáltsági fokával; nem korlátozott vállalatok beruházásainak cash flow érzékenységét viszont nem befolyásolja az eszközök kézzel foghatósága. Véleményük szerint az eszközök materializáltsága meghatározhatja, hogy egy vállalat milyen mértékben szembesül hitelkorláttal. A biztosítéki csatornán keresztül az ingatlan áraknak is jelentős hatása van a beruházásokra, ami annál erősebb, minél hitelkorlátozottabb a cég (Chaney et al. [2010]).

A finanszírozási korlátozottság kutatási irányain belül sok vita övezi a beruházások cash flow érzékenysége módszertanát. Kaplan és Zingales [1997] hangsúlyozzák, hogy a finanszírozási szempontból korlátozottabb vállalatoknál magasabb a beruházás cash flow érzékenysége, ami ellentmond Fazzari és szerzőtársai [1988] monotonicitás hipotézisének, következésképpen e standard nem használható mérőszáma a pénzügyi korlátozottságnak. Későbbiekben Fazzari és szerzőtársai [1996] rámutatnak, hogy Kaplan és Zingales [1997] szerint a finanszírozási korlát hiányának működési definíciója az, hogy a vállalat *az idő egy bizonyos pillanatában több beruházásra képes*. A kritika megfogalmazóinak véleménye alapján a Kaplan és Zingales figyelmen kívül hagyja az adósságkapacitás és az óvatossági készpénztartás ösztönző rendszereit, melyek a belső finanszírozás cash flow áramainak visszaesését lennének képesek ellensúlyozni. Az adósság alacsony szintje, ami a finanszírozási korlátozottság hiánya-

ként értelmezhető, egyszerűen súlyos erkölcsi kockázat vagy kontraszelekción problémákat jelezhet, melyek kötelező erejű kovenánsokat eredményezhetnek. A pénzügyileg ellehetetlenült – kovenánsokat sértő és adósságot újratárgyaló – vállalatok nem azonosíthatók a finanszírozási korlátokkal szembesülőkkel, mivel a korlátozott cégek a cash flow-kat alacsonyabb mértékben használhatják beruházási célokra. Ugyanakkor a nem korlátozott vállalatok számára elérhető növekedési lehetőségek kimeríthetik az alacsony költségű belső forrásokat, ami miatt növekedhet a beruházások cash flow érzékenysége, ha a külső forrásokért kockázati felárat kell fizetni. További kritika (Hovakimian-Titman [2003]), hogy a korlátozott vállalatok számára a beruházások érzékenysége az eszközök önkéntes értékesítéséből származó pénzáramokra szignifikánsan erősebb, mint a kontrollcsoporté.

## Az optimális beruházási politika torzulásai

Az interakciók kutatásának központi kérdése a beruházási szint, a kockázat és a növekedési lehetőségek összetett kapcsolatrendszerének feltárása, melyek függvényében lényegében a kérdés az, hogy milyen mértékben térítik el a beruházási politikát az optimálistól. Az eltérések két nagy csoportja a beruházási volumen- és a kockázati szinthatás.

Ha a menedzserek negatív nettó jelenértékű vagy alacsony megtérülést ígérő projekteket is elfogadnak, *menedzseri túlberuházottság* alakul ki (Jensen [1986], Sultz [1990]). A kontroll és tulajdon érdekkonfliktus zónájában a menedzseri birodalomépítési önérdék-érvényesítés megkérdőjelezi a részvényesi értékteremtés folyamait, ha a vállalat az optimálist meghaladó expanzióba vagy egyéb szakmai hírnevet erősítő projektekre kezd. Hasonló torzulást okoz, ha a menedzserek elsáncolják magukat személyes képességeik, humán tőkéjük hangsúlyozásával, vagy ha a menedzseri önvédelem kerekedik felül a vállalati életben.

Ezzel szemben *alulberuházottság* (Myers [1977]) jelentkezik, ha a csőd-kockázatos eladósodottság (debt overhang) miatt pozitív nettó jelenértékű projekteket is elutasít a részvényesi érték maximalizálása mögé felsorakoztatott menedzsment, mert a projekt pénzárama a hitelezők felé történő adósságszolgálatra megy el tulajdonosi értéknövelés helyett.

A *kockázati eltolódás* akkor figyelhető meg, ha kockázatos projektek vállalásával, eszközhelyettesítéssel a hitelezők felől a tulajdonosok értéket csoportosítanak át a vállalati értékből saját részükre (Jensen-Meckling [1976]). A hitelszerződés után jelentkező ex post kockázat értéket transzferál a tulajdonosoknak, mely ellen a hitelezők kovenánsokkal védekeznek. Ezzel szemben magas növekedési lehetőségekkel rendelkező vállalatok számára a kockázatke-

rülés előnyös, alulberuházottság figyelhető meg esetükben kockázatos projektekbe (Brito-John [2002]).

*1. táblázat: Az optimális beruházási politikától való eltérés*

	<i>Az optimális beruházási politikától való eltérés</i>	
<i>Vállalati beruházási szint</i>	Menedzseri túl-beruházottság (Jensen [1986]; Stulz [1990])	Alulberuházottság (Myers [1977])
<i>Vállalati kockázati profil</i>	Kockázati eltolódás (Jensen-Meckling [1976])	Kockázatkerülés (Brito-John [2002])

Forrás: Brito-John [2002]

## **Növekedési lehetőségek hatása a beruházásokra**

A növekedési lehetőségek mérőszámaiként a kutatás-fejlesztést, a tárgyi eszközökbe irányuló beruházásokat (CAPEX), az eszközállomány növekedési ütemét, a piaci per könyvszerinti értékek hányadosát, illetve a felvásárlások és fúziókat tekintik a szakirodalomban. Az árbevétel növekedési üteme is feltűnik néhol növekedési mérőszámként.

Veszélyeket rejt a kontrollálatlan növekedés, a piaci nyomásnak eleget tevő „növekedés a növekedés kedvéért” virtus, különösen a kockázati csatorna, valamint az ügynöki költségek ex post és ex ante relatív számszerűsíthetősége ismeretében. Myers [1977] feltételezi, hogy a növekedési opcióknak alacsonyabb biztosítéki értékük van, ezért alulberuházottságot eredményezhetnek. Jensen [1986] amellet érvel, hogy a meglévő eszközöknek nagyobb a biztosítéki értéke, ezért szabad pénzáram problémát okoznak. Ezek alapján Hovakimian és szerzőtársai [2001] arra a következtetésre jutnak, hogy a meglévő eszközök finanszírozásához viszonylag több hitelt kellene a vállalatoknak használniuk, míg a növekedési lehetőségeket viszonylag több tulajdonosi tőkével kellene finanszírozni. Barclay és szerzőtársai [2001] más szavakkal ezt úgy fogalmazzák meg, hogy ha az adósságkapacitás az a kölcsöntőkenegység, amit a vállalat optimálisan hozzáad a forrászerkezethez az inkrementális projekt érdekében, akkor a növekedési opciók adósságkapacitása kisebb, mint a meglévő eszközöké, sőt negatív, mert több növekedési opció növeli az adósság alul-beruházottsági költségeit, miközben csökkenti az adósság előnyeit a szabad pénzáram feletti kontroll tekintetében.

A növekedés és a forrásszerkezet közötti még szofisztikáltabb kapcsolatokat más tanulmányok tárnak fel. Magasabb piaci per könyvszerinti érték (M/B) rátával – azaz a növekedési lehetőségek egyik mérőszámával – rendelkező vállalatok átlagosan nyereségesebbek, alacsonyabb hitelfelvételi költségekkel szembesülnek; az adósságfinanszírozás nő, ha az M/B hányados átvált az alacsonyról a közepesre, azonban csökken, ha a közepesről a magasra emelkedik a ráta, tehát a piaci per könyvszerinti érték hányadosa és a tőkeáttételi mutató közötti kapcsolat jellege nem monoton (Chen-Zhao [2006]).

A jogi és a pénzügyi rendszer eltérései is hatással vannak arra, hogy a vállalatok milyen mértékben használják a külső forrásait növekedésük finanszírozásához (Demirguc-Kunt – Maksimovic [1998]). Külső finanszírozási korlátok jelenléte esetén a vállalatok inkább belső finanszírozásra hagyatkoznak, mely hatás a külső banki hitellehetőségekhez való hozzáféréssel csökken, a belső-ről a külső finanszírozásra való áttérés különösen a kis, nem tőzsdei vállalatok számára fontos (Rahaman [2010]). A bankok a növekedést gátolhatják, ha túlságosan korlátozó hitelszerződéseket kényszerítenek a hitelfelvevőkre, vagy ha óvakodnak a túlságosan kockázatos vállalatok finanszírozásától. A banki finanszírozás és a bővli

kötvénykibocsátás közötti átváltást tanulmányozva Gilson és Warner [1997] arra a következtetésre jutott, hogy a bővli kötvénnyel történő finanszírozás egyre inkább alternatív forrásszerzési mód azon magas növekedésű vállalatok számára, melyek jelentős mértékben hagyatkoznak banki hitelekre. A szerzők kutatási eredményei alapján a szélsőségesen gyorsan növekedő vállalatoknál tipikus a működési profitvisszaesést követő bővli kötvénykibocsátás, mely forrásszerzési mód lazább szerződéses megszorításai – például kevésbé gyakori pénzügyi ráta kovenáns, hosszabb lejárat és biztosítéki követelménytől való eltekintés – lehetővé teszik a vállalatok finanszírozási flexibilitásának fenntartását.

A növekedési lehetőségek és a beruházások közötti kapcsolat is feltárható. A jövőbeli növekedési lehetőségek megőrzése a tulajdonosi értékteremtés pillére. Ha a menedzsment csőd-kockázatos adósságállomány terhe mellett kockázatos projektekbe kezd, melyek esetleges kimenete hitelezői nyomásra a vállalat eszközeinek elárverezése lesz, elvész a növekedési lehetőség beváltásának jövőbeli opciója. Kockázatkerüléssel viszont esély van arra, hogy ha a vállalat képes a pénzügyileg kockázatos periódust túlélni és érvényesíteni a növekedési opciót a jövőben. Éppen ezért magas növekedési lehetőségekkel rendelkező iparágakra jellemző az alulberuházottság kockázatos projektekbe, azaz a kockázatkerülés; ezzel szemben alacsony növekedési lehetőségekkel rendelkező, érett iparágaknál túlberuházottság figyelhető meg kockázatos projektekbe, azaz kockázati eltolódásról van szó (La Rocca- La Rocca [2007]).

2. táblázat: A növekedési lehetőségek hatása a beruházásokra

		Növekedési lehetőségek	
		<u>Magas</u>	<u>Alacsony</u>
<i>Pénzügyi feltételek (Pénzügyi ellehetetlenülés kockázata)</i>	+	Optimális beruházás	Menedzseri túlberuházottság
	-	Kockázatkerülés	Kockázati eltolódás, alulberuházottság

Forrás: Brito-John [2002]

## A beruházási és finanszírozási flexibilitás kapcsolata

A beruházási és finanszírozási döntések interakcióját biztosítja a két oldal rugalmasságának belső kölcsönhatása. A beruházási flexibilitás ott nem hanyagolható el, ahol volatilis környezetben a beruházások időzítésével, halasztásával, feladásával, termelésesökkentéssel, projektszakaszolással vagy termék/technológia váltásával érték teremthető, melyek számszerűsítését a reálopciók módszertan kísérli meg. A reálflexibilitás jelent termelési rugalmasságot, ami kiterjed a tényezőintenzításra, a termékmix kialakításra és a keresletet követő termelési szint kiigazításra, de utal váltási opciókra is, vagyis alternatív ingatlanokba, ipari létesítményekbe való beruházás lehetőségére.

A beruházási flexibilitás mellett a vállalatnak a finanszírozási rugalmasságot is menedzselnie kell. A korábbi szakirodalom a finanszírozási flexibilitást még pénzügyi többletnek (financial slack) nevezi, ami a készpénz és értékpapírtartás magas szintjét vagy a csődkockázat-mentes adósság kibocsátásának képességét (tartalék hitelfelvételi erőt) jelent, lehetővé teszi az összes pozitív nettó jelenértékű projektlehetőség elfogadását; a finanszírozási többlet előmozdítja a külső finanszírozás elkerülését, mindemellett a régi és új tulajdonosok közötti érdekonfliktusoktól megszabadítja a beruházási döntéseket (Myers-Mayluf [1984]). Érvelésük a következő: nem megfelelő finanszírozási többlet esetén a vállalatok feladhatnak értékes beruházási lehetőségeket, mely veszteség elkerülhető, ha a régi tulajdonosok arra kényszeríthetők, hogy megvegyék és megtartsák az új kibocsátást; bőséges finanszírozási többlet esetén a régi tulajdonosok a meglévő eszközök, a növekedési lehetőségek és a készpénz között választhatnak. Ha a növekedési lehetőségeket választják, a készpénz tűnik el és a meglévő eszközök maradnak a portfóliójukban. A vállalat aggregált kockázata kulcsfontosságú olyan értelemben, hogy a menedzserek a jövőbeli likviditási szükségleteiket milyen mértékben oldják meg készpénztartással hitelkeret felhasználása helyett; az



eszköz béta növekedésével a korlátozott vállalatok a készpénztartást választják a költséges banki finanszírozás helyett (Acharia et al. [2010]).

A vállalatok előnyre tehetnek szert, ha a tőkeszerkezetükben finanszírozási flexibilitást tartanak fenn (Donaldson [1969], Higgins [1992]). A finanszírozási rugalmasság révén a vállalat képes elkerülni a pénzügyi ellehetetlenülést a recesszióra vagy értékesítési visszaesésre visszavezethető profitsokk alatt, illetve képes a beruházások forrásellátását biztosítani alacsony tőkekölségű finanszírozáshoz való hozzáféréssel, a finanszírozás átstrukturálásának képességével, készpénztartással és többlet adósságkapacitással. A pénzügyi flexibilitás tehát olyan rugalmas forrásszerzési képesség, mely vállalati és projektértéket teremt. A pénzügyi flexibilitás értéke akkor nő, ha a projektlehetőségek tágulnak, ha egyre nagyobb a többletmegtérülés a projekteken és fokozott a jövőbeli projekt-szükségletek bizonytalansága (Damodaran [1997]). Az adósságpolitika kialakításánál a pénzügyi menedzserek a pénzügyi flexibilitást értékelik a legmagasabbra, a finanszírozási rugalmasság megőrzése megelőzi a hitelminősítés, a cash flow volatilitás, a kamatláb, a tranzakciós költség és a csőd költség szempontjait is (Graham-Harvey [2002]).

A vállalati hitelfelvétel adósságkovenánsok formájában korlátozza a beruházási, finanszírozási és osztalékfizetési flexibilitást; hitelkeret formájában viszont növeli a forrásszerzési rugalmasságot, mert a vállalat a banki díjak fizetésével szerez arra opciós jogot, hogy a jövőben a hitelkeret maximumáig adósságalapú külső forrást szerezzen. Növekedésben lévő vállalatok számára ez az opció különösen fontos, mert új zárt- vagy nyíltkörű finanszírozás előkészületei nélkül tud gyorsan forrást szerezni. A vállalatok azért tartanak fenn pénzügyi flexibilitást, hogy rövid távon lehetőségük legyen hitelfelvételre. A pénzügyi flexibilitás megőrzése a jelen periódusban előre jelezheti a jövőbeli átmeneti kötvénykibocsátást, melynek ex ante használdozati költsége, hogy ex post korlátozott lehet a kötvénykibocsátás, miközben az adósságkapacitás részvénykibocsátással megőrizhető (Clark [2010]).

A reál- és finanszírozási flexibilitás belső kapcsolatrendszerére MacKay [2003] mutat rá, aki megfogalmazza, hogy a menedzseri diszrecionalitás miatt a termelési flexibilitás nyomon követhetlensége fokozza a kockázati eltolódás veszélyét, ami csökkenti az adósságkapacitást. Ezzel szemben a beruházási flexibilitás a menedzseri opportunizmus miatt növeli az eszközhelyettesítés veszélyét, amit a hitelezők korlátozó szerződésekkel és szigorúbb kovenánsokkal próbálnak megátolnia, a reálflexibilitás ezen formája viszont magasabb adósságkapacitást tesz lehetővé. Véleménye szerint *a reál- és pénzügyi flexibilitás egymás helyettesítői.*

A DeAngelo-DeAngelo [2006] szerzőpáros szerint *a pénzügyi flexibilitás a hiányzó láncszem a tőkeszerkezeti elméletek között*, az átváltás elmélet például nem képes megmagyarázni, hogy a vállalatok miért nem töltik fel magukat adóssággal, ha a részvényárfolyamok emelkednek; illetve miért nem tekinthe-

tő a részvényfinanszírozás utolsó menedéknek; a nyereséges vállalatok miért tartanak alacsony adósságot, lemondva a kamat adópajzsáról. Hangsúlyozzák, hogy a hierarchiaelmélet pedig „egylövetű” finanszírozási döntésre fókuszál; figyelmen kívül hagyja, hogy profitvisszatartással a menedzserek önérdéküket szolgálják más időpontban; nincs tekintettel arra, hogy a vállalati adóráták hatnak az optimális készpénzszegyenlegre és adósságszintre.

## Adósságkovenánsok torzító hatásai

Az adósságkovenánsok mint tőkepiaci tökéletlenségek befolyásolják, hogy a vállalatok milyen beruházási és finanszírozási politikát folytatnak. A tulajdonosok és hitelezők közötti konfliktus zónában központi kérdés a korlátozó kovenánsok haszna és költségei közötti átváltás tudatosítása. A kovenánsokkal kapcsolatos hitelezői előnyök azok, amelyek mérséklik a hitelezők által nem engedélyezett kifizetéseket – mint például az eszközeladásokat, az osztalékfizetést vagy a részvények áron aluli visszavásárlását –, a követelэшígulást, az eszközhelyettesítési problémákat és a túl-, illetve alulberuházottságot.

Az alulberuházottsági problémát a kovenánsok az osztalékfizetés korlátozása révén elért magasabb vállalati pénzárammal tudják enyhíteni vagy a maximális adósságállomány limitálásával. Az eszközhelyettesítési probléma csillapítását jelenti a termelési és beruházási politika korlátozása, mely vonatkozik a felvásárlásokra, eszközeladásokra, pénzügyi eszközök tartására és eszközök eljelzalogosítására. A követelэшígulást csökkenti az „először én” (pari passu) szabály kikötése, de hasonló szerepe van a lízinget és egyes eseménykockázatokot érintő kovenánsoknak is. A pénzügyi ellehetetlenülés fokozódásával szigorodnak a kovenánsok karakterisztikái.

### 3. táblázat: A kovenánsok előnyei és hátrányai közötti átváltás szempontjai

<b>Korlátozó kovenánsok haszna</b>	
Korlátozás az osztalékfizetésre	Alulberuházottság ↓
Korlátozás a max. eladósodottságra	Alulberuházottság ↓ Követelэшígulás ↓
Korlátozás a beruházásokra, eszközeladásra	Eszközhelyettesítés ↓
Pari passu („Először én” szabály)	Követelэшígulás ↓
Korlátozó kovenánsok szigora ↑	Pénzügyi ellehetetlenülés
<b>Korlátozó kovenánsok költsége</b>	
Finanszírozási flexibilitás ↓ ↔	Jövőbeli növekedés Pénzügyi ellehetetlenülés

Forrás: Nash et al. [2001] alapján saját szerkesztés.

A korlátozó kovenánsok költségei közé tartoznak viszont olyan potenciális veszteségek, mint amikor a hitelezői restriktciók miatt a tulajdonosok nem tudnak válaszolni a jövőbeli növekedési lehetőségre. Különösen költséges lehet úgyszintén, ha pénzügyi ellehetetlenülés közben a túlélési terv megvalósításához finanszírozási „párnára” lenne szüksége a vállalatnak, amit a tőkeáttétel korlátozása akadályoz. Éppen ezért a növekedési opciókkal rendelkező cégek, valamint a pénzügyi ellehetetlenüléssel küszködő vállalatok számára értékes különösen a finanszírozási flexibilitást lehetővé tevő kikötésrendszer.

A beruházási lehetőségek és a hitelek szerződéses kialakítása közötti kapcsolat is elvitathatatlan. Az adósságkovenánsok csatornáján és a kontrolljogok mechanizmusán keresztül a finanszírozási súrlódások befolyásolják a beruházási döntéseket. A hitelfelvevő addig tartja meg kontrolljogait, amíg nettó vagyona nem esik – a hitelösszegetől függetlenül – a kovenánsküszöb alá. A banki hitelkamat növelésével, a hitellejárt csökkentésével, a rendelkezésre bocsátott források megkurtításával vagy direkt beavatkozással a hitelezői fenyegetés hat a vállalati beruházási döntésekre. A finanszírozási kovenánsok megszegése (technikai nemfizetés) után a tőkeberuházások meredeken zuhannak, ha a hitelezők a hitel visszafizetésének gyorsításával avatkoznak bele a menedzsmentbe; a kontrolljogok állapotfüggő allokációja ugyanakkor csökkentheti a beruházási torzulásokat Chava és Roberts szerint [2007]. Kutatásaik azt igazolták, hogy azon hitelezőknél, akiknél súlyosak az ügynöki és információs problémák, gazdaságilag és statisztikailag szignifikánsan nagyobb a beruházás-visszaesés, mint azoknál, ahol enyhébbek a súrlódások.

## **A fedezeti ügyletek (hedge) szerepe**

A fedezeti ügyletek is részt vesznek a beruházási és finanszírozási politika koordinálásában. A piaci tökéletlenségek, mint például az adók, az ügynöki problémák, az információs aszimmetria vagy a pénzügyi ellehetetlenüléssel kapcsolatos holtteherköltségek, a csőd-költségek, olyan ösztönzőket jelentenek, melyek a vállalatokat a fedezeti ügyletek alkalmazására sarkallják.

A fedezeti ügyletek lehetnek működési és pénzügyi jellegűek. Működési fedezeti ügyletek közé tartoznak például a keresleti sokkra reagáló termelési kapacitásbeli kiigazítások, az árfolyamkockázatokat kezelő külföldi beruházások, az outsourcing, de még a stratégiai szövetségek is. Chowdhry és Howe [1999] hangsúlyozzák, hogy multinacionális vállalatok akkor fognak működési fedezeti ügyletekbe, ha egyszerre van jelen az árfolyammal kapcsolatos és a keresleti bizonytalanság.

Ha a vállalatok nem alkalmaznak fedezeti ügyleteket, akkor a meglévő eszközök által generált pénzáram variabilitása csillapítatlan lesz: a belső cash flow-k

variabilitása egyrészt a beruházási összeg variabilitásában, másrészt a külső forrásnagyságban okozhat változékonyságot. A cash flow-k változékonysága a vállalat számára mind a beruházási, mind a finanszírozási terveket költségesebbé teszi. A fedezeti ügyletek amilyen mértékben csökkentik a belső és külső források volatilitását, olyan mértékben növelik a vállalati és projektértéket. Ha a külső finanszírozási források költségesebbek, mint a belsők; a fedezeti ügyletek tipikus előnye, hogy általuk értékadditivitás valósul meg addig a pontig, amíg a vállalatnak vannak belső forrásai a vonzó beruházási lehetőségek előnyeinek learatására. A belső és külső forrásköltségek különbözősége okán a kockázatkezelés szempontjából elmondható, hogy az optimális fedezeti ügyletek a rendelkezésre álló beruházási lehetőségek skálája és a külső forrásszerzési képesség közötti érintkezési felület (interface) talapzatán állnak.

Ha a jövőbeli szabad pénzáramok kockázatosak, akkor a jövőbeli belső finanszírozási képesség is nagyfokú változékonyságnak van kitéve, amire a vállalat kétféleképpen válaszolhat. Egyrészt visszavághatja jelenbeli és jövőbeli beruházásait, másrészt ügynöki költségekkel terhelt külső forrásszerzéshez folyamodhat. Utóbbi esetben élhet a hitelfelvétellel, ami azonban nem zérus csőd-kockázat esetén az optimális tőkeszerkezetet meghaladva csökkentik a vállalati értéket; mindemellett a hitelszerződések kovenánsai ex post értékcsökkentők lehetnek, ha a menedzsereket elrettenthetik attól, hogy egészséges projekteket valósítsanak meg. A külső finanszírozás történhet új részvénykibocsátással, ahol viszont menedzseri érdekeltég, hogy a kibocsátás a részvény túlértékeltsége mellett történjen, ami azonban csökkenti a vállalati és projektértéket. A vállalati működési és finanszírozási pénzáramok nagymértékű változékonysága csökkentheti a beruházási hajlandóságot. *A fedezeti ügyletekkel viszont növelhetők a belső források*, így javulhat a növekedési lehetőségek külső forrás nélküli finanszírozhatósága.

Lessard [1990] megfogalmazza, hogy a fedezeti ügyletek melletti argumentum arra vezethető vissza, hogy a vállalat mennyire képes eleget tenni a cash flow jellegű elköteleződések kritikus halmazának: például K+F-ben vagy reklámkiadásokban megtestesülő növekedési lehetőségek működési opciói érvényesítésének vagy az osztalékkifizetésnek. A fedezeti ügyletek növekedési opciós argumentuma azon alapul, hogy a beruházási lehetőségek finanszírozásának kiesései költségesebbé tehetik a külső forrásbevonást. Ha egy vállalat növekedési lehetőségeinek jelenértéke nő, akkor értékesebbé válnak a fedezeti technikák. Azon szabályozott iparágakban, ahol eleve alacsonyabbak a növekedési lehetőségek, a fedezeti ügyletek kiaknázási potenciálja is szűkösebb. A növekedés és a fedezeti ügyletek közötti kapcsolatot feltáró empirikus tesztek azonban sok helyen ellentmondásosak (Aretz-Bartram[ 2009]).

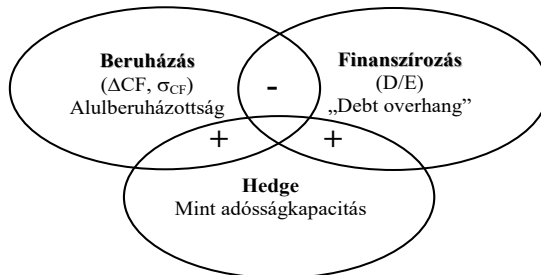
Ha a vállalat olyan kockázatkezelési technikát alkalmaz, ami nem áldozza fel a kamat adóvédelmét, akkor a vállalati pénzáramok szórásának csökkentésével

elérhető olyan vállalati értékszint, melynél kevésbé valószínű, hogy a pozitív nettó jelenértékű projekteket elvetik. Fedezeti ügyletekkel mind az alul-, mind a felülberuházottság problémája enyhíthető. A fedezeti ügyletek oly mértékben stabilizálhatják a vállalati értéket, hogy a tulajdonosoknak nem éri meg a kockázati eltolódás, így az eszközhelyettesítés eshetősége is csökken.

A *fedezeti ügyletekkel* kapcsolatban megfogalmazódott *adósságkapacitás argumentum* interakciós terep a beruházási és finanszírozási döntéseknél. A fedezeti ügyletek (hedge) többlet-adósságkapacitást építenek a vállalatok számára, melynek segítségével a jövőbeli beruházási szükségletekre nagyobb rugalmassággal tudnak reagálni a cégek, mely forrásszerzési flexibilitás a reálopciók érték realizálásának finanszírozási oldali követelménye. A beruházás-finanszírozás-hedge triász elméleti összefüggéseit Lin és szerzőtársai [2008] az alábbiak szerint összegzik:

1. A beruházások és az adósságszint között negatív a kapcsolat, ami a Myers-féle [1977] alulberuházottsági problémával írható le csőd-kockázatos adósság (debt overhang) esetén.
2. A beruházás és a fedezeti ügyletek közötti kapcsolat pozitív, mert a „hedging” technikák növelik a belső generálású, olcsóbb források stabilitását, így csökkentik az alulberuházottságot, hozzájárulhatnak ahhoz, hogy a jövőbeli csődállapotát egy nem csődállapotba csúsztassák, ahol a tulajdonosok érdekelttebbek a projekt növekményi haszna nagyobb részének kihasználásában.
3. A finanszírozás és a fedezeti ügyletek közötti kapcsolat pozitív, mert a „hedge” révén stabilabb lehet a vállalati szabad pénzáram, így a pénzügyi ellehetetlenülés valószínűsége csökken és adósságkapacitás jelenik meg. A tőkeáttétel fokozódása növeli a fedezeti technikák alkalmazásának hajlandóságát, ami fordítva is igaz, a „hedge” magasabb tőkeáttételt tesz lehetővé.
4. A hármas együttes kapcsolata szimultán döntéseknél ellentmondásos.

1. ábra. A beruházás, a finanszírozás és a fedezeti ügyletek kapcsolata



Forrás: Saját szerkesztés Lin et al. [2008] cikke alapján.

A készpénztartás és az adósság egymás közötti helyettesíthetőségi argumentum megfogalmazói Almeida és szerzőtársai [2006]. Véleményük szerint, míg a finanszírozási szempontból korlátozott vállalatok számára a készpénztartás fedezeti ügyletként funkcionál a jövőbeli beruházások felett profitvisszaesések esetére; addig a jelenlegi adósság csökkentése, azaz az adósságkapacitás megőrzése sokkal hatékonyabb módja annak, hogy a jövőbeli beruházásokat felfuttassa magas cash flow-val jellemezhető állapotok esetén. Az átváltási kapcsolat tehát azt jelenti szerintük, hogy a korlátozott vállalatok a készpénzt preferálják az adósságkapacitáshoz képest, ha a fedezeti ügylet szükségletük magas; míg az adósságkapacitást részesítik előnyben, ha a fedezeti ügylet szükségletük alacsony, következésképpen a *készpénz nem tekinthető „negatív” adósságnak* finanszírozási súrlódások megléte mellett.

Froth és szerzőtársai [1992] megfogalmazzák, hogy mivel a vállalat idioszinkratikus (egyéni sajátossággal bíró) kockázata reálköltségeket ró a vállalatra, ami miatt a CAPM vagy más eszközárzási modell alapú diszkontálási eljárás nem univerzálisan érvényes tőkeköltségvetési módszer; ezért a tradicionális projektértékelési elvektől való eltérés nagyságát az optimális fedezeti ügylet stratégia tényezői határozzák meg, olyanok, mint a menedzserek nem diverzifikált vagyoni portfóliója a vállalatban, az adók vagy a csőd költségek.

## **A beruházás és a finanszírozás interferenciája a pszichológiai erőkkel**

A tradicionális vállalatfinanszírozási paradigma a racionális befektető ideára, a tőkepiaci árazás modelljére (CAPM, benne a béta és a kockázati prémium szerepére) és a hatékony piacok hipotézisére alapozódik. A pszichológiai erőkkel való érintkezés rávilágít a magatartási aspektusokra visszavezethető értéknyesésekre és -veszteségekre. A magatartási akadályok befolyásolják a piaci és a fundamentális érték közötti eltérés mértékét. A viselkedési tévedések lehetnek a vállalat szempontjából belső eredetűek, amikor is a menedzserek torzított képet alakítanak ki saját önérdékükről és akcióikról, ami az önérdéküket szolgálja; valamint lehetnek külső eredetűek, melyek az elemzők és a befektetők viselkedésére vezethetők vissza.

A magatartási pénzügyek (behavioral finance) vállalatfinanszírozási áramlata arra keresi a választ, hogy a menedzserei és befektetői kognitív tényezők hogyan befolyásolják a projektértékelési folyamatot és a forrásszerzést. A túláradó optimizmus egy olyan szubjektív hit, mely azon a torzításon alapul, hogy a jövőbeli kedvező események valószínűsége nagyobb, mint igazából. A túlzottan optimista menedzser a bevételeket és a növekedési lehetőségeket túlbecsli, a kiadásokat alulbecsli és a nettó jelenértéket inflálja. A túlzott önbizalom a jö-

vöbéli események feletti szubjektív valószínűség szűkebb konfidencia intervallumát eredményezi, ami miatt a meglévő eszközök kockázatosságát becsli alul a menedzser. Hackbarth (2009) szerint a magatartási aspektusok szempontjából két egymást kiegyensúlyozó hatás jelentkezik a beruházási és finanszírozási döntésekben:

1. *Beruházási időztési hatás*: az elfogult menedzserek hamarabb ruháznak be, mint a racionálisak, ami enyhít az alulberuházottságon.
2. *A tőkeáttételi hatás*: az elfogult menedzserek több hitelt vesznek fel, ami viszont súlyosbítja az alulberuházottsági problémát.

Ebben a kontextusban az *adósság felfogható menedzserei képességjelzésként* is, hisz a jobb képességekkel rendelkező menedzser a saját lehetőségeit túlbecsülve értékeli alul a csőd költségeket. Lényegében a nagyobb menedzserei erőfelesztés és a magasabb csőd költségek közötti átváltásról van itt szó.

A vállalat szempontjából külső magatartási interferenciák közül érdemes megemlíteni a befektetői légkör hatását. Shleifer és Summers (1990) a befektetői hangulatot (sentiment) értékpapír-keresleti változásként értelmezi, ami egyben egyfajta reakció információval nem igazolható várakozásban vagy „szentimentben” bekövetkező változásra. Baker és Wurgler [2007] a befektetői szentimentet kézenfekvő adatokkal alá nem támasztható jövőbeli pénzáramokkal és befektetési kockázatokkal kapcsolatos hitként fogalmazza meg. McLean és Zhao [2010] kimutatta, hogy a szentiment mind a beruházásokat, mind a külső finanszírozást érzékenyebbé teszi a növekedési lehetőségekre és kevésbé érzékenyvé a cash flow-ra; mindemellett alacsony szentimenttel rendelkező években a beruházásokat és a külső finanszírozást követő profitabilitás emelkedik, illetve fordítva. A pszichológiai erők reálberuházásokat alakító hatásainak vizsgálata túlmutat a jelen tanulmány keretein.

## Következtetések

A beruházási és finanszírozási döntések egyidejű és időben egymást követő hatásmechanizmusai évtizedek óta foglalkoztatják a kutatókat. Sokféle teoretikus és empirikus tény ismeretében is az aktuális reálgazdasági és tőkepiaci események gyakran ex post nyomják rá bélyegüket a kutatási trendek fő csapásvonalaira. A több évtizede – implicit és explicit zajló – kutatási erőfeszítések tükrében a beruházási és finanszírozási döntések belső interakciónak több csatornája vált nyilvánvalóvá, a tudományos vita sok területen azonban továbbra is nyitva áll.

## Irodalomjegyzék

- ACHARYA, V. V.– ALMEIDA, H. – CAMPELLO M.[2010]: *Aggregate Risk and the Choice between Cash and Lines of Credit*. NBER Working Paper, No. 16122.
- ALMEIDA, H. – ACHARYA, V. V. – CAMPELLO M.[2006]: *Is Cash Negative Debt? A Hedging Perspective on Corporate Financial Policies* (May 16, 2006). London Business School IFA Working Paper Series.
- AVAILABLE at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=650997>
- ALMEIDA, H.–CAMPELLO, M.[2004]: *Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment* (July 21, 2004). AFA 2005 Philadelphia Meetings, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=583263>
- ALMEIDA, H. – CAMPELLO, M. – WEISBACH, M. S. [2008]: *Corporate Financial and Investment Policies when Future Financing is Not Frictionless*. Charles A. Dice Center Working Paper No. 2008-16 and Fisher College of Business Working Paper No. 2008-03-015. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=944914>
- ARETZ, K.– BARTRAM, S. M. [2009]: *Corporate Hedging and Shareholder Value* (March 5, 2009). *Journal of Financial Research*, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1354149>
- BAKER, M. – JEFFREY, W.[2007] : *Investor Sentiment in the Stock Market*. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, 2007, Spring, 129–157.
- BARCLAY, M. J.– MORELLEC, E.– SMITH, C. W. [2001]: *On the Debt Capacity of Growth Options* (June 2001). Simon School of Business Working Paper, No. FR 01-07. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=271949> or doi:10.2139/ssrn.271949
- BRITO, J. A. – JOHN, K. [2002]: *“Leverage and growth opportunities: risk avoidance induced by risky debt”*. Working paper University of New York, Salomon Centre (Stern School of Business).
- CAMPELLO, M. – GRAHAM, J. – HARVEY, C. R. [2009]: *Real Effects of Financial Constraint: Evidence from a Financial Crisis*. NBER Working Papers, No. 15552.
- CHANEY, T. – SRAER, D.– THESMAR, D. [2010]: *The Collateral Channel: How Real Estate Shocks Affect Corporate Investment*. NBER Working Paper, No. 16060.
- CHAVA, S. – ROBERTS, M. R. [2007]: *How Does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenants* (August 2, 2007). AFA 2007 Chicago Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=854324>
- CHOWDRY, B.– HOW, J.T.B.[1999]: *Corporate Risk Management for Multinational Corporations: Financial and Operational Hedging Policies*. *European Finance Review*, 2, 229–246.



- CLARK, B. J. [2010]: *The Impact of Financial Flexibility on Capital Structure Decisions: Some Empirical Evidence*. (March 1, 2010). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1499497>
- DAMODARAN A. [1997]: *Corporate finance*. Wiley & Sons, New York.
- DEANGELO H. – DEANGELO L. [2007]: *Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility*. (October 10, 2007). Marshall School of Business Working Paper, No. FBE 02-06. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=916093>
- DEMIRGUC-KUNT, A.– MAKSIMOVIC, V. [1998]: *Law, Finance and Firm Growth*. (July 1998). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=139825> or doi:10.2139/ssrn.139825
- DONALDSON, G. [1969]: *Strategy for Financial Emergencies*. Harvard Business Review, November-December, 67–79.
- FAZZARI, S. M.– HUBBARD, R. G. – B. C. PETERSEN [1996]: *Financing Constraints and Corporate Investment*. NBER Working Papers, No. 5462.
- FAZZARI, S. M.– HUBBARD, R. G.– PETERSEN, B. C. [1988]: *Financing Constraints and Corporate Investment*. Brookings Papers on Economic Activity, 1, 141–195.
- FROTH, K. A.– SCHARFSTEIN, D. S. – STEIN, J. C. [1992]: *Risk Management: Coordinating Corporate Investments and Financing Policy*. NBER Working Papers, No. 4084.
- GATCHEV, V. A. – SPINDT, P. A. – TARHAN V. [2009]: How do firms finance their investments?: The relative importance of equity issuance and debt contracting costs. *Journal of Corporate Finance*, Volume 15, Issue 2, April 2009, Pages 179–195.
- GILSON, S. C. – WARNER, J. B. [1997]: *Junk Bonds, Bank Debt, and Financing Corporate Growth* (October 1997). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=47269> or doi:10.2139/ssrn.47269.
- GRAHAM, J. R.– HARVEY, C. R. [2009]: How Do CFOs Make Capital Budgeting and Capital Structure Decisions? (March 8, 2002). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=795374>
- HACKBARTH, D. (2009): *Determinants of Corporate Borrowing: A Behavioral Perspective* (January 31, 2009). 14th Annual Utah Winter Finance Conference. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=575922>
- HIGGINS, R. [1992]: *Analysis for Financial Management*. Richard D. Irwin, New York.
- HOVAKIMIAN, A. – OPLER, T. – TITMAN, S. [2001]: The Debt-Equity Choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, 1–24.
- HOVAKIMIAN, G. – TITMAN, S. [2003]: *Corporate Investment with Financial Constraints: Sensitivity of Investment to Funds from Voluntary Asset Sales*. NBER Working Paper, No. 9432.

- JENSEN, M. [1986]: "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and take-overs". *American Economic Review*, 76, 323–329.
- JENSEN, M. – MECKLING, W. [1976]: "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.
- KAPLAN, S. – ZINGALES, L. [1997]: *Do Financing Constraints Explain why Investment is Correlated with Cash Flow?* *Quarterly Journal of Economics*, 112, 169–215.
- LA ROCCA, M. – LA ROCCA, T. [2007]: *Capital Structure and Corporate Strategy: An Overview* (October 19, 2007). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1023461>
- LESSARD, D. [1990]: Global Competition and Corporate Finance in the 1990s. *Continental Bank Journal of Applied Corporate Finance*, 1, 59–72.
- LIN, C. – PHILLIPS, R. D. – SMITH, S. D. [2008]: Hedging, financing, and investment decisions: Theory and empirical tests. *Journal of Banking & Finance*, 32, No. 8, 1566–1582.
- MCLEAN, R. D. – ZHAO, M. [2010]: *Investor Sentiment and Real Investment* (May 2010). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1475663>
- MODIGLIANI, F. – MILLER, M. [1963]: *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*. *American economic review*, 53, 3, 433–443.
- MYERS, S. C. [1977]: "Determinants of corporate borrowing". *Journal of Financial Economics*, 5, 146–175.
- MYERS, S. C. [1974]: Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions - Implications for Capital Budgeting. *Journal of Finance*, 24, No. 1, 1–25.
- MYERS, S. C. – MAJLUF, S. N. [1984]: Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, 2, 187–221.
- NASH, R. C. – NETTER, J. M. – POUlsen, A. B. [2003]: Determinants of contractual relations between shareholders and bondholders: investment opportunities and restrictive covenants. *Journal of Corporate Finance*, 9, 201–232.
- RAHAMAN, M. M. [2010]: *Access to Financing and Firm Growth*. *Journal of Banking and Finance, Forthcoming*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1624006>
- SHLEIFER, A. – SUMMERS, L. [1990]: The noise trader approach to finance. *Journal of Economic Perspectives*, 4(2), 19–33.
- STULZ, R. [1990]: Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3–27.



# A VÁLLALATI TŐKESTRUKTÚRA DÖNTÉSEK A CASH FLOW ALAKULÁSÁNAK TÜKRÉBEN

*Empirikus elemzés a magyar feldolgozóipari vállalatokról  
(1992–2006)<sup>1</sup>*

BALLA ANDREA – GABRIELA MUNDACA  
egyetemi docens – egyetemi oktató  
(PTE GTK) (Johns Hopkins University)

## A kutatás célja

A vállalati tőkestruktúra döntés évtizedek óta áll az elméleti és gyakorlati érdeklődés középpontjában, ám egyértelmű válasz még nem fogalmazódott meg az optimális tőkeszerkezet meghatározására. A tőkestruktúra relevancia-irrelevancia problémakör felváltva kapott hangot az évek során annak függvényében, hogy miként befolyásolta a vállalati tevékenység egyéb területeit.

A vállalati tőkeszerkezet témakörben végzett kutatásaink első lépéseként a szakirodalomban fellelhető tőkestruktúra modelleket rendszereztük (Balla [2005]). A vállalatok tőkeszerkezetével foglalkozó teóriák köre igen széles és mára egyre inkább átnyúlik a vállalati pénzügyek határán ezért egyre több olyan modell születik, melyet a menedzsment, marketing és egyéb döntési területek talaján szükséges keresni. A szakirodalmi tájékozódás során tett egyik felismerés volt, hogy a tőkestruktúra döntés származékos jellegű, a vállalat vezetői a legritkább esetben hoznak úgy tőkestruktúra döntéseket, hogy kifejezetten az optimális tőkeszerkezet elérésére törekednének, ám ennek ellenére a menedzséri döntések egyik legfontosabb területének számítanak. A vállalati vezetők elsősorban termelési, piaci, finanszírozási döntéseket hoznak melyek közvetlenül hatnak a vállalat mindenkori tőkestruktúrájára. Éppen ezért a leglényegesebb kérdés, melyre az elméleti és empirikus kutatással kerestük a választ az, hogy melyek a pozitív és negatív pénzáramot generáló vállalatok tőkeszerkezetet leginkább befolyásoló tényezők? Ennek érdekében a szakirodalomban fellelhető

<sup>1</sup> A tanulmány az OTKA 81542 számú projekt részeként született.

elméletek feltérképezését követően a magyar feldolgozóipari vállalatok adatai segítségével empirikus kutatást végeztünk és meghatároztuk a legfontosabb tényezők portfólióját. A korábbi kutatásainkhoz képest ezen elemzés újszerűsége, hogy a cégeket életpályájuk folyamán vizsgáljuk és nem egyedi megfigyeléseken alapulnak eredményeink.

Az egyes tőkestruktúra - modellek érvényesülését az egyik vagy másik tényező viselkedése és együttes hatása meghatározza. Az egyes országokban ezek a tényezők különböző hatást gyakorolnak a tőkeszerkezet politika alakulására, melyben jelentős szerep jut a makrogazdasági tényezőknek is.

Az alkalmazott többváltozós regressziós modell segítségével (panel modell és GMM) arra a sejtésünkre kerestük a bizonyítékot, hogy Magyarországon, akárcsak a többi piacgazdaságra áttérő ország esetében a vállalati saját források túlnyomó aránya, a hosszú lejáratú eszközök rövid távú forrásokkal történő finanszírozása inkább kényszerű tőkestruktúra választás következménye, hiszen a hosszú lejáratú források igénybevételét keresleti és kínálati okok egyaránt befolyásolták ezekben az években. Szintén célunk volt feltárni, hogy ilyen körülmények között, a hosszú lejáratú hitel hiányában a vállalatok beruházásaikat kénytelenek voltak a tartós lekötésű eszközök bizonyos hányadában rövid lejáratú forrásokkal finanszírozni, tehát az igényelt rövid lejáratú forrásoknak volt olyan része, amely helyettesítő funkcióként tartós lekötésű eszközöket finanszírozott (Balla [2005]).

## Az elemzés módszertana

A tőkeszerkezettel kapcsolatos fogalmak definícióját a *tradicionális elmélet* bemutatásával kezdhetjük, mely még a modern tőkestruktúra elméletek előtti korszak meggyőződéseit tükrözi (Durand [1952]). Ezt követően szükséges megemlítenünk a modern tőkestruktúra elméletek kiindulópontjaként számon tartott *Modigliani és Miller* alkotta *elméleteket* [Modigliani-Miller, 1958], melyek a tőkéletes tőkepiac feltételezésére épültek. Minthogy a gyakorlat nem igazolta minden tekintetben és maradéktalanul az *MM* által kifejteteket, a közgazdászok újabb és újabb magyarázatot kerestek az optimális tőkeszerkezet eltéréseire. Ezek az elméletek az *MM* elméletek felismeréseit ötvözik az adók, a csőd és a pénzügyi problémák költségével, az információs aszimmetriával és egyéb tényezőkkel, fokozatosan feloldva a tőkéletes tőkepiac feltételezéseit. Így született meg az *MM elmélet adók figyelembevétel* (Modigliani-Miller [1963]), a *választásos (trade-off) elméleten* (Myers [1984], Kim [1978]), az *ügynök-elméleten* (Jensen-Meckling [1976], Jensen [1986], Stulz [1990] stb.), az *információ aszimmetrián* (Ross [1977], Leland-Pyle [1977], Myers-Majluf [1984], Myers [1984] stb.), a *termék és finanszírozási politikán* [(Lewis [1986], a vál-

latalati vezetés irányításán (Harris-Raviv [1988], Stulz, [1988]), a tehetetlenség elvén (Welch [2002], valamint a piaci időzítésen alapuló teória (Baker-Wurgler [2002]. Az információ aszimmetrián alapuló elméleteket három csoportra bontva tárgyaltuk, külön figyelmet szentelve a gyakorlati tapasztalatok szerint legnagyobb népszerűségnek örvendő *hierarchiaelméletnek* (*pecking order theory*).

A tőkeszerkezetet leginkább befolyásoló tényezők közül az *eszközösszetételt, a méretet, a profitabilitást, a növekedést, az üzleti kockázatot, a kamat adóvédelmet, a nem hitel jellegű adóvédelmet* elemeztük részletesebben, és egyéb tényezőket is felsoroltunk röviden. A magyar vállalatok elemzésénél is döntően ezekre a tényezőkre támaszkodhatunk, ezért a fejlődő országok eddigi tapasztalatait is párhuzamba vontuk értékelésünkben. Az elemzés a feldolgozóipari vállalatokat érinti az 1992–2006 időperiódusban.

Az elemzésben külön vizsgáltuk a tartós kötelezettség/össztőke valamint a rövid és hosszú lejáratú kötelezettség/össztőke finanszírozási szerkezet hányadosokat. Az eredmények kiértékelésénél szem előtt tartva az elméleti alapvetéseket választ kerestünk arra, hogy az egyes tőkeszerkezet választások mely tőkeszerkezet teóriáknak felelnek meg.

Az empirikus kutatást, a kettős könyvvitelt vezető magyar feldolgozóipari<sup>2</sup> vállalatok elemeire építettük 1992–2006 időperiódusra, melyek alapján meghatároztuk a tőkestruktúra döntés számára releváns függő és független változókat. Az adatbázist az ECOSTAT szolgáltatta. A vállalatok tőkeszerkezet választását befolyásoló főbb tényezők szignifikanciájának meghatározására többváltozós regressziós elemzést végeztünk (egyszerű és állandó hatású panelmodellekkel, GMM-mel). A magyarázó változók közötti kapcsolat vizsgálatára és a multikollinearitás problémájának kizárására meghatároztuk a változók közötti korrelációs mátrixot. A cégcsoportokat legalább 4 egymást követő év cash flow eredményei alapján osztottuk pozitív és negatív pénzárammal rendelkező csoportokba.

A tőkeszerkezet számszerűsítésére két függő változót definiáltunk a hitel komponenseinek tükrében. A magyarázó tényezők körét jelentősen kibővítettük és igyekeztünk olyan tényezőket bevonni a modellbe, melyek az elemzett időperiódusban elengedhetetlenek voltak a vállalatok jellemzésére. A továbbiakban az elemzett változókat soroljuk fel röviden.

Függő változók:

- *Hosszú lejáratú hitelarány*: hosszú lejáratú hitelek/összes eszköz (jelölése: *LTL/TA*).

<sup>2</sup> Az élelmiszer- feldolgozás; textil- bőr- és ruházati ipar; vegyipar; építőanyag- ipar; kohászat-, vas-, acélgyártás- és fémfeldolgozási ipar; nehézipar; gép-, berendezés- és járműgyártásipar valamint a bútort-, hangszer- és játékgépgyártásipar adatait dolgoztuk fel és elemeztük. A vállalatok száma évről évre változott; 1140 és 1296 között volt az elemzett cégek száma.

- *Rövid lejáratú hitelarány*: rövid lejáratú hitelek/összes eszköz (jelölése: *STL/TA*).

Független változók:

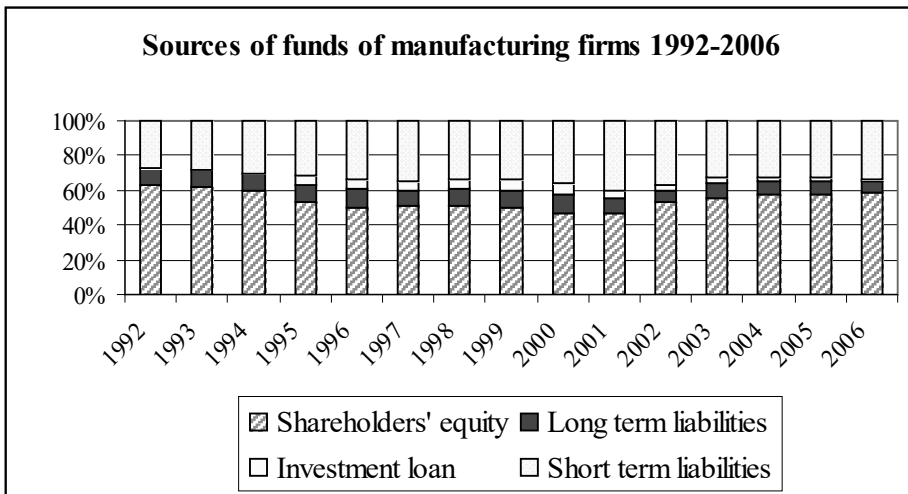
- *Eszközök összetétele*: úgy számítottuk, hogy az összes eszközből levontuk a forgóeszközöket és osztottuk az összes eszközök volumenével (jelölése: *ATN*). Az eszközök tárgyiasságára lehet alternatív mérőszám a készletek ellenében számított arány, mivel a készleteket könnyebb helyesen „beárzni” és könnyen eladhatók a piacon (jelölése: *INV/TA*).
- *Cash flow*: működési profit mínusz az osztalék és értékcsökkenés nagysága.
- *Jövedelmezőség*: az összes eszköz arányos megtérüléssel mértük, melyet jelen esetben az adófizetés utáni jövedelem és az összes eszköz arányaként számítottunk (jelölése: *ROA*).
- *Likviditás*: a forgóeszközök és folyó kötelezettségek hányadaként mértük (jelölése: *CA/CL*).
- *Átlagos adórátá*: az adófizetés előtti és adófizetés utáni jövedelemből számítható ki (jelölése: *ATR*).
- *Méret*: az árbevétel természetes alapú logaritmusaként határoztuk meg (jelölése: *LnS*).
- *Jelzésérték*: a kifizetett osztalék és az üzemi tevékenység eredményének hányadaként definiáltuk (jelölése: *DIV/EBIT*).
- *Eszközigényesség*: az árbevétel és az összes eszköz aránya (jelölése: *S/TA*).
- *Termékek egyedisége*: a közvetlen költségek és az árbevétel hányadaként mértük (jelölése: *COST/S*).
- *Üzleti kockázat*: az eszköz arányos megtérülés (*ROA*) szórásával definiáltuk. Mivel vállalatonként egyetlen értéket tudtunk meghatározni az elemzett időperiódusra kockázatként, így az elemzés során úgy viselkedik, mint egy dummy változó (jelölése: *ROAS*).
- *Növekedési potenciál*: két változóval is mérhető. Az egyik az adófizetés utáni jövedelem évenkénti változása, osztva a bázisévbeli jövedelemmel, míg a másik az árbevétel évenkénti változása és a bázisévi árbevétel hányada (jelölései: *DEAT, DS*).
- *Külföldi tulajdon*: amennyiben a vállalat többségi külföldi tulajdonban van azaz 51%-ban birtokolják a külföldi befektetők, a dummy változó értéke egy, ellenkező esetben nulla (jelölése: *FRGN*).

## Az empirikus vizsgálatok eredményei

Arra kerestük a választ, hogy a piacgazdasági átalakulás tíz éve alatt mennyiben változott a vállalatok tőkeszerkezete, s hogy a kialakult arányok miben azonosak és miben térnek el a tőkestruktúra teóriákban foglalt jellemzőktől. Próbáltunk választ adni arra is, hogy a magyar feldolgozóipari vállalatok tőkeszerkezet választása milyen elméletnek felelt meg a leginkább az elemzett időperiódusban.

Az elemzésből is kiderül, hogy a magyar feldolgozóipar vállalatainak tőkeszerkezetében meghatározó aránya a saját tőkének és rövid lejáratú forrásoknak volt, míg a hosszú lejáratú források súlya összességében tartósan alacsony a vizsgált időperiódusban. A vállalatok esetében inkább finanszírozási szerkezetéről szükséges beszélni mintsem vállalati tőkeszerkezet politikáiról, hiszen az idegen források jelentős hányadát rövid lejáratú hitel képezi.

1. ábra. A magyar feldolgozóipari vállalatok forrásszerkezete 1992–2006



Forrás: Balla A., Mundaca G.: „Capital structure, debt maturity and cash flow leveles”, 2011, megjelenés alatt.

Közel tíz éves átalakulás után, mely 1996-ra fejeződött be, a magyar bankrendszer mondhatni normális pályára állt. Látható az elemzések során, hogy ezt követően is a piacgazdaságra való áttéréssel járó tényezők éreztetik hatásukat, és a hosszú lejáratú források tőkeszerkezetben belüli aránya később sem tud jelentősen javulni. Az előbbi eredmény érvényességét igazolja, hogy a hosszú lejáratú források igénybevételének okait, akárcsak más, a piacgazdaságra áttérő országban a kereslet és kínálat sajátos alakulása határozta meg az elemzett



periódusban. A piacgazdasági átalakulás kezdeti szakaszában a tömeges vállalati csődök fokozták az üzleti bankok forrás-kihelyezési kockázatát, ezért a hitelforrások szűkössége, a magas tőkeköltség, a tőkepiaci forrásszerzés szinte teljes hiánya jellemezte a magyar gazdaságot. A kínálat csökkenését fokozta a megtakarítások visszaesése, a magas finanszírozási kockázat, a jelentős ügynöki költségek. Másrészt a finanszírozási lehetetlenülés és a magas tőkeköltség a kereslet visszaeséséhez vezetett. Ennek következtében a vállalatok főként belső forrásból finanszírozták beruházásaikat, és a későbbiekben is az igazán hitelképes vállalatoknak jellemzően nem volt szüksége külső forrásra.

A gyorsan növekvő feldolgozóipari vállalatok által igényelt rövid lejáratú forrásoknak van olyan része, amely helyettesíthető funkcióként tartós lekötésű eszközöket finanszíroz.

A felemelkedő piacgazdaságokban véleményünk szerint meg kell különböztetni az összes kötelezettség/össztőke tőkestruktúra hányadost valamint a rövid és hosszú lejáratú kötelezettség/össztőke finanszírozási szerkezet hányadost. E mutatók világos elhatárolásának az az értelme, hogy árnyalatokban közelíthessünk a tőkestruktúra hányados valós értékéhez. Az átalakuló gazdaságok növekvő vállalatai a hosszú lejáratú kölcsöntőke hiányában a tartós lekötésű eszközök bizonyos hányadát rövid lejáratú forrásokkal finanszírozzák.

A vállalati tőkestruktúra döntés származékos jellegű, azaz a menedzserek a legritkább esetekben hoznak úgy tőkestruktúra döntést, hogy kifejezetten törekednének optimális szerkezet elérésére.

Azt is vizsgáltuk, hogy a magyar vállalati csoportok mely elmélet(ek)nek felelnek meg leginkább az elemzett tényezők tükrében. A vállalati tőkestruktúra döntések elméleti alapjai nem magyarázhatók egyetlen teoretikus megközelítéssel. Az átváltási, az ügynök és információs aszimmetria modellek egymást kiegészítve és külön-külön magyarázzák a magyar feldolgozóipari vállalatok tőkeszerkezet választását. Több, egymással versengő tőkestruktúra teória is bírhat valós tartalommal a vállalati tőkestruktúra döntés indítékait illetően.

Magyarország esetében, akárcsak a többi piacgazdaságra áttérő ország esetében, a vállalati saját források túlnyomó aránya, a hosszú lejáratú eszközök rövid távú forrásokkal történő finanszírozása inkább tekinthető kényszerű tőkestruktúra döntésnek, mint szabad választási lehetőség realizációjának.

A magyar feldolgozóipari vállalatok hitelezésében 1996-tól észlelhető javulás, az átalakulás kezdetén a hitelkérelmeket főleg külföldi társvállalatok és pénzüntézetek látták el. Később a tőkeszerkezetben megnőtt a hitelek volumene, melyben a rövid lejáratú források dominanciája figyelhető meg mind a hazai, mind a többségi külföldi tulajdonú vállalatok esetében. A magyar vállalati szektor eladósodottsága nemzetközi összehasonlításban 1992–2006 időszakban nem tekinthető magasnak. Sajnos a vállalatok zömének csupán a rövidebb lejáratú forogótökével fedezett hitelek felvételére van lehetősége. Hosszú lejáratú források-

hoz, jó eséllyel, a többségi külföldi tulajdonban lévő vállalatok juthattak, akár anyavállalati hosszú lejáratú kölcsön, akár tulajdonosi tőkejuttatás formájában.

Ezt kiegészítve mondható, hogy a hosszú lejáratú források igénybevételének okait, akárcsak más, a piacgazdaságra áttérő országban a kereslet és kínálat sajátságos alakulása határozza meg az elemzett periódusban. A kínálati oldalon eredendően a kölcsönforrások kihelyezését fékezi a csökkenő megtakarítás, a nagy banki kockázat, a jelentős ügynöki költség. A keresleti megfontolások közé sorolható, hogy a vállalatokat visszatartja a kölcsöntőke igénybe vételétől a finanszírozási lehetetlenüléstől való félelem, a magas tőkeköltség, s az a tény, hogy az igazán hitelképes vállalatoknak kevéssé van szüksége külső forrásra, az idegen tőkét igénylő vállalkozások viszont kevéssé hitelképesek. Hozzá tartozik az események ilyenén alakulásához az a tény is, hogy a fix eszközök másodlagos piaca még nem eléggé érett az eszközök valós értékének becslésére a csőd eljárás viszont hosszas és költséges folyamat. A hosszú lejáratú hitel hiányában a gyors növekedésű vállalatok beruházásaikat kénytelenek voltak a tartós lekötésű eszközök bizonyos hányadában rövid lejáratú forrásokkal finanszírozni, tehát elmondható, hogy a magyar vállalatok által igényelt rövid lejáratú forrásoknak van olyan része, amely helyettesíthető funkcióként tartós lekötésű eszközöket finanszíroz. Ennek igazolására megvizsgáltuk, hogy a rövid és hosszú lejáratú források hogyan viszonyultak a rövid lejáratú és tartós befektetésnek számító eszközök állományából. Az elemzett vállalatok mintegy 13,6%-nak esetében találtuk azt, hogy a hosszú lejáratú hitel és saját tőke összege nem fedezi tárgyi eszközeik értékét (a mutató nagyobb, mint 1), tehát a rövid lejáratú hitel finanszírozott tartós lekötésű eszközöket. Ezen vállalatok árbevétel alapon számított növekedési rátája mindvégig pozitív értéket mutatott az elemzett periódusban.

A regressziós elemzés elvégzésénél Booth et al. [2001] tanulmányát követve építettük fel modellünket. A változók körét jelentősen kibővítettük, tekintettel a magyar gazdaság jellemző vonásaira a piacgazdasági átalakulás éveiben. Minthogy a vállalati mintában található bizonyos hiányosságok – azaz egyes vállalati csoportok adatai nem állnak rendelkezésre minden évben –, a panel és GMM módszer használatával e negatívumok kiküszöbölhetőek. A keresztmetszeti és idősoros elemzés során a megfigyelések száma 3690-4959 vállalat csoportot<sup>3</sup> érintett, ezeket csoportosítottuk a realizált pénzáramuk szerint. Ennek megfelelően az alapmodell a következő formába írható:

$$\frac{D_{i,t}}{TA_{i,t}} = (\alpha_i + \alpha_t) + \sum_{j=1}^n \beta_j X_{i,j,t} + \varepsilon_{i,t}$$

ahol  $D_{i,t}/TA_{i,t}$  függő változó az  $i$  vállalat  $t$  időbeli áttételi mutatóinak egyike a ko-

<sup>3</sup> Egy csoport általában három vállalat adatait tömöríti.

rábban definiált két arány közül,  $a$  a keresztmetszet,  $X_{i,j,t}$  az  $i$  vállalat  $t$  időbeni  $j$  magyarázó (független) változója,  $b_j$  az adott magyarázó változó koefficiense, míg  $e_{i,t}$  a zavaró hatást leíró  $t$  időbeni véletlen változó  $i$  vállalatra. Az  $a_i + a_t$  keresztmetszeti tag időben és vállalatonként változhat.

Sajnos voltak tényezők, melyeket nem állt módunkban vizsgálni, mint például pénzügyi nehézség költségei, a K+F kiadások és egyéb iparági jellemzők, melyekről tudható, hogy hatással vannak a választott tőkeszerkezetre. Szintén hátránya az adatbázisnak, hogy nem kiegyensúlyozott, azaz előfordulnak adathiányok egyik-másik vállalatsoporra, ezért az egyszerű panelmodell nem tud megbízható eredményekkel szolgálni. Ennek kiegészítésére vizsgáltuk meg a második módon is, az állandó hatású modellel az adatbázist. Így minden adatot hasznosíthattunk, míg a keresztmetszet is változhatott időben és vállalatonként. Ezzel, az esetleg kimaradt tőkeszerkezetet magyarázó tényezőket is belefoglaltuk a változó vállalati keresztmetszeti tényezőbe. Külön egyed- (illetve idő-) specifikus paramétereket határoztunk meg, amelyek minden egyednél (illetve időpontnál) más-más értékeket vehettek fel.

Ha a vállalat alapú megfigyeléseket tekintjük, és a korábban definiált két függő változó mellé bevesszük az összes hitelarányt is ( $TL/TA$ ), megállapítható volt, hogy a választott független változók jól magyarázzák a tőkeszerkezetet és többnyire szignifikánsak, hiszen a korrigált  $R^2$  értékek magasak<sup>4</sup>. Az állandó hatású modell  $R^2$  értékei magasabbak (76%-85% az összes hitelarány és rövid lejáratú hitelarány esetében, míg 40% a hosszú lejáratú hitelarány esetében), mely arra utal, hogy vannak olyan tényezők, melyek érezhetően részt vesznek a tőkeszerkezet alakításban, viszont nem állt módunkban számszerűsíteni ezeket.

A fejlett, nyugati országok vállalatainak gyakorlatában megfigyelhető, hogy azok a cégek, melyek több fix eszközzel rendelkeznek, több hitelt vesznek fel és fordítva; azok a cégek, melyek többnyire immateriális javakkal rendelkeznek (illetve olyan, nem tapintható, fix eszközökkel, melyek nagyon költségigényesek a reklám és fejlesztés szempontjából) kevesebb hitelt vesznek fel. Ezek a következtetések az ügynökélméletnek és a pénzügyi nehézségek elméletének felelnek meg, hiszen a fedezet hatására csökken a hitelezők csődvesztély- és pénzügyi nehézség okozta kockázata valamint a hitel ügynöki jellegű költsége. A magyar feldolgozóipari vállalatok esetében az *eszközök összetétele* és az *összes hitelarány* között a kapcsolat *negatív és szignifikáns*. Ez az eredmény hasonló a Cornelli et al. [1996] és Booth et al. [2001] eredményeihez. A piacgazdasági átalakulás éveiben a magyar gazdaságban a fix eszközök nem jelentettek kellő biztosítékot a bankok számára, mivel könyv szerinti értékük jelentősen eltért piaci értéküktől, az ár nem tükrözött valós értéket. Ugyanakkor, főként a piacgazdaságra való átmenet korai szakaszában, a fix eszközök piaca még kez-

<sup>4</sup> Ezek az értékek jóval meghaladják a korábbi tanulmányok korrigált  $R^2$  értékeit, melyek általában 0,30 alatt vannak.

detleges, így ezen termékek értékesítése körülményes és nehézkes. Ha a *készletek* szerepét tekintjük fedezetként, akkor szintén *negatív kapcsolat* figyelhető meg az összes hitelarányhoz képest. Megállapítható tehát, hogy az eszközösszetétel és összes hitelarány kapcsolatának tekintetében a magyar feldolgozóipari vállalatok tőkeszerkezet politikája *nem felel meg a pénzügyi nehézség és ügynökelmélet* által mondottaknak.

Az *eszközök összetétele* és a *hosszú lejáratú hitelarány* között viszont *pozitív*, szignifikáns kapcsolatot észlelhettünk. Ez *megfelel az átváltás- és ügynökelméletnek*. A piacgazdaságra áttérő országokban a nagy állami vállalatok, melyek rendkívül eszközigényesek és nehezen átstrukturálhatók voltak, prioritást élveztek a banki hitelbírálat során. Minél több a fix eszközök aránya az összes eszközökön belül, annál magasabb a hosszú lejáratú hitelarány, viszont annál kisebb az összes hitelarány. Az eddigi relációk kiegészítéseként látható, hogy a *készletek* és a *rövid lejáratú áttételi arány* között *pozitív* kapcsolat van bár nem szignifikáns, tehát a vállalatok minél nagyobb készlettel rendelkeznek annál több rövid lejáratú forrást vesznek fel, mivel a készletek fedezetet nyújtanak a rövid távú befektetésekhez és akár könnyen pénzzé is tehetők. Ez az eredmény megfelel a nyugati országok tőkeszerkezet gyakorlatának (lásd Rajan-Zingales [1995]) és összhangban van Colombo [2001] eredményeivel is.

A jövedelmezőbb cégek kevesebb hitelt vesznek igénybe. Myers és Majluf [1984] szerint ez pontosan a hierarchia elméletben foglaltaknak felel meg, azaz a cégek további befektetések finanszírozásához a saját forrásokat előnyben részesítik a külső forrásokkal szemben. Ezzel ellentétben a tőkeszerkezet statikus átváltási elmélete pozitív kapcsolatot feltételez, minthogy a jövedelmezőbb cég arra törekszik, hogy hitelfelvétel útján az adó kamatmegtakarítást kihasználja. A magyar vállalatok esetében a *profitabilitás* és *áttétel* között *negatív és szignifikáns* kapcsolat van, amely megegyezik a korábbi vizsgálatokkal. Elmondható, hogy *teljesül a hierarchiaelmélet, viszont nem teljesül az átváltási elmélet* alap-tétele. A piacgazdaságra áttérő országok esetében ez azért is lehetséges, mivel a kezdeti átstrukturálás főként visszatartott profitból és részvénytőkéből történt. Később a jövedelmezőbb vállalatok azzal próbálták „megkülönböztetni” magukat a kevésbé jövedelmezőktől, hogy tőkeszerkezetük kevesebb hitelt tartalmazott, mely az utóbbi csoport esetében főként behajthatatlan hitelt jelentett.

A likvid eszközzel rendelkező cégek befektetések finanszírozására használhatják fel ezeket a forrásokat, tehát *negatív* hatású kapcsolat van a hitelarányra nézve. Ez megfelel a hierarchia elméletnek. A magyar feldolgozóipari vállalatok esetében is *szignifikáns, negatív kapcsolatot* tapasztaltunk a *likviditás* és *áttétel* között, tehát *érvényesül a hierarchia elmélete*. Ez a dolog összeegyeztethető a korábban vázolt hitelpolitikával, hiszen a vállalatok igyekeztek minden belső forrást kihasználva fedezni a működésükhöz szükséges forgó és fix eszközöket.

Mivel a kölcsön kamata levonható az adóalapból, így minél nagyobb az alkalmazott adó, annál előnyösebb a hitelfelvétel, tehát pozitív kapcsolatot feltételeztünk az *átlagos adórátá* és az *áttétel* között. Ezzel ellentétben *negatív* és *szignifikáns* kapcsolatot figyelhettünk meg a regressziós elemzések eredményeként. Amikor a vállalatok jövedelmezőek, akkor adót fizetnek, viszont ha veszteségesek, akkor nem számíthatnak kárpótlásra. Éppen ezért az átlagos adórátá közvetve utal a profitabilitásra is.

A *méret* fordítottan arányos a csőd bekövetkezésének valószínűségével. A nagy vállalatok kevésbé kerülnek csődveszélybe, mint a kisebb társaik mivel azok diverzifikáltabbak és kisebb a pénzügyi nehézség bekövetkezésének valószínűsége is. A magyar feldolgozóipari vállalatok gyakorlata *megegyezik a pénzügyi nehézség elmélet* által mondottakkal, hiszen *pozitív, szignifikáns kapcsolat* van a *méret* és *áttétel* között. Mint már Colombo [2001] is kiemelte, Magyarország esetében szükséges figyelembe venni az implicit segítségnyújtást. A nagyvállalatokat sokszor az állam azért menti meg a csődtől, mivel igen súlyos szociális és gazdasági következményekkel járna bezárásuk. Éppen ezért a bankok is ezeket a vállalatokat részesítik előnyben a hitelbírálat során, természetesen a vállalt kockázat figyelembevételével.

A *jelzésértéket* a magyar vállalatok esetében az osztalék arányában számszerűsítettük. Az osztalék utalhat a jó pénzügyi helyzetre, így joggal feltételezhető pozitív kapcsolat a *jelzésérték* és *hitelarány* között. Ez *megfelel az információs aszimmetria csoportba tartozó modelleknek*. A feldolgozóipari vállalatok esetében az *összes és rövid lejáratú hitelarány* valamint a *jelzésérték* változók között *szignifikáns és pozitív* előjelű kapcsolat van.

Az osztalék nagysága utal ugyanakkor a jövedelmezőségre is. Amennyiben a kifizetett osztalékot a dinamikus jövedelmezőséggel asszociálom, akkor érthető, hogy a magyar vállalatok tőkeszerkezetében *negatív kapcsolat* van a *jelzésérték* és a *hosszú lejáratú hitelarány* között, hiszen az átstrukturálás éveiben főként a hosszú lejáratú hitelek hiányának köszönhetően a vállalatok belső forrásból fedezték tőkeszükségeiket.

Jensen [1986] szabad pénzeszköz elmélete – mely az információs aszimmetria elméleti csoportba sorolható – kimondja, hogy a vállalatok inkább új hitelt bocsátanak ki új részvénytőke helyett. A hitel kamata arra ösztönzi a menedzsereket, hogy a kötelezettségek teljesítése érdekében az eszközöket minél hatékonyabban hasznosítsák. Tehát az *eszközigenyesség* és *áttétel* között pozitív kapcsolat várható. Mind az *információs aszimmetria modell*, mind pedig a *várt pozitív és szignifikáns kapcsolat* érvényesül a magyar vállalati minta elemzésében az *összes és a rövid lejáratú hitelarány* esetében. Ez a kapcsolat különösen igaz lehet a magyar gazdaság átmeneti éveire, amikor a kamatterhek magasak voltak és a csőd veszélye is fenyegető volt.

Viszont a vállalkozások *eszközigenyessége* és a *hosszú lejáratú hitelarány* között *negatív* kapcsolat van, ami arra utal, hogy a vállalatok, megsértve az illesztés elvét, fix eszközeik finanszírozására rövid lejáratú forrásokat mozgósítottak, amennyiben nem állt rendelkezésre elegendő belső forrás.

Titman [1984] szerint az *egyedi termékeket* előállító cégek kevesebb hitelt vesznek fel, mivel nehéz alternatív tevékenységet találniuk csőd esetén. A magyar vállalatok esetében a *termékek egyedisége* és a *hitelarány* között többnyire *szignifikáns, negatív kapcsolat* figyelhető meg, mely megfelel a nemzetközi gyakorlatban tapasztaltaknak. *Az ügynök- és a pénzügyi nehézség elmélet által leírt kapcsolat a két változó között érvényesül.*

Amint azt az adóhatást és kamatköltségeket, valamint a csőd-költséget figyelembe vevő elméletek is előrejelzik, azok a cégek, melyek esetében az üzleti tevékenység eredménye nagy volatilitású, kevesebb hitelt használnak a tőkestruktúrában. Az adómegettarításból származó előnynek számukra nincs akkora jelentősége, mivel az adózatlan jövedelem nem mindig elegendő a magas kamatok fedezetére. Következésképpen, amikor az üzleti tevékenység eredménye nagyon bizonytalan, ingadozó, a hitelfelvétel megnöveli a pénzügyi nehézségek és csődhelyzet kialakulásának valószínűségét, tehát a pénzügyi vezető nagy jelentőséget tulajdonít döntésében a közvetett és közvetlen csőd-költségeknek. Tehát az üzleti kockázat és a hitelarány között negatív kapcsolat várható.

A magyar feldolgozóipari vállalatok esetében *pozitív, szignifikáns kapcsolat* figyelhető meg az *üzleti kockázat* és az *áttételi arányok* között. Ez *ellentmond az átváltási elmélet* javaslatának. Ha a variabilitás növekszik, akkor az a kockázat rövid lejáratú komponensének megnövekedésére utal. Természetesen a jelenség értelmezhető az ügynök-elmélet tükrében, amikor a nagyobb kockázat vállalásával a több hitel felvétele nagyobb nyereséget eredményez a hitelezőknek, viszont veszteséges projekt esetén nagyobb kockázat és veszteség a részvényeseknek. Ám a piacgazdaságra áttérő országok esetében a pozitív kapcsolat a hosszú lejáratú hitel korlátozott volta miatt következhet be.

A hitelezők és részvényesek közötti ügynök jellegű ellentétek élesebbek a jó növekedési potenciállal rendelkező vállalatok esetében. Tehát a dinamikusan növekvő vállalatoknak kevesebb hitelt kellene felvenniük, így negatív kapcsolat várható a növekedési változó és hitelarány között. Myers [1977] utalt rá, hogy a rövid lejáratú hitel felvétele csökkenti az ügynöki költségeket, és ekkor a kapcsolat pozitívvá válik. Ez megfelel az ügynök-elméletnek. A magyar vállalati minta esetében két változót használtunk a növekedés számszerűsítésére: a *DS* illetve *DEAT* mutatókat. Ezek közül a regressziós elemzés során az árbevétel alapon számított *DS* független változó tűnik többször is szignifikánsnak. Az *összes hitelarány* és a *növekedési változók* között a kapcsolat *pozitív és nem szignifikáns*, viszont beigazolódni látszik a *DS* tekintetében az *ügynök-elmélet*, minthogy a *hosszú lejáratú hitel és növekedés között negatív és szignifikáns*,

míg a rövid lejáratú hitel és növekedési potenciál között pozitív és szignifikáns reláció figyelhető meg. Az összes hitelarány és növekedési lehetőség között a pozitív kapcsolat azzal is indokolható, hogy a magyar gazdaságban a piacgazdasági átmenet éveiben az idegen források volumenének jelentős hányadát a rövid lejáratú források képezték.

Csermely és Vincze [2000] regressziós elemzése bizonyította, hogy a piacgazdaságra való áttérés korai szakaszában a külföldi tulajdon ismerete információt hordozott a bankok számára a vállalatok hitelképességét illetően. Jelen kutatás a külföldi tulajdon tényét dummy változó formájában építi be a modellbe, és az tapasztalható, hogy a *külföldi tulajdon ismerete és az áttétel között pozitív, szignifikáns kapcsolat* van. Ez megegyezik a Csermely és Vincze [2000] által mondottakkal, utalva a kezdeti kommunikációs problémákra a pénzügyi és a vállalati szektor között. A többségi külföldi tulajdonban lévő cégek több hitelt vettek fel és az elemzett periódus vége felé a hosszú lejáratú hitelek volumene is jelentős. Ezeknek a vállalatoknak jobbák voltak a forrásszerzési esélyeik a külföldi banki hitelek, az anyavállalati hitelek, a jobb hitelbonítás, a fokozottabb kockázatvállalási hajlandóság révén.

A multikollinearitás vizsgálatára meghatároztuk az elemzett függő és független változók közötti korrelációt, ám nem észleltünk szoros kapcsolatot, mely problémát jelenthetett volna.

1. táblázat: A függő és független változók közötti korrelációs mátrix a magyar feldolgozóipari vállalatok adataira 1992–2006

	TL/TA	LTL/TA	STL/TA	ATN	ROA	CA/CL	INV/TA	DIV	S/TA	Dummy
TL/TA	1									
LTL/TA	0,3379	1								
STL/TA	0,9062	-0,09172	1							
ATN	-0,1333	0,279501	-0,26655	1						
ROA	-0,5896	-0,08634	-0,58499	-0,15375	1					
CA/CL	-0,0573	-0,01173	-0,05536	-0,05682	0,003956	1				
INV/TA	0,0073	-0,14486	0,072771	-0,43413	0,017614	-0,01138	1			
DIV	-0,0067	-0,0419	0,011562	-0,03465	0,034898	-0,00168	0,013316	1		
S/TA	0,6272	-0,08517	0,701809	-0,28896	-0,26389	0,009668	0,015718	0,01182	1	
Dummy	0,02272	0,132211	-0,03535	0,126643	-0,01399	0,004439	-0,12132	-0,00237	-0,14086	1

Forrás: Balla A., Mundaca G.: „Capital structure, debt maturity and cash flow leveles”, 2011, megjelenés alatt.

A realizált pénzáram előjele szerint csoportosítva a vállalatokat pozitív CF alapúnak tekintettük azokat, melyek CF előjele legalább 4 egymást követő évben pozitív volt, és negatív CF előjelűnek azokat a vállalatokat, melyek realizált pénzárama legalább 4 egymás utáni évben keresztül negatív volt.

A negatív CF csoportba tartozó vállalatok esetében a hosszú lejáratú hitelarány a profitabilitással csökken, míg növekszik a vállalati méret, a tárgyi eszközök növekedése valamint a külföldi tulajdonhányad emelkedése révén. A rövid lejáratú hitelarány a likviditással együtt növekszik.

A pozitív CF csoportba tartozó vállalatok esetében a hosszú lejáratú hitelarány csökken a méret, a profitabilitás, adóráta és osztalék függvényében és növekszik a tárgyi eszközök és külföldi tulajdon révén. A rövid lejáratú hitelarány csökken a likviditás és tárgyi eszközök révén, míg növekszik az immateriális javak, üzleti kockázat és adóráta révén.

A jövőben érdekes eredményeket hozhat jelen elemzés kiterjesztése olyan befolyásoló tényezőkre is mint a K+F kiadások, munkaerő-piaci tényezők, intézményi és országtényezők, amortizáció hatása, valamint a külföldi tulajdonban lévő cégek tőkestruktúra döntéseinek elválasztása a hazai tulajdonban lévő cégek tőkestruktúra döntéseitől.

#### Irodalomjegyzék

- BALLA ANDREA: *Vállalati tőkestruktúra választás. Empirikus vizsgálat a magyar feldolgozóipari vállalatok és tőzsdei cégek tőkeszerkezetéről*. PhD-értekezés. PTE, 2005.
- BALLA A. – MUNDACA G.: *Capital structure, debt maturity and cash flow leveles*. Megjelenés alatt.
- BAKER, M. – WURGLER, J.: Market Timing And Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57, No. 1, 2002. 1–32.
- BOOTH, L. – AIVAZIAN, V. – DEMIRGUC-KUNT, A. – MAKSIMOVIC, V.: Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, Vol 56, No. 1, February 2001. 87–130.
- COLOMBO, E.: Determinants of corporate capital structure: evidence from Hungarian firms. *Applied Economics*, Vol. 33, 2011. 1689–1701.
- CORNELLI, F. – PORTES, R. – SCHAFFER, M. E.: *The Capital Structure of Firms in Central and Eastern Europe*. CEPR Discussion Paper Series, No. 1392. 1996.
- CSERMELY Á.: *Enterprise Financing by Banks in Hungary, 1991–1994. (in Hungarian)* Working Papers 1996/6, Budapest: National Bank of Hungary.
- CSERMELY Á. – VINCZE J.: Leverage and Foreign Ownership in Hungary. *Russian and East European Finance and Trade*, Vol. 36, No. 3, 2000. 6–30.
- DURAND, D.: Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. In *Conference on Research on Business Finance*. Newly: NBER, 1952. 215–247.



- HARRIS, M. – RAVIV A.: Corporate Control Contests and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, March 1988. 56–86.
- JENSEN, M.C. – MECKLING W.: Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs, and capital structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976. 305–360.
- JENSEN, M. C.: Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76, 1986. 323–339.
- KIM, E.H.: Optimal Capital Structure in Miller's Equilibrium. In BHATTACHARYA, SUDIPTO – GEORGE CONSTANTINIDES, (eds.): *Frontiers of Financial Theory*. Totowa: NJ Rowman and Littlefield, 1989.
- LELAND, H. – PYLE, D.: *Informational Asymmetries, Financial Structure and Financing Intermediation*. *Journal of Finance*, Vol. 32, 1977. 371–388.
- MODIGLIANI, F. – MILLER, M.H.: The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, Vol. 48, 1958. 261–297.
- MODIGLIANI, F. – MILLER, M.H.: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital. A Correction. *American Economic Review*, Vol. 53, June 1963. No. 3, 433–443.
- MYERS, S.C.: Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, 1977. 147–175.
- MYERS, S. C.: The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, Vol. 39, 1984. 575–592.
- MYERS, S.C. – MAJLUF, N. S.: Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, 1984. 187–221.
- RAJAN, R. G. – ZINGALES, L.: What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, Vol. 50, December 1995. No. 5, 1421–1460.
- ROSS, S.: The Determination of Financial Structures: An Incentive Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1, 1977. 23–40.
- STULZ, R.: Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, Vol. 520, No. 1-2, 1988. 25–54.
- STULZ, R.: Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, 1990. 3–27.
- TITMAN, S.: The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidating Decision. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 1–2, 1984. 137–151.
- WELCH, I.: *Columbus' Egg: The Real Determinant of Capital Structure*. NBER, Working Paper, 8782, February 2002.

*2/A táblázat: A teljes feldolgozóipari vállalatok  
összefoglaló statisztikái 1992–2006*

	Obs.	Mean	St. Dev.	Minimum	Maximum
TL/TA	6 363	0,491	0,274	0	15,524
LTL/TA	6 363	0,085	0,115	0	1,452
STL/TA	6 363	0,406	0,264	0	15,524
CF	6 079	49513,61	8 143 292	-135 000 000	320 000 000
ATN	6 363	0,463	0,164	-0,038	1
INV/TA	6 363	0,184	0,105	0	0,956
ROA	6 363	0,065	0,147	-5,711	2,643
CA/CL	6 359	2,439	27,056	0	1472,5
ATR	4 974	0,158	0,135	0	1
LnS	6 363	15,274	1,576	4,263	21,388
DIV/EBIT	6 077	0,236	3,459	-165,711	118,059
S/TA	6 363	1,578	1,231	0	55,568
Cost/S	6 345	0,708	0,181	0	5,128
DEAT	5 932	0,014	72,294	-82,588	37,179
DS	5 932	0,022	5,433	-349,780	1
<b><math>\sigma</math> (ROA)</b>	6 366	0,097	0,091	0,019	1,515

*2/B táblázat: A negatív pénzáramokat realizáló vállalatok  
összefoglaló statisztikái 1992–2006*

<b>Variable</b>	<b>Obs.</b>	<b>Mean</b>	<b>St. Dev.</b>	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>
<i>TL/TA</i>	3 352	0,498	0,33	0	15,524
<i>LTL/TA</i>	3 352	0,096	0,123	0	1,452
<i>STL/TA</i>	3 352	0,401	0,32	0	15,524
<i>CF</i>	3 192	-156838,3	9270129	-131 000 000	320 000 000
<i>ATN</i>	3 352	0,497	0,158	0	0,963
<i>INV/TA</i>	3 352	0,179	0,103	0	0,956
<i>ROA</i>	3 352	0,040	0,15	-5,711	1,426
<i>CA/CL</i>	3 349	2,502	30,838	0,058	1472,5
<i>ATR</i>	2 384	0,158	0,146	0,000	0,989
<i>Size</i>	3 339	15,3	1,59	4,263	21,388
<i>DIV/ EBIT</i>	3 190	0,186	4,608	-165,711	118,059
<i>S/TA</i>	3 352	1,458	1,328	0	55,568
<i>Cost/S</i>	3 339	0,704	0,192	0,054	5,128
<i>DEAT</i>	3 125	0,008	0,334	-11,203	7,948
<i>DS</i>	3 125	0,076	2,355	-115,779	1
$\sigma$ (ROA)	3 353	0,093	0,105	0,019	1,515

*2/C táblázat: A pozitív pénzáramokat realizáló vállalatok összefoglaló statisztikái 1992–*

<b>Variable</b>	<b>Obs.</b>	<b>Mean</b>	<b>St. Dev.</b>	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>
<i>TL/TA</i>	3 011	0,484	0,194	0	1,724
<i>LTL/TA</i>	3 011	0,074	0,105	0	0,995
<i>STL/TA</i>	3 011	0,410	0,183	0	1,724
<i>CF</i>	2 887	277 665,8	6 673 920	-135 000 000	238 000 000
<i>ATN</i>	3 011	0,425	0,162	0	1
<i>INV/TA</i>	3 011	0,19	0,106	0	0,796
<i>ROA</i>	3 011	0,094	0,139	-1,856	2,643
<i>CA/CL</i>	3 010	2,368	22,106	0	1091,691
<i>ATR</i>	2 590	0,158	0,124	0	1
<i>Size</i>	3 006	15,2	1,561	5,298	21,260
<i>DIV/EBIT</i>	2 887	0,292	1,311	-17,569	35,036
<i>S/TA</i>	3 011	1,712	1,097	0	18,411
<i>Cost/S</i>	3 006	0,714	0,169	0	3,325
<i>DEAT</i>	2 807	-0,006	1,712	-82,588	37,179
<i>DS</i>	2 807	-0,039	7,498	-349,780	1
$\sigma$ (ROA)	3 013	0,102	0,073	0,021	0,649



## II.

**Az állami beavatkozás hatóköre a nemzetközi tényezőmozgások szemszögéből**





# AZ ÁLLAM SZEREPE A KÜLFÖLDI MŰKÖDŐ TŐKE MOTIVÁLÁSÁBAN ÉS HATÉKONYSÁGÁBAN<sup>1</sup>

KATONA KLÁRA  
egyetemi docens (PPKE JÁK)

## A kormányzati politika szerepe általában

A kormányzati politika kétféle lehet a külföldi működő tőke (foreign direct investment: FDI) vonatkozásában: ösztönző és visszafogó. Az utóbbi évtizedekben a liberalizáció volt a vezető tendencia. Az országok egymást túllícitálva, növekvő kedvezményeket nyújtottak a külföldi befektetőknek. Az FDI a támogatási verseny hatására optimális térbeli eloszlást produkál, ami a verseny nélkül nem szükségképpen volna így. Vagyis a hatékony elhelyezkedésből fakadó nyereség meghaladja a magasabb támogatásokból fakadó gazdasági veszteségeket. A kormányok közötti támogatási versenyben a nagyméretű országoknak nagyobb esélyük van nyertesként kikerülni a játszából, mint a kisebbeknek (Barros P.– Cabral L. [2000]).

Antalóczy– Sass [2000] szűkebb és tágabb értelemben vett ösztönzőket különböztet meg:

*Szűkebb értelemben vett ösztönzők:* adókedvezmények, vámmentesség, (általában 5-10 éves elengedések), pénzügyi ösztönzők - támogatások, egyéb (infrastruktúra, ipari park, képzés stb). A beruházás ösztönzése a kormányzat részéről akkor indokolható, ha költsége kisebb, mint társadalmi összhaszna: ennek mutatója lehet például az egy teremtet munkahelyre jutó állami támogatás.

*Tágabb értelemben vett ösztönzők:* a gazdaság általános állapota, a fiskális és monetáris politika, a gazdasági stabilitás (általános adószint, infláció, költségvetési deficit, árfolyam politika), strukturális politika, munkaerő piaci politika, oktatási-képzési politika.

Az OECD kutatócsoportja (Nicoletti G. et al. [2003]) a fentiekben felsorolt gazdaságpolitikai döntések működő tőke áramlásra gyakorolt hatását az alábbiak szerint összegzi:

---

<sup>1</sup> A tanulmány az OTKA 81542. számú projekt részeként született.



- Az ország *nyitottsága* szignifikánsan pozitív hatást gyakorol a tőkebeáramlásra. A szabadkereskedelmi övezetekhez való tartozás (EU, NAFTA) felgyorsítja a tagállamok egymás közötti tőke mobilitását.
- A stabil árfolyam-politika szerepe az FDI áramlás befolyásolásában – az árfolyam és az FDI közötti viszony bonyolultsága miatt – nem kimutatható.
- A szigorú és korlátokat felállító piaci szabályozás tendenciózan alacsonyabb működő tőke állományt eredményez, míg a szabályozás reformja és a szigorítások csökkentése növeli az országba áramló tőke volumenét egy adott országban.
- A munkajogi szabályozás szigorúsága, a munkajövedelmek adó- és közterhei, valamint a szakszervezetek erőssége egyaránt kihatással vannak a külföldi befektetők döntéseire, habár nem egyforma mértékben. A munkajogi szabályozás és az adóterhek közvetlenül alakítják a befektetés kockázatának és megtérülésének arányát, ehhez képest a szakszervezeti mozgalmak érdekérvényesítő képessége másodlagos. Az empirikus kutatás azt bizonyítja, hogy a munkaerő-piaci reformok (szabályozás szigorúságának mérséklése, adóterhek csökkentése) elősegítik a tőkemozgást.
- Az infrastruktúra állapota releváns tényezőnek bizonyult a külföldi befektetők döntések meghozatalában. (A rossz infrastruktúra is motiváló tényező lehet azokban az iparágakban, melyeknek éppen az infrastrukturális beruházás a profilja.)

Az állam tehát bizonyos gazdaságpolitikai lépéseivel közvetlenül, másokkal csak közvetetten tud hatást gyakorolni a befogadó ország tőkepiaci versenyképességére. Az alábbiakban a szakirodalom által feltételezett motivációs okokat vizsgáljuk meg abból a szempontból, hogy jelentőségüket a tapasztalati tények alátámasztották-e, illetve a közvetlen vagy közvetett gazdaságpolitikai beavatkozások révén javíthatók-e az adott tényezők tőkevonzó ereje.

## **Az FDI-t motiváló tényezők relevanciája és gazdaságpolitikai vonatkozásai**

### *A piacnagyság hipotézise*

Ha egy ország elég nagy piaccal (fizetőképes kereslettel) rendelkezik ahhoz, hogy ez a multinacionális cégek méretgazdaságosságának kiaknázására lehetőséget nyújtson, akkor potenciális FDI befogadóvá válik. Az elmélet az importhelyettesítő FDI esetében különösen helytálló, amikor a tőke beáramlása a korábbi árubeáramlást váltja fel. A piac nagyságát általában a multinacionális cég adott országba

irányuló kereskedelmének volumenével vagy a GDP-vel közelítik. A piac méretének más meghatározása és számbavétele is lehetséges (GDP növekedési üteme, az egy főre jutó GDP, a bruttó beruházás aránya a GDP százalékában). A piacméret és az FDI közötti pozitív korrelációt számos empirikus kutatás is alátámasztotta, ugyanakkor az oksági kapcsolat iránya nem egyértelmű. Elképzelhető ugyanis, hogy a GDP éppen a tőkebeáramlás hatására kezd növekedni, nem pedig fordítva, a növekvő teljesítmény eredményez nagyobb beruházási aktivitást. A tőkéletes piacot feltételező hipotézisek közül a piac méretének nagysága az egyetlen, mely kiállta az idő próbáját és a mai napig is az egyik legfontosabb motivátorként tartja számon a szakirodalom. A GDP növekedése, mint elsőszámú gazdaságpolitikai célkitűzés a befogadó ország tőkepiaci vonzerejéhez is hozzájárul.

## Diverzifikációs hipotézis

A projektek közötti választást nemcsak a megtérülési várakozások, hanem a kockázat minimalizálásának szándéka is befolyásolja. A kockázat minimalizálása, de legalábbis csökkentése diverzifikációval érhető el. A tőkeáramlás egyik oka tehát a portfólió kockázatának csökkentése diverzifikáció útján. Hátránya, hogy nem ad magyarázatot a működőtőke-befektetés és a portfólió-beruházás közötti választás okaira. Az elmélet empirikus tesztelése, melynek során a kockázatot a megtérülés varianciája alapján közelítették, nem szolgáltatott elegendő bizonyítékot az elmélet érvényességére, illetve tarthatóságára vonatkozóan. A befektetői döntéseket befolyásoló ország kockázat csökkentése, mint állami feladat a későbbiekben még kifejtésre kerül.

(Az alábbi elméletek empirikus tesztelését lásd az eklektikus elméletnél!)

## Ipari szervezet elméletek

Az ipari szervezetek elmélete szerint a szervezet különféle értékekkel rendelkezik, ezek egyik része tárgyi, vagyoni jellegű, másik része szellemi, mint a tudás vagy a tapasztalat. Mivel a helyi gyökerű vállalat helyzeti előnyben van egy külföldivel szemben, így csak a speciális versenyelőnnyel (pl. K+F, innováció) bíró cégek számára éri meg idegen helyen, külföldön befektetni. A transznacionális vállalatnak olyan pénzzé tehető előnyökkel kell tehát rendelkeznie a helyi cégekhez képest, ami meghaladja a külföldi telephely létrehozásából fakadó költségeket (Hymer [1976]). Amennyiben tehát a gazdaságpolitikai intézkedések a helyi vállalatok megerősítésére irányulnak, ezáltal nemcsak a hazai vállalkozásokat segítik, hanem kikényszeríthetik a magasabb hozzáadott értékű cégek betelepülését az országba. Mindez ugyanakkor beleütközhet a versenysemlegesség követelményébe.

## **Internalizációs elmélet**

Az internalizációban rejlő előnyök visszavezethetők a Coase által kidolgozott tranzakciós költségek elméletére (a piacra lépés, a piaci tranzakciók minden esetben plusz költségeket jelentenek a vállalat számára), valamint a piaci akadályok és bizonytalanságok problémakörére, melyek megnehezítik a kereskedést és a szerződéses viszonyt a többi piaci szereplővel. Mindezek a hatások abba az irányba terelik a vállalatokat, hogy termelésüket vállalati kereten belül tartsák, és az új, külföldi piacokat tőkekihelyezéssel hódítsák meg. Tovább erősíti az internalizációs hatást az információs aszimmetria és az innovációs késztetés elmélete is. Ez utóbbi szerint a tudás csak tapasztalat útján szerzhető meg, ezért kell abban az országban céget alapítani, ahol az innovációt kifejlesztették. Ez utóbbi területen lehet az államnak feladata olyan innovációs központok támogatása, melyek eredményei a helyi tudásbázis alkalmazásával hasznosulhatnak.

## **Globális stratégiai menedzsment elméletek**

A transznacionális vállalat elsődleges célja a piaci részesedés megőrzése és növelése. Ebből kifolyólag a versenytárs, vevő vagy szállító tőkekihelyezése külföldre maga után vonja a többi piaci szereplő megjelenését is. Ennek hatására növekszik az egyes termelési ágak koncentrációja a különböző térségekben. Itt kell megemlítenünk a stratégiai szövetségek szerepét is, mely elsősorban a K+F igényes iparágakban terjedt el, és a versenypolitika érdeklődésének középpontjába került (alliance capitalism). Ennek következményeként globális tudásalapú, hálózati oligopóliumok kialakulásával számolhatunk. Az elmélet hátránya, hogy nem ad magyarázatot arra, hogy az első befektető milyen alapon választotta ki a célországot. Az iparági koncentráció kevésbé, de a K+F-re alapozott tudásalapú hálózatok fejlesztése mindenképpen az ország versenyképességét erősíti, így a gazdaságpolitika homlokterében kell, hogy álljon. Az ilyen jellegű hálózatok kialakulásának támogatása tehát nemcsak a tőkepiaci, hanem az ország tágabb értelemben vett versenyképességéhez is hozzájárul.

## **Lokációs elméletek**

Ez a hipotézis a működő tőke áramlását a többi termelési tényező (munkaerő, természeti erőforrások) immobilitására vezeti vissza. A vállalat oda telepíti tevékenységét, ahol a legalacsonyabb e termelési tényezők költsége, jellemzően a munkaerőé. A munkaerőnek azonban nemcsak az ára, hanem a minősége is meghatározó jelentőségű. Ezért szerencsésebb a humántőke fogalmával közeli-

teni ezt a termelési tényezőt, mely a munkaerő képzési költségét is megjeleníti. A kézenfekvőnek tűnő összefüggés a humántőke ára és az FDI beáramlása között azonban az empirikus elemzésekben nem mindig igazolódik be. Nagyon vegyes képet mutatnak a tapasztalati tények, a szignifikánsan negatív kapcsolattól a semlegesen át, a szignifikánsan pozitív korrelációig, mindenféle viszony megtalálható. A humántőke árának növekedése tehát akár ellentétes hatást is gyakorolhat a tőkeáramlásra, vagyis nem elriasztja, hanem vonzza azt. Ez úgy lehetséges például, hogy a munkabér növekedése a tőkeintenzív ágazatok felvirágzását eredményezi, ezáltal kedvez a tőke beáramlásának. A humántőke ára ugyanakkor nem választható el annak termelékenységétől sem. Ha a befogadó ország bérnövekedésének ütemét meghaladja a munkaerő termelékenységének növekedési üteme, akkor az ország továbbra is vonzó tud maradni a tőkebefektetők szemében (Yang et al. [2000]). A munkaerő termelékenységét az előállított termék és a munkaerő költségének hányadosával az ún. ULC (unit labour cost) mutatóval mérik, mely könnyebbé teszi az országok versenyképességének összehasonlítását. A telephely-választási döntésekben a szakszervezetek erőssége és a munkajog szigora is szerepet játszik. Ez utóbbi két tényező közvetlenül állami befolyás alatt áll, azonban semmiképpen sem lehet cél – habár van erre elrettentő példa (pl. Kína) –, hogy a munkavállalók jogainak megnyirbálása révén váljon egy ország a befektetők célpontjává. Ami azonban vállalható gazdaságpolitikai döntés, az a járulékterhek csökkentése, közvetve pedig az ULC- mutató mértékének javítása.

## **Eklektikus elmélet**

Ez az elmélet Dunning [1988] munkásságához fűződik. Az eklektikus elmélet elnevezést onnan kapta, hogy a korábbi elméleti magyarázatok eredményeit kívánta ötvözni a gyakorlati tapasztalatok tükrében (ipari szervezetek elmélete, internalizációs elméletek, lokációs elméletek és a stratégiai menedzsment elméletek).

A hipotézis szerint működőtőke-beruházásra akkor kerül sor, ha a cég hármas előnyre tehet szert általa: tulajdonosi (ownership), helyi termelési (location) és internalizációs (internalisation) előnyökre. Ezeknek az előnyöknek az összességét nevezi Dunning OLI paradigmának. Ezen előnyök kiaknázás alapján Dunning négy csoportját különbözteti meg a beruházásoknak:

- Helyi erőforrásokra építő (resource seeker): célja a termelési tényezők költségeiben meglévő nemzetközi eltérések kiaknázása. Ilyenek a természeti erőforrások, a munkaerő, a tudás. – Az állami szerepvállalás a lokációs előnyök kapcsán elmondottakkal azonos.

- Piacorientált beruházók (market seeker): melynek öt meghatározó oka lehet: szállítók – vevők követése, a helyi igényekre szabott termelés kialakítása, a helyi speciális termelési tényezőkre való építés, a versenytársak követése, a befogadó ország adminisztratív intézkedései. – Az innováció, a hálózatok támogatásán túlmenően a piaci liberalizáció, az adók csökkentése és a vámok leépítése járulhat hozzá az ilyen típusú befektetések növekedéséhez.
- Hatékonyságnövelő beruházások (efficiency seeker): célja a méretgazdaságosság, kockázatmegosztás, szinergiahatás elérése. – Az állam az ország kockázat csökkentése, a gazdaság növekedésének elősegítése révén, közvetett módon javíthatja a tőkepiaci versenyképességet.
- Stratégiai előnyök érvényesítése (strategic asset and capability seeker): a befektető a célországi vállalatok értékeit vásárolja meg stratégiai okból. – A legfontosabb állami eszköz ennél a befektető típusnál maga a privatizáció. A privatizáció előnyeinek illetve hátrányainak számbavétele azonban egy külön kutatási témát tesz ki.

Dunning szerint az 1-2. típusú beruházások időrendben az első befektetések közé tartoznak, míg a 3-4. típusú befektetések csak később következnek. Az első fázisban az eltérő tényezőellátottság az (L előnyök) dominálnak, később a fejlett országokban a cégek tulajdonosi előnyöket halmoznak fel (O előny) és ezek az előnyök nemcsak az anyaországban, hanem bármely más országban is generálódhatnak.

Az elmúlt 10 évben ez az utóbbi két típus dominált a világ FDI áramlásában, kivéve az újlag megnyíló piacokat, mint például a kelet-közép európai térség, ahol az 1-2 volt jellemző.

## Termék életciklus elmélet

Vernon [1966] iparági életciklus görbe alapján magyarázza a tőkemobilitást. Az életciklus különböző szakaszaiban különböző termelési tényező kombinációra és piaci viszonyokra van szükség, ami más és más országokban áll megfelelő mennyiségben és minőségben rendelkezésre. Így tehát a termékek életciklusa határozza meg a tőkeexportot. Kezdetben az innováció, a termékfejlesztés szakaszában a termelés az anyaországban folyik, ahol magas a technikai fejlettség és a piaci igény színvonala. Ekkor az újdonság jelenti a versenyelőnyt, melyet az árban is érvényesíteni lehet. Ahogy a termék az életgörbén előrehalad, a termék megszokottá válik és a versenytársak is felzárkóznak, a versenyelőny az árra tevődik át, így érdemes a termelést egy olyan országba áthelyezni, ahol alacsonyabbak a termelési tényezők árai. Az elméletből az következik, hogy a befogadó ország fejlettségi szintje határozza meg a működő tőke technikai

színvonalát. A magas fejlettségi szint – mely nagy hozzáadott értékű termelés kihelyezésére ösztönöz – magában foglalja az innovatív környezetet, a magas fogyasztói igényeket és a fizetőképes keresletet egyaránt, melyekre az államnak csak közvetetten és hosszú távon van ráhatása.

Az alábbi három potenciális FDI ösztönző terület közvetlenül az állami szektor hatékony működésének függvénye.

## Árfolyam -politika

A túlértékelt valuta tőkekiáramlást, míg az alulértékelt valuta tőkebeáramlást eredményezhet (Aliber [1971]). Attól függően, hogy a tőkekihelyezésnek mi a konkrét célja, másképpen hat az árfolyam-volatilitása a leányvállalati nyereségre. Ha a tőkekihelyezés célja új piac szerzésére irányult, akkor az árfolyamkockázat pozitív hatást gyakorol, ha azonban exportorientált tőkebefektetésről van szó, akkor negatív befolyása van az árfolyamkockázatnak a leányvállalati működésre. (Az első esetben csak a repatriált profit van kitéve az árfolyamkockázatnak, míg a versenytársak teljes bevétele bizonytalan. A második esetben, amikor maga a cég is exportál, ugyanúgy az egész árbevétele kockázatosává válik.)

Kutatási eredmények alapján (Crowley P.– Lee J. [2003]) általánosságban kijelenthető, hogy az árfolyam-stabilitást pozitív jelenséggént értékeli a befektetői motivációk között, ugyanakkor az árfolyam-volatilitás jelentőségét, annak mértékétől teszik függővé, vagyis a kisebb árfolyam-ingadozások nem, csak a nagyobb kilengések hatottak negatívan a befektetői döntésekre. Mindez természetesen nem jelenti azt, hogy az árfolyam-politika hatása indifferens lenne a tőkepiaci versenyképesség szempontjából, de a portfólió- befektetésekre gyakorolt hatása jóval nagyobb, mint a működőtőke-beruházások esetén, melyek per definitionem hosszú távra szólnak.

## Ország kockázat

Az ország kockázat széles kategória, mely egyesíti a politikai, valamint a gazdasági- pénzügyi kockázatokat is. E kettő aránya és súlya határozza meg, hogy a külföldi befektető mit tekint elfogadható befektetési környezetnek (Moosa [2005] 50–51.old.). Az Euromoney [1999] konkrétan is megfogalmazta és súlyozta azon tényezők hatását, melyek az ország kockázat mértékére befolyással bírnak: politikai kockázat, az ország gazdasági teljesítménye, eladósodottság, hitelkamatok, banki finanszírozás elérhetősége, rövid távú finanszírozási lehetőségek, tőkepiaci finanszírozás elérhetősége, leszámítolási lehetőségek. Az empirikus vizsgálatok alapján általánosságban elmondható, hogy a bizonytalan politikai és gazdasági

környezet elriasztja a befektetőket, de közvetlen hatása – akárcsak az árfolyam politika esetén – leginkább a portfólió-beruházásokra van.

## Adópolitika

Az adópolitika a konkrét adórátákon túl a különböző adókedvezményeket és az adóra vonatkozó egyezményeket, szerződéseket (pl. kettős adóztatást elkerülő egyezmények) is magában foglalja. Az adópolitika nemcsak belföldön, illetve külföldön keletkező jövedelmek volumenét érinti, hanem a tőkeköltségre, ezen keresztül a megtérülésre is kihatással van. Az FDI adórugalmasságát több empirikus tanulmány is elemezte, és általában negatívnak találták a viszonyt. Mivel a helyszínek egyre hasonlóbba válnak, az ösztönzők szerepe felértékelődik. Az FDI nemzetközi áramlása nagymértékben hozzájárult az egyes országok adóbevételeinek erodálásához (Gropp R. – Kostial K. [2000]).

Ugyanakkor kutatásai eredmények bizonyítják (Bénassy-Quéré et al. [2003]), hogy az adókülönbségekre építő tőkeáramlás a kisméretű országoknál nagyobb jelentőséggel bír, mint a nagyobb országok esetében, éppen ezért a kis országok nagyobb hajlandóságot mutatnak az adócsökkentés révén megvalósuló működőtőke- ösztönzés bevezetésére, mint a nagy országok. A nagy országok magas adók mellett is tőkevonzóknak tudnak maradni, míg a kicsik nem.

Az adókülönbségek hatása nem szimmetrikus: míg a befogadó ország alacsonyabb adóterhei nem gyakorolnak szignifikánsan pozitív hatást a tőkebeáramlásra, addig a magasabb adók tendenciózusan elriasztják a külföldi befektetőket. Ez utóbbi esetben is csak a nagyobb arányú adókülönbség bír negatív hatással az FDI-ra. Ha csak kismértékben magasabb a befogadó ország adóterhe a befektető országénál, akkor ez önmagában még nem tántorítja el a befektetőket.

Fontos látnunk azt is, hogy a transzferárak és a belső vállalati kölcsönök révén a nyereség abba az országba csoportosítható át, ahol alacsonyabb adókat kell a cégeknek fizetniük. A transzferárak miatt a vállalat ott mutatja ki profitját, ahol legalacsonyabb az adóteher: a nyereség mobilitás tehát helyettesíti a tőke mobilitását. Ez viszont azt jelenti, hogy az adókülönbségek nem játszanak igazán meghatározó szerepet a telephely kiválasztásakor.

## A külföldi működő tőke motiváló tényezőinek alakulása Kelet-Közép-Európában és Magyarországon

A kelet-közép-európai térség tőkevonzásának okait a piacgazdasági átmenet időszakában a témával foglalkozó szakirodalom alapvetően két tényezőre vezeti vissza: a térség tőkepiaci befektetőit vagy a megszerezhető új piac, vagy a

termelési költségek (munkaerőköltség, adókedvezmények stb.) csökkentésének lehetősége motiválta.

A kutatások többsége a piacorientált befektetések dominanciája mellett érvelt (Meyer [1995], Lankes és Venables [1996], Tüselmann [1999], EBRD [2000]). A költségcsökkentés jelentősége csak az exportorientált vállalatok esetében volt kimutatható, illetve az adókedvezmények önmagukban nem bizonyultak kellően hatékony eszköznek a külföldi befektetők motiválásában (Beyer [2002], Edmiston et al. [2003]).

Edmiston kérdésfelvetése igen újszerű. Arra keresték a választ, hogy a kelet-európai térség – az átalakulásból, és vélt versenyképességi előnyökből következő – kényszerű adórendszer átalakításai hogyan hatottak a külföldi tőke beáramlására. Az 1993–1998 közötti időszakra vonatkozó, a térség 25 országára kiterjedő elemzésükbe a megszokott magyarázó változók mellett az adórendszer változásának és az adótörvény következetességének mérőszámait is beépítették (speciális adókulcsok száma, az adóalapot leíró törvényszöveg hossza, a nem egyértelmű definíciók száma a törvény szövegében, az adókulcsok változtatásának száma a vizsgált periódusban, az ellentétes irányú adókulcs változtatások száma, a legmagasabb nyereségadókulcs). Arra a konklúzióra jutottak, hogy a következtelen változtatások, a jogi szabályozás kiszámíthatatlansága, valamint a homályos jogi megfogalmazások szignifikánsan negatív hatással voltak a külföldi befektetőkre.

A Csehországba áramló működő tőke vizsgálatának eredménye szerint az adóösztönzők kevés beruházót vonzottak (J.S. Mallya et al. [2002]). A megfelelő infrastruktúra, a geopolitikai okok, az átlátható szabályozás, az oktatásba való beruházás és a K+F -tevékenység ösztönzése sokkal *nagyobb prioritást kapott*. H. Ramcharran [2000] a térség jogi, szabályozási hátterének és a változó ország kockázatnak a jelentőségére hívja fel a figyelmet. Az Euromoney adatbázisa alapján kimutatja, hogy a politikai és gazdasági kockázat csökkenése együtt járt a működő tőke áramlás volumenének növekedésével. A térség külföldi beruházásait meghatározó politikai okok között visszatérő és többször is alátámasztott motivációs tényező a privatizáció szintje és mértéke (Carstensen–Toubal [2003]).

A kelet-közép-európai térség négy országára vonatkozó, 1995–2007 közötti időszakot felölelő elemzésem rámutat arra, hogy a humántőke minőségének növekedése a hosszú távú külföldi tőkebefektetési döntéseket alapvetően meghatározza (Katona [2010]). A régió országainak tehát a magasabb hozzáadott értékű termékek és szolgáltatások vonzására kell koncentrálniuk, és ez az a terület, amelyben a világ többi régiójához viszonyítva versenyképesek tudnak maradni a tőkepiacon. Ez egyben azt is jelenti, hogy nem a termelési költségek, ezen belül a munkaerő költségének csökkentése az elsődleges cél, hanem a képzett munkaerőbe való befektetés növelheti a térség tőkepiaci vonzerejét. A humántőke színvonala ugyanakkor meghatározó eleme a magyarázó válto-



zók mögött kimutatható látens komponensnek, az ország versenyképességének. Rövid és hosszú távon a külföldi tőkebefektetők döntésére az ország versenyképessége van hatással.

A magyarországi tőkevonzó tényezők jelentőségét a kelet-közép-európai országokhoz hasonlóan ítéli meg a szakirodalom. (Meyer [1995], Lankes–Venables [1996], Éltető–Sass [1997]) A befektetők 61,5%-ának a hazai piac megszerzése bizonyult fontosnak. Az exportorientált vállalatok a munkaerő költsége alapján döntöttek. Számukra a munkaerő szakképzettsége és termelékenysége különösen nagy jelentőséggel bírt. Hosszú távon a befektetők megőrzése érdekében az ULC- mutató javítása és a magasabb hozzáadott értéket előállítani képes szakképzett munkaerő kinevelése a cél. (Csáki – Szalavetz [2004])

A szakirodalom a hagyományos tőkevonzó faktorok mellett, a kelet-közép-európai térség országaira jellemző módon, Magyarországon is döntő szerepet tulajdonítanak a kormányzati politikának, a különböző ösztönzők, támogatások, elsősorban az adópolitika milyenségének. Fahy, et al (1998) a '90-es évek elején – a külföldi tőke piacán – megnyilvánuló magyarországi sikerek okait a gyors politikai, jogi és gazdasági átmenet megvalósításában látják. A privatizációt lehetővé tevő jogi háttér és az alkalmazott módszer a külföldi befektetők számára a legkedvezőbb volt a térségben. Magyarországon a vállalkozói szellem és a piaci szemlélet gyorsan elterjedt, ami ismerős és vonzó környezetet teremtett a külföldiek számára. (A tőkeáramlás e korai szakaszában a humántőke magas színvonalát és a jogrendszer átfogó reformját emeli ki S. J. Paliwoda [1995] is, mint Magyarország legfontosabb versenyképességi erényeit.) Magyarországon – a térség országaihoz hasonlóan – nagy szerepet játszott a privatizációs folyamat a tőkevonzásban. A politikai stabilitás, a jogi szabályozás fejlettsége és transzparenciája az összes befektető prioritási sorrendjében az élen állt. (Antalóczy [2003])

2004-ben záródó kutatásom alapján három tényező határozta meg a külföldi tőkebefektetők hosszú távú döntéseit Magyarországon. Ez a három tényező – sorrendben – a felsőfokú képesítésben résztvevők aránya, az egy főre jutó GDP nagysága, és a telefonvonalak száma. Az adókedvezmények, a munkaerő költsége és termelékenysége rövidtávon bizonyultak jelentősnek.

A Magyarországra beáramlott tőke motivátorai kapcsán is elvégzett faktoranalízis segítségével bebizonyosodott, hogy a változók mögött két átfogó mutató áll, melyek a gazdaság versenyképességét és fejlettségét, valamint a gazdaságpolitikai döntések hatását közvetítik. E két faktor közül az FDI flow és stock vonatkozásában egyaránt a gazdaság fejlettsége a döntő.

## A külföldi működőtőke-befektetés hatásairól kialakult irányzatok és az állam szerepvállalása

Az FDI befogadó országra gyakorolt gazdasági hatásai az alábbi fő csoportokra oszthatók (pozitív megfogalmazásban): finanszírozási források bővülése, a teljesítmény, növekedési ütem felgyorsítása, a foglalkoztatási lehetőségek bővülése, a fizetési mérleg hiány csökkentése, a nemzetközi kereskedelem átalakulása és kiszélesedése, backward effect: beszállítók bevonása, forward effect: nemzetközi versenyképesség növelése (termelékenység növekedése), technikai, technológiai spillover (hatás elterjedése), és menedzsment ismeretek transzfere, környezetre gyakorolt hatás.

A fenti hatások kialakulása egyrészt nem automatikus, másrészt irányuk – sok tényező összhatásának köszönhetően – akár ellentétes is lehet az eredetileg elvárttól. Sőt, ha még az anticipált pozitív eredmény bekövetkezik is, annak mértéke sem elhanyagolható. Csak abban az esetben tekinthető az FDI bevonása hatékonynak, ha a beruházás a semlegesnél nagyobb pozitív hatást gyakorol a befogadó gazdaságra, hiszen csak ekkor képes ellensúlyozni a befogadó ország ösztönzők miatti veszteségét. Hogy mekkorák és milyenek ezek az ösztönzők, illetve az FDI várható hatása, az sok tényezőtől függ. Így például:

- Beruházás motivációja és céliparája: Dunning [1988] eklektikus elmélete.
- FDI típusa: akvizíció vagy zöldmezős, az utóbbi a kívánatosabb a befogadó számára.
- Menedzsment nemzetisége: hazai vezetőség bevonása a tudás gyorsabb terjedését segíti elő.
- Beruházás mérete: a nagyobb beruházás nagyobb ösztönzésben részesül, de nagyobb a kockázata és a lehetséges hatása is.
- A beruházás ideje: minél hosszabb távra tervez a beruházó, annál jobb a befogadó országnak.

Az alábbiakban megvizsgáljuk az egyes hatásmechanizmusokat annak függvényében, hogy az állami beavatkozás szükséges-e, és milyen mértékben, a pozitív hatások erősítése érdekében.

### Finanszírozási források

A külföldi működő tőke megjelenése már önmagában is forrásbővítő hatású, ugyanakkor közvetve, a hazai megtakarítások aktivizálásán és tőkepiacra terelésén keresztül, tovább növelheti a beruházások finanszírozási bázisát. Bizonyos esetekben a külföldi tőke – mint Magyarország példája is bizonyítja – a hazai megtakarításokat helyettesíti, gyakorlatilag pótolja a beruházásokhoz

szükséges finanszírozási forrásokat. A működő tőke beáramlás általában stimulálja a hazai beruházásokat (Driffield N. – Hughes D. [2003]). Ugyanakkor az is előfordul, hogy az FDI kiszorítja a hazai befektetőket a tőkepiacról. Ennek ellensúlyozására az állami szabályozás elősegítheti a hazai befektetők tőkepiaci pozíciójának megőrzését.

A finanszírozási források között, melyek lehetnek még portfólió-beruházások és hitelek, az FDI több szempontból is jobb megoldásnak számít a befogadó ország gazdasága számára. Egyrésztől könnyebben és gyorsabban lehet hozzájutni, mint a nemzetközi hitelekhez. Másrésztől pedig stabilabb és hosszabb távú befektetésnek számít a portfólió-beruházásoknál. A gazdasági, pénzügyi válságok kihatással vannak a hitelezői, befektetői döntésekre. A legnagyobb volatilitást a banki hitelezői döntések mutatják (Deutsche Bundesbank [2003]). Ezt követi a portfólió-beruházások áramlásának volatilitása, míg a legkevésbé kiszámíthatatlannak a működő tőke beruházások bizonyulnak. A krízisektől való viszonylagos függetlensége pedig ellensúlyozni tudja az egyéb források elapadásából származó finanszírozási gondokat. Lall –Streeten [1977] ugyanakkor rámutattak arra, hogy az FDI a hitelhez viszonyítva drágább finanszírozási forma, hiszen a működési kockázat prémiumát az elvárt megtérülésnek kell garantálnia. Mindezekből következően az állam abban érdekelt, hogy a finanszírozási lehetőségek közül a működő tőke beáramlást preferálja, melynek jelentősége éppen a válságok kialakulásakor mutatkozik meg.

## A gazdasági növekedési üteme

Az egy főre jutó GDP-t mint mérőszámot nemcsak itt, a gazdasági hatások, hanem a piackereső tőkebefektetések motivációi között is megtaláljuk. Ebből következően sokszor igen nehéz eldönteni, hogy mi is az ok-okozati kapcsolat tényleges iránya. Az empirikus kutatások azt igazolták, hogy mindkét vonatkozásban kimutatható ugyan pozitív kapcsolat az FDI és a GDP alakulása között, azonban a növekedés magyarázó ereje a működő tőke beáramlására nagyobb-nak mutatkozott, mint az FDI GDP-re gyakorolt hatásának jelentősége (Choe J.I. [2003]). Összességében tehát a magasabb FDI volumen nem szükségszerűen eredményez nagyobb növekedési ütemet, míg a GDP alakulása meghatározó tényezője a tőkebefektetéseknek.

A kérdéssel foglalkozó szakértők egy része a GDP növekedése helyett a hazai technológiai színvonal változását, illetve az új technológiák adaptációjára való képességet tekinti a növekedés igazi mérőszámának. Kiindulásuk alapjául az a tény szolgál, hogy ma már korszerű technológia nélkül hosszú távú gazdasági fellendülés nem képzelhető el. A technológia befogadása azonban nagyban függ a hazai gazdaságpolitika prioritásaitól és a meglévő humántőke színvona-

lától (Borenstein et al. [1995]), melynek növekedésére az állam oktatáspolitikája révén szintén nagy hatással lehet.

Hermes N.– Lensink R. (2003) új megközelítéssel próbálkoztak, mely a pénzügyi rendszer fejlettségétől teszi függővé az FDI pozitív hatásának mértékét. 1970–1995 között 67 ország esetében tesztelték hipotézisüket. Az eredmény sikeresen alátámasztotta azt a feltételezést, hogy minél fejlettebb a befogadó ország pénzügyi rendszere, annál jobban hozzá tud járulni a technológiai ismeretek elterjedéséhez és ezen keresztül a gazdasági növekedés felgyorsulásához.

## Foglalkoztatási lehetőségek

Az FDI foglalkoztatás bővülésre gyakorolt hatása elsősorban a tőkebefektetés típusától függ. A működő tőke, a belépés módját tekintve lehet zöldmezős és/vagy barnamezős beruházás, felvásárlás, összeolvadás, illetve idetartozik még a vegyesvállalat létrehozása is. Fő szabályként tehát azt kell eldönteni, hogy új munkahely jön-e létre, avagy egy régi cég kerül új, jelen esetben külföldi tulajdonos kezébe a működőtőke-befektetés révén. Ennek megfelelően a kimenetel háromféle lehet. Akvizíció, összeolvadás és vegyesvállalat megvalósulásakor jobb esetben – ha például a hazai kormány ehhez a feltételhez köti a privatizációs szerződés megkötését – megmarad az eredeti létszám. A pesszimistább forgatókönyv szerint gyakran kerül sor munkahelyek megszüntetésére, ami azonban nem ritkán a hatékony működés elengedhetetlen feltétele. Zöldmezős beruházás esetén értelemszerűen növekszik az új munkahelyek száma. Tambunlertchai [1976] azonban felhívja arra a figyelmet, hogy a működőtőke-beruházások az esetek többségében a tőkeintenzív termelési kapacitások kialakítására irányulnak, ezért új gyár létrehozásakor sem jelentős az FDI munkaerő abszorpciós képessége.

A működő tőke és a bérek viszonyát elemezve Gopintah M. – Chen W. [2003] megerősítették azt a feltételezést, hogy a befogadó ország bérszínvonalát megnöveli a beáramló tőke. Ez viszont megváltoztatja a tőke-munka arányát a befogadó országban, méghozzá a tőkeintenzív vállalatok javára. Gaston N. – Nelson D. [2002] leszögezik, hogy a multinacionális cégek tendenciózan kvalifikáltabb munkaerőt foglalkoztatnak, mint a hazai vállalatok, melynek következményeképpen hozzájárulnak a bérkülönbségek elmélyüléséhez a befogadó országban. Ugyanakkor a szakszervezeteknek és a vállalati kapcsolatoknak nagy szerepe van abban, hogy a multinacionális cégeknek mekkora mozgásteret marad a munkaerőpiac alakításában. Összességében elmondható, hogy a jól képzett, megfelelő érdekvédelmi háttérrel bíró alkalmazottak nyertesei a globalizációs folyamatoknak, míg a képzetlen, szakszervezeti támogatás nélküli munkavállalók számára komoly kockázatot jelent. A munkaerőpiac területén

az állami felelősség tehát a képzés szintjének emelésében és a munkajog, az érdekvédelem megerősítésben érhető tetten. Azt is látnunk kell azonban, hogy éppen az utóbbi két feltétel megléte az, ami a befektetőket elriaszthatja a cég-alapítástól egy adott országban.

## **Fizetési mérleg – nemzetközi kereskedelem**

Az FDI a befogadó ország viszonylatában többféle hatást gyakorolhat a külkereskedelempre és ezáltal a folyó fizetési mérleg egyenlegére. A működőtőkeberuházás lehet kereskedelemhelyettesítő, kereskedelemfejlesztő, kereskedelemkiegészítő(komplementer) jellegű. A kereskedelmi hatás ebből kifolyólag deficitet és szufficitet is eredményezhet a kereskedelmi mérlegben.

A végeredmény megint csak attól függ, hogy milyen típusú tőkebefektetőről van szó. A piacszerző működő tőke beruházások célja a helyi piac igényeinek kielégítése. A multinacionális vállalat terjeszkedésére a horizontális struktúra jellemző. Ez a típus – értelemszerűen – a befogadó ország exportját érintetlenül hagyja. Ha a helyi gyártás révén a befektető eredeti motivációi között a korábbi exporttermékeket sújtó vámok, kvóták megkerülése szerepelt, akkor – a befogadó ország szemszögéből nézve – az FDI import-, vagyis kereskedelemhelyettesítő hatású. Amennyiben azonban a piac liberalizált, akkor a helyi piacra gyártó (tehát nem exportáló) multinacionális céget is jellemezheti az intenzív import tevékenység. Ebben az esetben az FDI eredményeként a befogadó ország kereskedelme – az import révén – fellendül. Az FDI kereskedelmi mérlegre gyakorolt hatása az első esetben pozitív változást, míg a második esetben deficitet eredményez. A kereskedelemfejlesztő hatású FDI közé kell sorolni azokat a piacszerző motivációval betelepült vállalatokat is, melyek nem a helyi, hanem egy olyan regionális piacot céloztak meg, melynek a befogadó ország integráns része, tehát a helyi termelés révén válik a befektető számára elérhetővé.

A termelés kihelyezésének célja azonban gyakran az olcsó nyersanyag és munkaerő révén a termelési költségek csökkentése. Ekkor a multinacionális cégen belül vertikális integráció jön létre. Ez a struktúra kifejezetten kedvező az export tevékenységnek. Ugyanakkor az importra is stimuláló hatással van, hiszen a vertikális felépítmény a nemzetközi vállalatban belüli kereskedelem révén tartható fenn. Az eltérő tevékenységet folytató, különböző országokba telepített divíziók egymást látják el a termelési lánc egyes szakaszainak outputjaival. Az ilyen FDI tehát kereskedelemkiegészítő vagy -fejlesztő jellegű. A kereskedelmi mérlegre gyakorolt hatás pozitív, negatív vagy neutrális lehet, attól függően, hogy az input vagy output oldali tevékenység az intenzívebb, illetve mennyire veszi igénybe a multinacionális cég a helyi beszállítókat.

A működőtőke-beáramlás mindenképpen pozitív változást idéz elő a befogadó ország tőkeforgalmi mérlegében. Később azonban hatása, a helyi befektetési környezet, az egyéb befektetési lehetőségek és a tulajdonosok döntésétől függően különböző lehet. Amennyiben megindul a profitrepatriálás, akkor ez, akár csak a hitelkamatok visszafizetése, csökkentőleg hat a tőkeforgalmi mérleg egyenlegére. Ha azonban a befektetési lehetőségek továbbra is kedvezőek a befogadó országban, akkor az újra befektetett jövedelem újabb FDI-ként kerül elszámolásra, vagyis a képződő jövedelem nagy része, újrabefektetés révén a befogadó országokban maradt. A leányvállalatok osztalékfizetése, a profitrepatriálás mértéke azonban változékonynak bizonyul. Ha a leányvállalati jövedelmezőség csökkenő tendenciát mutatott, akkor jelentősen megnövekedhet a repatriálás aránya. A repatriálási szándékot a befogadó ország pénzügyi válságai is felerősítik.

Ahogy a fentiekből is kitűnik, a működőtőke-beruházások talán egyik legbonyolultabb hatásmechanizmusa éppen a fizetési mérleget érinti. Éppen ezért nagyon nehéz megtalálni a megfelelő állami beavatkozási irányokat. Két terület azonban így is kiemelhető: a hazai beszállítói rendszer erősítése – a későbbiekben tárgyalt előnyei mellett – az import visszaszorulását eredményezheti, valamint a kedvező hazai befektetési környezet, ipari parkok, infrastrukturális beruházások és megfelelő szabályozási rendszer kialakítása révén a profitrepatriálás csökkenését és az újrabefektetés mértékének növekedését jelentheti.

## Beszállítók bevonása

Amint a korábbiakban már utaltunk rá, a multinacionális vállalatok jellemzően a saját globális beszállítói rendszerüket használják, ezt kívánja meg a szinergia és a hatékonyság elérése. Másrészt a magas minőségi követelménynek a hazai beszállítók nem mindig tudnak megfelelni. A befogadó ország gazdasága számára természetesen az lenne kívánatos, ha sikerülne a hazai és külföldi vállalatok között kölcsönös beszállítói rendszert kialakítani, akkor egymás komplementerévé válhatnának, és egyensúly jöhetne létre. Ezt a törekvést a befogadó ország gazdaságpolitikája különböző ösztönzők és támogatások révén motiválhatja.

A beszállítói rendszer kialakítása minden szereplő (külföldi befektető, hazai vállalat, hazai gazdaság) számára nyertes játszmát eredményezhet. A külföldi nyerhet azért, hogy olcsóbban szerzi be a szükséges inputot. (Ugyanakkor a multinacionális vállalatoknak gyakran kell áldozniuk arra, hogy kialakítsák a megfelelő színvonalú háttéripart, mely termelékenységben, és technikailag is képes felvenni a versenyt a nemzetközi porondon.) A helyi cégek nyeresége a nemzetközi termelési hálózatba való integrálódásukon keresztül valósulhat meg. A multinacionális megrendelővel kialakított kapcsolat a tudás, a technika átvé-

telét segítheti elő, ami hozzájárul a hazai cég nemzetközi versenyképességének fejlődéséhez. A befogadó gazdaság számára az aktív beszállítói rendszer a technológiai spillover katalizátora és a külföldi tőke beágyazódásának biztosítója.

Az össznyereség maximalizálása azonban függ a külföldi befektető hajlandóságától, a helyi vállalati, beszállítói hálózat meglévő színvonalától és kapacitásától, valamint a hazai kormányzati intézkedésektől, illetve annak költségétől.

A sikeres állami beavatkozás jó példája az Írországból bevezetett Nemzeti Beszállítói Program, amely hozzájárult a külföldi és hazai vállalatok közötti szorosabb együttműködés megvalósulásához (Görg H. – Ruane F. [2001]). A beszállítói hálózat kialakulása indirekt foglalkoztatási hatást is kiváltott, vagyis a multinacionális cégek megjelenése az ír elektronikai iparban a saját foglalkoztatottain kívül, további munkahelyek megteremtéséhez járult hozzá.

## Versenyképesség, termelékenység

Az FDI piaci versenyerősítő hatása abban nyilvánul meg, hogy a külföldi vállalatok megjelenése mind a tényezőpiacon, mind az árupiacon versenyt generál. A növekvő belföldi verseny csak az életképes hazai vállalatok megmaradását teszi lehetővé, amelyek már a külföldi piacokon is képesek megállni a helyüket. Abban az esetben azonban, ha a hazai piacon nincsenek elég töke-erős és stabil nagyvállalatok, akkor fennáll annak veszélye, hogy a külföldi multinacionális vállalat egyszerűen átveszi a piac irányítását. Ezáltal nem a versenyt, hanem a monopolisztikus – vagy több versenyző multinacionális cég esetén – az oligopolisztikus jellemzőket erősíti fel a külföldi tőke jelenléte. A hazai nagyvállalati szektor célzott fejlesztése tehát a verseny fennmaradásának is egyik feltétele lehet.

Fontos kérdés, hogy van-e a külföldi tőkének a hazai gazdaságra ható húzóereje, vagy duális gazdaság alakul ki, melyben a külföldi cégek csupán szigetként tevékenykednek. A külföldi tőke termelékenységet javító ereje a fentiekben tárgyalt beszállítói rendszer kialakulásával, illetve a tudás, vezetői ismeretek és a technológia elterjedésén keresztül tudja kifejteni hatását.

A technológiai spillover hazai cégekre gyakorolt termelékenység növelő hatása a kisebb külföldi jelenlét és a hazai cégek termelékenységének már meglévő magas színvonala mellett jelentősebb (Dimelis S. – Lourit H. [2002]). A kisebb, vagy nem kizárólagos külföldi tulajdon azért lehet kedvezőbb a spillover vonatkozásában, mert a hazai tulajdonosi részesedés révén nagyobb hazai befolyást, és több kapcsolatot jelent a hazai gazdasággal. Ez a magyarázata annak, hogy a befogadó ország cégei számára könnyebb a tudás, a technológia átvétele a vegyes tulajdonú cégektől, mint a teljesen, vagy nagyobb részben külföldiek kezében lévő vállalatok esetében, amelyeknél jóval nagyobb az elszigetelődés esélye.

## Technológiai spillover

A technológia sokféleképpen bejuthat az országba (pl. licenz megvétele révén), azonban a leggyorsabb, leghatékonyabb módszer az FDI. Ebben az esetben a tudás elterjedése nem korlátozódik magára a műszaki megoldásra, hanem átfogó értelemben a vállalati kultúra, a menedzsment ismeretek átadását is magában foglalja.

A technológia elterjedése kulcskérdés a befogadó ország gazdasági versenyképességének – és amint fentebb már említésre került – az ország gazdasági növekedésének kérdéseiben egyaránt. A magas technológiai színvonalú ágazatokba áramló külföldi tőke mind a befektető, mind a befogadó ország számára előnyösebb, nagyobb növekedést biztosít, mint az alacsony technikai színvonalú ágazatba történő befektetés.

A technológia spillover leginkább azoknál a cégeknél mutatható ki, amelyek eleve magasabb technikai bázissal rendelkeztek. Vagyis a technikai modernizációs hatás nemcsak az átadási hajlandóságtól és a behozott technológiától függ, hanem az ország befogadási-abszorpciós képességétől is. A technológia befogadási képességgel kapcsolatban sokféle vélemény látott napvilágot. Wang és Blomström [1992] hasonlóan Dimelishhez hangsúlyozza, hogy a befogadó és a befektető országok közötti technikai színvonal legyen minél kisebb, ugyanakkor a verseny intenzitását is beemeli az elterjedést magyarázó változók közé. Vagyis minél kisebb a két ország közötti technikai szakadék és minél nagyobb a verseny intenzitása, annál nagyobb mértékű lesz az új technológia elterjedése. T. Perez [1997] a verseny egyértelműen pozitív szerepéről azonban nincs meggyőződve. Véleménye szerint a kevésbé fejlett, kisebb hazai vállalatokat teljesen kiszoríthatja a piacról a gyorsan terjedő külföldi jelenlét, csak a fejlettebb technológiát képviselő hazai cégek képesek semlegesíteni a külföldi cégek által generált verseny következményeit. Perez a technológia elterjedésének és befogadásának ezért két feltételt szab. Egyrészt legyen minél kisebb a technológiai különbség a külföldi és hazai cégek között, hogy a hazai cégek könnyebben ériék utol a külföldieket. Másrészt jobb, ha lassabb az FDI elterjedésének üteme, hiszen annál több ideje marad a hazai cégeknek a felzárkózásra. Mivel az FDI technológiai színvonalra gyakorolt hatása nem automatikus, ezért a befogadó ország gazdaságpolitikájának fel kell hagynia a kényelmes „laissez-faire” megközelítéssel, és konkrét intézkedésekkel kell terelnie a külföldi és hazai cégeket a technikai együttműködés és a K+F-be történő befektetések irányába.

Ha nem sikerül a hazai gazdaságnak befogadnia a külföldiek által behozott technikát, duális gazdaság alakulhat ki, melyben egy kis, fejlett, külföldi tulajdonban lévő vállalatcsoport állítja elő a gazdasági növekedés, és a külfölddel való kereskedelem orozslánrészét, míg a hazai gazdaság tőkehiánnyal, ezáltal növekedésre való képtelenséggel és a versenyben való lemaradással küzd. A



negatív hatást az is felerősíti, ha a külföldi eleve régebbi, már elavult technikát hoz be az országba, illetve ha az tőkeintenzív. Ez utóbbi esetben a hazai cégek – tőke hiányában – eleve nem képesek annak befogadására.

## Környezet

A környezetszennyezés költségei olyan negatív externáliák, melyeket az adott ország adófizetőinek kell finanszírozniuk. A költségek vállalati szintű internalizálása védheti meg az országokat a környezeti károktól, illetve a plusz terhektől.

Az FDI környezetre gyakorolt hatását a szakirodalom három – korábban már vizsgált – hatásmechanizmusán keresztül elemzi: a befogadó ország gazdasági teljesítményének, termelési és fogyasztási szerkezetének valamint a technológiai fejlődésének változásaiból fakadó pozitív, illetve negatív externáliákra mutat rá.

Amennyiben a külföldi működő tőke beruházás a gazdasági növekedés motorjává válik, a növekvő gazdasági aktivitás több nyersanyag- és energiafelhasználást, valamint több hulladék képződését, nagyobb szennyezést von maga után. Ebből kifolyólag a környezetre gyakorolt hatás általában negatív. A környezeti károk a fejlődés első szakaszában nagyobbak, majd folyamatosan csökkenni kezdenek a fejlettség magasabb fokán (Dasgupta [1995]). A technológiai fejlődés és annak elterjedése ugyanis pozitív hatással lehet a környezetre abban az esetben, ha az alkalmazott technikák a környezetszennyezés csökkentését célozzák meg. (OECD [2001]). Ha sikerül a hazai cégek körében is elterjeszteni az új, környezetkímélő, hatékony megoldásokat, akkor a pozitív hatás forrása nem korlátozódik a külföldi tulajdonú vállalatokra.

Az FDI a kezdeti időszakban a kitermelő ágazatokba irányult. A külföldi befektető gyakorta az alapján választott telephelyet, hogy hol talált kevésbé szigorú környezetvédelmi előírásokat, ezáltal jelentős környezeti károkat okozva a befogadó országnak (különösen a fejlődő térségben). A '90-es években azonban döntően a feldolgozó ágazat, a XXI. század elején pedig a szolgáltató ágazat vált dominánssá a külföldi befektetésekben. A külföldi befektetések hatására megváltozott az országok termelési szerkezete. A környezetszennyező tevékenységek háttérbe szorultak, és az ország GDP-jének egyre növekvő százalékát a környezetsemleges szolgáltató ágazat állítja elő. (UNCTAD WIR [2004]). Az FDI strukturális változásokat generáló hatása tehát a környezetre vonatkozóan pozitív következményekkel jár.

## **A külföldi működő tőke hatásainak empirikus bizonyítékai Kelet–Közép Európában és Magyarországon**

A hatások elemzésekor nemcsak az a kérdés, hogy az állami szerepvállalás hogyan tudja elősegíteni a pozitív változások kialakulását, hanem egyáltalán van-e empirikus bizonyíték a működő tőke beruházásokkal kapcsolatos várakozások beteljesülésére.

### **Növekedésre és kereskedelemre gyakorolt hatás**

A '90-es évtized időszakában a kelet-közép- európai térségben, bár különböző mértékben, de a térség összes országa növelte részesedését a világgazdaságban. Érdekes módon az FDI teljesítményjavulásban betöltött szerepe elhanyagolhatónak bizonyult a hazai beruházások nagysága és a protekcionizmus leépítésének jelentősége mellett (Cernat–Vranceanu [2002]). Fontos leszögezünk, hogy az FDI GDP-re gyakorolt hatása nem azonnali. Az egyidejű vizsgálat olyan országok esetében reális, ahol a működő tőke beáramlás egyenletesnek mondható (például a fejlett országokban vagy hazánkban). Kelet- Közép -Európa országai-ban különböző időpontban és intenzitással jelent meg a külföldi befektetés. Egy ilyen országcsoport esetében az egységes és egyidejű kezelés nem vezethet megnyugtató eredményre. A késleltetett hatáshoz hozzájárult az a tény is, hogy Kelet-Közép- Európába a külföldi befektető nemcsak egyszerűen tőkét hozott, hanem a piacgazdaság alapjait is meg kellett teremtenie. Az FDI ugyanakkor fontos szerepet játszott a térség világgazdasági integrációjában, de szerkezeti koncentráltága révén túl sebezhetővé tette az országok külkereskedelmét. ( Éltes [1999])

### **Versenyképességre – termelékenységre gyakorolt hatás**

Az empirikus elemzések többsége két kérdést tett fel a térség vállalatainak vizsgálatakor:

- A külföldi tulajdonú cégek magasabb termelékenységgel működnek-e a hazai vállalatoknál?
- A külföldi cégek gyakoroltak-e hatást a belföldi cégek termelékenységére?

Az első kérdésre Lengyelországban, Csehországban és Magyarországon adott pozitív választ a kutatás, ami viszont a második kérdést illeti, már nem egyöntetűen bizonyítható a pozitív spillover jelenléte. Például Bulgária és Románia esetében a hatás kifejezetten negatív. Vagyis nem növekedett a hazai cégek

versenyképessége a működő tőke beáramlás következményeként (Konings J. [2001], Borell R. és Holland D. [2000]). Litvániában viszont Javorcik [2004] tanulmánya szerint nőtt a termelékenység az FDI hatására, mely a fejlett beszállítói rendszernek köszönhető. Az FDI-nak lehet tehát versenyképességet növelő hatása, azonban ez nem automatikus. Sok mindentől függhet a pozitív változás, így például a befogadó ország humántőkéjének színvonalától, a verseny intenzitásától, a vegyesvállalatok arányától, a beszállítói rendszer fejlettségétől (lásd korábban Dimelis [2005], Dimelis–Lourit [2002]).

## **Foglalkoztatásra gyakorolt hatás**

A '90-es években legsikeresebbnek Magyarország és Észtország bizonyult a munkahelyek megőrzése és teremtése terén. Ennek oka a két ország hasonló privatizációs módszerében rejlik, mely az állami direkt eladás révén szabad utat nyitott a külföldi befektetők előtt, de lehetővé vált az is, hogy a privatizációs szerződésekben rögzítsék a munkahelyek megőrzésének követelményét. Ezen túlmenően Magyarország fejlett foglalkoztatási szerkezete, mely a befektető országokkal mutatott hasonlóságot, a térségben egyedülként tette lehetővé, hogy Magyarország befogadja és integrálja a külföldi tőkét. Elmondható ugyanakkor, hogy *az FDI inkább kiegészítő, mint helyettesítő szerepet játszott a hazai munkahelyek generálásában*, vagyis csak hozzájárult a foglalkoztatás bővüléséhez, de önmagában nem bizonyult elegendőnek a munkahely-teremtéshez. (Mickiewicz et al. [2000]). Minél nagyobb egy ország egy főre jutó FDI állománya, annál szélesebb ágazati kört érint a beáramló működőtőke, mely kihat a foglalkoztatási szerkezet alakulására. Az FDI ágazati sokszínűsége azt a lehetőséget is magában hordozza, hogy a tudás elterjedése a gazdaság nagyobb részében érezteti hatását. Ezért a befogadó országok számára az ágazati diverzifikáció nagyobb gazdasági előnyt eredményez. A mindenkori gazdaságpolitikának tehát ösztönöznie kell a befektetőket arra, hogy a gazdaság minél több ágazatában alapítsanak vállalatot.

## **Kapcsolatok kialakítása a befogadó országgal: beszállítók és technológiai spillover**

Vitatható az az általános szakmai és politikai megközelítés, mely a térségbe áramló FDI-nak kizárólag a pozitív hatását és az átalakulásban játszott elengedhetetlen szerepét hangsúlyozza (P. Pavlinek [2004]). A hatás legalábbis nem kiegyensúlyozott sem ágazati, sem térbeli vonatkozásában. Lengyelország, Magyarország, Csehország és Szlovákia esetében a működő tőke a térség min-

den országában a fővárosban, illetve a vidéki nagyvárosokban koncentrálódik, ami tovább mélyítette az amúgy is meglévő regionális különbségeket. Az FDI ágazati koncentrálódása, mely Csehországban és Szlovákiában az autópár kiemelt szerepében mutatkozik meg, kiszolgáltatottá teszi ezen országok gazdaságát akár egyetlen cég döntésétől is. *A külföldi cégek helyi, regionális beágyazódása a hazai gazdaságba nem történt meg. Ez nemcsak a hazai gazdaság technikai felzárkózását korlátozza, hanem rendkívül egyszerűvé teszi a külföldi tőke kivonását és alacsonyabb költségű országokba való telepítését.* A külföldi cégeknek nyújtott állami támogatások részint nem térülnek meg, másrészt viszont a hazai cégeket hozta versenyhátrányos helyzetbe. B. S. Javorcik [2004] a fentiekkel ellentétben a backward hatás pozitív szerepére hívja fel a figyelmet Litvániában. Empirikus felmérése alapján bizonyítja, hogy az FDI-nak meghatározó szerepe volt a termelékenység javulásában, és ezt a pozitív eredményt a beszállítói rendszer kiépítésének köszönhetően érte el. A hatás a kisebb külföldi részesedés esetében erőteljesebb, mint a teljesen külföldi tulajdonban lévő vállalatoknál. Ez a megállapítás Dimelis és Lorit [2002] tanulmányával azonos eredményt tükröz. Az okok is hasonlóak.

Mannik et al. [2004] a tudás és a technológia elterjedésének lehetőségét elemezték 5 kelet-közép - európai országban: Észtországban, Magyarországon, Lengyelországban, Szlovákiában és Szlovéniában. Megközelítésükben a technológiai spillover-t a leányvállalat és a helyi cégek között kialakuló együttműködés közvetítheti, mely a leányvállalati stratégia függvénye. Az empirikus elemzések azt mutatják, hogy minél nagyobb a leányvállalat önállósága, annál kisebb az együttműködési készsége a helyi vállalatokkal. (Birkinshaw et al. [1995]) A kutatás eredményeként bebizonyosodott, hogy *a térség fejlettebb régióiban és iparágaiban nem számottevő a technikai spillover.* Ez a megállapítás összecseng Campos-Kinoshita [2002] tanulmányával, melyben a GDP növekedését függetlenítik a technológiai spillovertől a térségben. Az ő megállapításuk szerint sem volt jelentős ez a hatás.

Magyarország – méreteihez viszonyítva – igen sok működő tőkét vonzott, mely az ország gazdasági sikereihez jelentősen hozzájárult (Ichiro Iwasaki [2004]). Magyarországon több pozitív következmény sorolható fel, mint a térség többi országában. A piacgazdaság kialakulásában játszott szerepe mellett a külföldi tőke egyértelműen hozzájárult a GDP és a külkereskedelmi potenciál növekedéséhez, az ipar és az export-import szerkezeti modernizációjához. Az FDI és a GDP között 86%-os a korreláció, a privatizációtól megtisztított FDI és GDP viszonya pedig 94%-os magyarázó erővel bírt. (Kádár – Markovszky [2002] ) Az FDI tehát pozitívan hatott a növekedésre. Sass szerint az FDI hatása a GDP növekedésére pozitív és szignifikáns ugyan, de a működő tőke magyar vállalati körre gyakorolt befolyása összességében gyenge. A feldolgozóipar versenyképessége csak a külföldi vállalatok kapcsán nőtt. A spillover

mértéke szektoronként eltérő, de sehol sem jelentős. Nincsenek FDI-hoz kötődő, és a hazai cégek hatékonyságát növelő externáliák. Dualitás alakult ki a magyar gazdaságban, a külföldi cégek jobbak a hazainál, kevés a hazai vállalati szektorral kialakított kapcsolatuk. A külföldi tulajdonú vállalatoknál rendre magasabb a termelékenység, mint a hazai vállalatoknál. A legjobb termelékenység növekedést az 50% alatti külföldi részesedésű vállalatok produkálták. (Szekeres [2001]). J. Sgard [2001] hasonló megállapításokra jutott az 1992–1999 közötti periódus magyarországi termelékenységnövekedését elemezve. A tanulmány legfontosabb konklúziója, hogy a külföldi tulajdonú cégek sokkal termelékenyebbek a hazaiaknál, valamint az FDI alapvetően pozitív hatást gyakorolt a hazai gazdaság termelékenységére.

A feldolgozóipari nagyvállalati körben 1995–2006 között készült vizsgálat eredményeképpen megállapítható, hogy a külföldi tulajdon egyes cégre és az alágazat egészének teljesítményére gyakorolt hatása (spillover hatás) a vizsgált periódusban folyamatosan erősödött. Egy vállalat jegyzett tőkéjében a külföldi tulajdon emelkedése a vállalat árbevételében évről-évre nagyobb növekedést generált. (Katona [2010])

A külföldi vállalatok külkereskedelmi intenzitása nagyobb a hazaiaknál, ami nemcsak az export- hanem az importintenzitás terén is megmutatkozik. A külkereskedelmi szerkezet változása növekvő koncentrációval járt együtt Magyarországon. A külföldi cégek a csúcstechnológiai ágazatokban fölényben voltak már kezdetektől a hazaiakhoz képest. A hazai cégek hátránya a '90-es évek végére csökkent. A külföldi vállalatok részesedése a külkereskedelemből a legjelentősebb a high-tech termékeknél.

A külföldiek által megcélzott hazai vállalatok bérszínvonala már a tulajdonosváltást megelőzően is átlagosan 9%-kal magasabb volt az átlagosnál. Az átvételt követően ez a bérprémium jelentősen lecsökken, hosszú távon pedig nagysága alig haladja meg az átvételt megelőző bérszintet. A bérprémium alakja tehát U alakot vett fel. Ugyanezt az U alakot követi a cég termelékenysége is. Mindez azt igazolja, hogy *a magasabb bér fizetése nem tulajdonosfüggő, hanem az adott cég egyéb tulajdonságaival hozható összefüggésbe*. Vagyis azért magasabbak a bérek egy cégnél, mert nagyobb a cég termelékenysége, nyereségsége és a kvalifikált munkások aránya. És pontosan ezek azok az indokok, amiért egy külföldi befektető beruházási lehetőséget lát egy vállalatban. (Csengődi S. et al. [2003]) A külföldiek – és a hazai vállalatok – által kínált munkahelyek az iparosodott, nagy urbanizáltsággal jellemezhető, magas foglalkoztatási színvonalú térségekben koncentrálódnak. Ezáltal a régiók közötti termelékenységi, fejlettségbeli különbségek még jobban elmélyülnek (Fazekas [2003]).

## Összegzés

A külföldi működőtőke-beruházás okainak és hatásainak elméleti és empirikus kutatásai egy kérdésben teljesen egyöntetűek: sem a motivációk, sem pedig a hatások kialakulása nem automatikus. A külföldi tőkét befogadó ország gazdasági, technikai színvonala, politikai, jogi stabilitása alapvetően kihatnak a várt pozitív eredményekre. Ebből következően a gazdaságpolitika, az állami szerepvállalás nem elhanyagolható jelentőséggel bír a tőkepiaci versenyképesség megőrzésében.

A kelet-közép-európai térség és Magyarország vonatkozásában kiemelt fontosságot kell tulajdonítanunk a humántőke színvonalának, mely mind a befektetési döntéseket, mind pedig a spilloverhatás kialakulását hosszú távon befolyásolja.

### Irodalomjegyzék

- ALIBER, R. Z.: The multinational Enterprise in a Multiple Currency World. In DUNNING, J. H. (ed.): *The Multinational Enterprise*. London: Allen&Unwin, 1971.
- ANTALÓCZY, K.: Működőtőke-befektetések és befektetés-ösztönzés Magyarországon. In BOTOS, K. (szerk.): *Pénzügypolitika az ezredfordulón*. Szeged: JATEPress, 2003.
- ANTALÓCZY, K. – SASS, M.: Működőtőke-áramlások, befektetői motivációk és befektetés-ösztönzés a világ gazdaságban és Magyarországon. (Foreign direct investment, investors' motivation and incentives in the world and in Hungary). *Közgazdasági Szemle*, XLVII., 2000. május, 473–496.
- BARRELL, R.– HOLLAND, D.: Foreign direct investment and enterprise restructuring in Central Europe. *Economics of Transition*, Volume 8 (2) 2000. 477–504.
- BARROS, P. P. – CABRAL, L.: Competing for Foreign Direct Investment – Blackwell Publishers Ltd. *Review of International Economics*, 8 (2) 2000. 360–371.
- BÉNASSY-QUÉRÉ, A. – FONTAGNÉ L. – LAHRÉCHE-REUIL A. : Tax Competition and Foreign Direct Investment. CEPII, *Working Paper*, No. 2003. 17.
- BEYER, J.: „Please invest in our country” – how successful were the tax incentives for foreign investment in transition countries? *Communist and Post-Communist Studies*, Volume 35, Issue 2, 2002. 191–211.
- BIRKINSHAW, J. – MORRISON, A.: Configurations of Strategy and Structure in Multinational Subsidiaries. *Journal of International Business Studies*, Vol. 26/4, 1995. 729–794.

- BORENSZTEING, E. – DE GREGORIO, J. – LEE, J. W.: How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth? NBER *Working Paper*, No. 5057, 1995.
- CARTENSEN, K. – TOUBAL, F.: Foreign Direct Investment in Central and Eastern European Countries: A Dynamic Panel Analysis – Kiel. *Working Paper*,s No. 1143, January 2003.
- CERNAT, L. – VRANCEANU, R.: *Globalisation and Development: New Evidence from Central and Eastern Europe*. Comparative Economic Studies, XLIV, No. 4, Winter 2002. 119–136.
- CHOE, J. I.: Do Foreign Direct Investment and Gross Domestic Investment Promote Economic Growth? *Review of Development Economics*, 7 (1), 2003. 44–57.
- CROWLEY, P. – LEE, J.: Exchange rate volatility and foreign investment: International Evidence. *The International Trade Journal*, Volume XVII, No. 3, 2003.
- CSÁKI, GY. – SZALAVETZ, A.: A működőtőke – vonzási képesség mint a versenyképesség mércéje. *Közgazdaság*, XLVIII., 2004. március.
- CSENGÓDI, S. – JUNGnickel, R. – URBAN, D.: Foreign Takeovers and Wages in Hungary. Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv, *Flowenla Discussion Paper*, 3, 2003.
- DASGUPTA et al.: *Environmental Regulation and Development: A Cross-Country Empirical Analysis*. Washington, DC: World Bank, 1995.
- DEUTSCHEBUNDESBANK: *The role of FDI in emerging market economies compared to other forms of financing: Past developments and implications for financial stability*. International Relations Department J2. 2003.
- DIMELIS, S. P.: Spillovers from Foreign Direct Investment and Firm Growth: Technological, Financial and Market Structure Effects. *International Journal of the Economics of Business*, vol. 12, No. 1, February 2005, 85–104.
- DIMELIS, S. – LOURIT, H.: Foreign ownership and production efficiency: a quantile regression analysis. *Oxford University Press, Oxford Economic Papers*, 54, 2002. 449–469.
- DRIFFIELD, N. – HUGHES, D.: Foreign and domestic investment: regional development or crowding out? *Carfax publishing, regional studies*, vol. 37, 3, 2003. 277–288.
- DUNNING, J. H.: The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extension. *Journal of International Business Studies*, vol. 19, 1988. 1–31.
- EDMISTON, K. – MUDD, S. – VALEV, N.: Tax Structures and FDI: The Deterrent Effects of Complexity and Uncertainty. *Institute for Fiscal Studies*, vol. 24, no.3, 2003. 341–359.
- ÉLTETŐ, A. – SASS, M.: A külföldi befektetők döntéseit és a vállalati működés befolyásoló tényező Magyarországon az exporttevékenység tükrében. *Közgazdasági Szemle*, XLIV., 1997. június, 531–546.

- FAHY, J.– SHIPLEY, D. – EGAN, C. – NEALE, B.: Motives and experience of international joint venture partners in Hungary. *Journal of Business & Industrial Marketing*, Vol. 13, No. 2, 1998. 155–165.
- GASTON, N. – NELSON, D.: Integration, foreign direct investment and labour markets: microeconomic perspectives. *The Manchester School*, Vol. 70, No. 3, 2002. 420–459.
- GOPINATH, M. – CHEN, W.: Foreign direct investment and wages: a cross-country analysis. *The Journal of International Trade & Economic Development*, 12:3, 2003. 285–309.
- GÖRG, H. – RUANE, F.: Multinational Companies and Linkages: Panel-Data Evidence for the Irish Electronics Sector. *International Journal of the Economic of Business*, Vol. 8, No. 1, 2001. 1–18.
- GROPP, R. – KOSTIAL, K.: The Disappearing Tax Base: Is Foreign Direct Investment (FDI) Eroding Corporate Income Taxes? *IMF Working Paper*, 00/173, 2000.
- HERMES, N.– LENSINK, R.: Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth. Frank Cass. *The Journal of Development Studies*, Vol. 40. No. 1, October 2003. 142–163.
- HYMER: *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1976.
- IWASAKI, I.: Foreign Direct Investment and Corporate Restructuring in Hungary. *Hitotsubashi Journal of Economics* Vol. 45, No. 2. 2004.
- MALLYA, T. J. S. – KUKULKA, Z.– JENSEN, C.: The Political – Economy of Foreign Direct Investment Incentives in Transition. *CEES Working Paper*, No. 46, December 2002.
- JAVORCIK, B. S.: Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers Through Backward Linkages. *The American Economic Review*, June 2004.
- KÁDÁR, Z. – MARKOVSZKY, SZ.: Külföldi működőtőke-beáramlás Magyarországon. *EU Working Papers*, 2002/4.
- KATONA, K.: Have any Positive Economic Effect of FDI on Hungarian Industry? The 4.th Annual International City-Break Conference: Business and Society in a Global Economy, 20–23 December 2010 in Athens-Greece. 2010.
- KATONA, K.: A külföldi tőkebefektetések okainak változása Kelet-Közép-Európában. *Pénzügyi Szemle*, 2010/III, 22.
- KONINGS, J.: The effects of foreign direct investment on domestic firms, Evidence from firm-level panel data in emerging economies. *Economics of Transition*, Vol. 9, (3) 2001. 619–633.
- LALL, S. – STREETEN, P.: *Foreign Investment, Transnationals and Developing Countries*. London: Macmillan, 1977.



- LANKES, H. P. – VENABLES, A. J.: 'Foreign direct investment in economic transition: the changing pattern of investments'. *The Economics of Transition*, vol. 4, no. 2. 1996.
- LEHMANN, A.: Foreign Direct Investment in Emerging Markets: Income, Repatriations and Financial Vulnerabilities. *IMF Working Paper*, 02/47. 2002.
- MÄNNIK, K. – HANNULA, H. – VARBLANE, U.: *Country, industry and firm size effects on foreign subsidiary strategy. An example of five CEE countries*. Tartu University Press, 2004. Order No. 335.
- MEYER, K.: 'Direct Foreign Investment in Eastern Europe. The Role of Labour Costs'. *Comparative Economic Studies*, vol. 37, no. 4, 1995. 69–88.
- MICKIEWICZ, T. – RADOSEVIC, S. – VARBLANE, U.: The Value of Diversity: Foreign Direct Investment and Employment in Central Europe During Economic Recovery. *Working Paper*, 05/00. 2000,
- MOOSA, I. A.: *Foreign Direct Investment: Theory. Evidence and Practice*. London: Palgrave, 2005. 311.
- NICOLETTI, G. – GOLUBS, S. – HAJKOVA, D. – MIRZA, D. – YOO, K. Y.: The influence of policies on trade and foreign direct investment. *OECD Economic Studies*, No. 36, 2003/1.
- PALIWODA, S. J.: *Investing in Eastern Europe: capitalizing on emerging markets*. Wokingham: Addison-Wesley, 1995.
- PAVLÍNEK, P.: Regional development implications of foreign direct investment in central Europe. *European Urban and Regional Studies*, 11 (1) 2004. 47–70.
- PEREZ, T.: Multinational Enterprises and Technological Spillovers: An Evolutionary Model. *Journal of Evolutionary Economics*, 7 (2) June, 1997. 169–192.
- RAMCHARRAN, H.: Foreign Direct Investments in Central and Eastern Europe: An Analysis of Regulatory and Country Risk Factors 2000. *Economic Review*, vol. 156, 2000. 104–124.
- TAMBUNLERTCHAI, S.: *Foreign Direct Investment in Thailand's Manufacturing Industries*. Ph.D. Dissertation, Duke University, North Carolina, 1976.
- TÜSELMANN, H. J.: German direct foreign investment in Eastern and Central Europe: relocation of German industry? *European Business Review*, Vol. 99, Num. 6, 1999. 359–367.
- VERNON, R.: International Investment and International Trade in the Product Cycle. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 80, 1996. 190–207.
- WANG, J. Y. – BLOMSTROM, M.: Foreign Investment and Technology Transfer: A Simple Model. *European Economic Review*, vol. 36, 1992. 137–155.
- YANG, J. Y. Y. – GROENEWOLD, N. – TCHA, M.: The Determinants of Foreign Direct Investment in Australia. *Economic Record*, vol. 76, 2000. 45–54.

# AZ ÁLLAM SZEREPE A HUMÁNTŐKE-POTENCIÁL NÖVELÉSÉBEN ÉS A KUTATÁS-FEJLESZTÉS BEN AZ EURÓPAI UNIÓBAN

KŐRÖSI ISTVÁN  
egyetemi docens (PPKE JÁK)

## Összefoglalás

Korunk világgazdasági folyamatai 4 alapvető dimenzióban zajlanak. Ezek: 1. a globalizáció, 2. az integráció, 3. a regionalizmus-szubregionalizmus felértékelődése, 4. az állam szerepének (benne különösen gazdasági szerepvállalásának) gyökeres átalakulása, átalakítása. Felértékelődik az aktív alkalmazkodás és annak minősége, eredményessége, a versenyképesség feltételrendszerének javítása. Jelenleg mind az állam, mind a piac működésében alapvető torzulások, deficitiek mutatkoznak, amelyek megszüntetéséhez tényleges szerkezeti reformokra van szükség. A gazdasági fejlődés meghatározó tényezői közül napjainkban egyre növekvő mértékben értékelődik fel a humán tőke, az oktatás-képzés, szakképzés és különösen a kutatás-fejlesztés és innováció szerepe. Leginkább a tudomány és a tudományos eredményeket alkalmazó K+F szerepe nőtt meg, előbb az iparban, majd a szolgáltató rendszerek kiépítésében és fejlesztésében.

Mindezen területek fejlesztésében az államnak, a közoktatásnak, a tudománypolitikának, a K+F állami ösztönzésének és az innováció előmozdításának döntő szerepe van. Az állam gazdasági szerepvállalásának megerősítése elengedhetetlen a XXI. századi világgazdasági versenyben döntő szerepet játszó emberi erőforrás állomány megfelelő minőségének és szerkezetének kialakításához. A humántőke- és a kutatás-fejlesztési potenciál növeléséhez a sokszoros deficitiek kiküszöbölésére, hosszú távú fejlesztési stratégiára, hiteles gazdaságpolitikára, a strukturális egyensúlyhiányok mérséklésére és a felzárkózási esélyeket megvalósító átfogó oktatás-képzésre és munkahelyteremtésre van (lenne) égető szükség.

A K+F kiadások növelése és a K+F emberi erőforrásainak biztosítása szükséges, de távolról sem elégséges. A K+F kiadások felhasználásának javítása és eredményeinek gyorsabb bevezetése elengedhetetlen az új EU-12-ekben (is). Az

új EU-12-ek lemaradása elsősorban éppen az innovációk bevezetésének lassúságában van. A beruházási klíma javításának, a gazdaságpolitika kiszámíthatóságának és konzisztenciájának megteremtésének döntő szerepe van

az új EU-12-ek, köztük Magyarország felzárkózásában. Egyre nagyobb hangsúlyt kell helyezni az új technológiák társadalmi hatásaira, illetve elfogadottságára. Az Európa 2020 stratégia megvalósítása szempontjából a modernizáció fő tényezőinek tekintendők: 1. a fejlett technológiák átvétele és alkalmazása, 2. a globális innovációs folyamatokba történő bekapcsolódás, 3. fejlesztési források biztosítása, 4. a tőkepiacok fejlettsége és működése, 5. dinamikus felvevő piacok biztosítása. 6. jól képzett és megfelelően motivált munkaerő. Az oktatás, a tudományos kutatás és fejlesztés, az innováció szerves láncolatának megteremtése, a sajátos nemzeti természeti, telephelyi adottságokat figyelembe vevő, azokra tudatosan építő, markáns oktatás- és tudománypolitika az emberi erőforrás fejlesztésének legfőbb záloga.

## **Az állam gazdasági szerepének változásai – a válság után**

Jelenleg, a 2008-2010-es válság után a gazdaság mint rendszer működése van krízisben, de emellett, ezzel elválaszthatatlan összefüggésben, nemzetközi szintű társadalmi, politikai, intézményi, szabályozási, eszközrendszeri válságról van szó, amelyből kilábalni csak komplex, konzisztens stratégiával lehetséges. Sokan kiemelik, és én is azt szeretném hangsúlyozni, hogy alapvető értékrendi és erkölcsi megújulás bázisán lehet csak a fejlődés új útját megteremteni.

Az állam szerepének sikeressége jó gazdaságpolitikát igényel. Az állam szerepe felértékelődik a fejlődési út megválasztásában, a technológiai előretörés ösztönzésében, a világgazdasági kapcsolatrendszerbe való bekapcsolódás kiépítésében, a globális és regionális folyamatokra történő megfelelő reagálásban és azok befolyásolásában. A gazdaságpolitika megválasztásának szerepe felértékelődik nemcsak a válságkezelésben, de a XXI. század feltételrendszeréire való adekvát reagálásban is. Bebizonyosodott, hogy az állam nem lehet sem éjjeliőr, sem dirigista, és nem elég a tűzoltó szerep, sőt ezeket el kell kerülni. Az államnak a fejlesztésre és a fejlődést generáló szerepre kell koncentrálnia.

A XXI. század elején Európának kettős kihívással kell szembenéznie: 1. az USA technológiai, pénzügyi, politikai, stratégiai fölényével és 2. a harmadik világ növekvő versenyével, a standard termékek terén, sőt a technológiai közép- és felső mezőnyben (különösen Kína, India, a kis tigrisek rohamos előretörésével). Európának sajátos értékei és érdekei alapján kell választ találnia a szociális piacgazdaság megújításának, alapvető átalakításának kérdéseire. A döntő feladat, miként lehet összeegyeztetni a fejlődés és a pénzügyi egyensúly

hiányok csökkentésének a szempontjait az újraelosztási rendszerek szükséges reformjával. (Botos K. [2005])

Az európai integráció elmúlt több mint 50 éve is bizonyítja, a XXI. században pedig méginkább nyilvánvaló, hogy 1. az egészségügy, 2. az oktatás, tudomány, kutatás-fejlesztési és innovációs szféra, 3. az infrastruktúra, 4. a környezetgazdálkodás meghatározóvá vált a komplex, fenntartható fejlődés biztosításában, a jólét növelésében és a világgazdasági versenyképesség javításában. Az említett területeken az állam szerepvállalásának fontossága nemhogy csökkenne, hanem megnő. Ez azt bizonyítja, hogy megnő a gazdasági struktúra optimalizálásának fontossága, amelynek nem a piac vagy az állam, hanem az állam és a piac ésszerű kapcsolatrendszerére kell épülnie. „Annyi teret a piacnak, amennyit csak lehetséges, és annyi szerepet az államnak, ami a piac zavartalan működéséhez szükséges” (Müller – Armack). A közjavak iránti kereslet növekvő ; a közoktatástól, az egészséges ivóvíz-ellátáson át a gyors és ésszerű ügyintézésig.

## **A fejlesztő, fejlődést generáló állam – az innováció és a humán ökológia**

A fejlesztő állam irányvonalát összefoglalva, pontosítva ezt leginkább a fenntartható, minőségi fejlesztést és fejlődést ösztönző államként határozhatjuk meg. A fejlődés minőségi jellege azt jelenti, hogy a fejlődés minőségileg kedvező struktúrában menjen végbe.

Ennek két fontos dimenziója van:

- Olyan struktúra szükséges, amelyben felértékelődik a nemzeti, iparági vagy vállalati teljesítmény a világpiacon (ezt jelzi a cserearányok hosszabb távú javulása és a világexportban való részesedés tartós növekedése). A termelésben megalapozott rentabilitásra, az értékesítésben dinamikus piacokra van szükség (saját szempontból nézve). Stagnáló piacokon is előre lehet törni a versenytársak kiszorításával történő térnyeréssel, de ezt sokkal nehezebb elérni és fenntartani, mint a dinamikus piaci szegmensekben saját innovációval lépni előre.
- A fejlődés minősége másrészt jelzi azt, hogy az eredményt az erőforrásokkal való takarékosabb, ésszerű gazdálkodás mellett érik el. Ugyanakkora nyereséget eredményező energia-megtakarítás technológiai fejlesztés révén sokkal előnyösebb, mint ugyanakkora többletenergia előállítás. Ráadásul hosszú távon rentábilisabb is, csökkenti a sebezhetőséget, impulzust ad a műszaki fejlődésnek és javítja a külkereskedelmi mérleget. Pozitív az életminőségre gyakorolt hatása is. Nagyobb hozzáadott értéket, jobb struktúrában, környezetbarát eljárásokban csak jobb minőségű munkaerő, értékesebb humán erőforrás teremthet.

A jövő útja – legalábbis a fejlett országokban – nem az anyagi termelés és az anyagi javak fogyasztásának növelése, hanem az életminőség javítása (élhető környezet, fontos szolgáltatások elérhetősége, jó közlekedés és infrastruktúra). Ezért nemcsak nem mindegy, hogy a GDP-t milyen struktúrában termeljük meg, hanem életfontosságú az a tény, hogy fejlettebb struktúrában több hozzáadott érték termelhető, magasabb termelékenység érhető el. Kiemelkedő az innovatív termelékenység-növekedés, amely a know-how révén biztosítható. Nem elegendő tehát több tőkét befektetni a termelésbe, hanem azt a technológiai fejlesztésre, a humán erőforrás minőségének javítására kell koncentrálni. Ezenkívül az intézmények működésének, az irányítás és vezetés színvonalának emelésére van (lenne) égető szükség makro- és mikroszinten egyaránt.

A válságból való kilábalásban és a jövő fejlesztési pályájának megalapozásában világosan meghatározható néhány kulcsterület. A XXI. században továbbra is egyre nélkülözhetetlenebb az egészségügy, az oktatás, a tudomány, a K+F, az innováció szerepe, a közművek működtetése, a kultúra szerepe és támogatásának fontossága. A vízgazdálkodás sehol nem működik piaci alapon. Piaci alapon ugyancsak nem működnének a német és a francia vasutak, de az EU-beli vasúttársaságok többsége sem (ugyanakkor világosan látszanak a privatizált brit vasutak drasztikus minőségi romlásának problémái). Németországban a koncesszióban épített autópályákat az állam tartja karban. Az állam kötelezettségeit az elvárások nagyban befolyásolják, a közjó érvényesítését és szolgálatát várják el tőle. A legitimáció alapja a minél erősebb érték- és érdekszövetség a társadalomban és a gazdaságban. Az állami szabályozásnak a piac jó működésében, a tisztességes versenyfeltételek biztosításában fontos szerepe van, de ezen túl a közösségi bevételek megfelelő allokációja a fejlesztési politika döntő tényezője, a redistribúció pedig a társadalmi jövedelemelosztás megvalósítója.

A minőségi fejlődés érdekében az államnak a humánökológiai szempontra kellene érdemben építenie: a pazarló anyagi fogyasztás helyett a jól-lét maximalizálására van szükség. Az ilyen irányú fejlesztés a fenntartható gazdasági növekedés szempontjából is kedvező tendenciákat indíthatna el. A humán tőke értékteremtő képességének növelésében és a fenti folyamatokba való beillesztésében az államokra, a vállalatokra és az egyénekre egyaránt fontos szerep hárul. A nemzetállamok mozgásterét a globalizáció folyamatai nagymértékben beszűkítették és továbbra is korlátozzák, ezért megnőtt a nemzetállamok ésszerű nemzetközi együttműködésének szükségessége. A nemzetállamok ugyanakkor versenyeznek is egymással egy ésszerűbb policy-mix kialakításában. (Botos K. [2005])

## Az Európa 2020 stratégia, a humán tőke fejlesztése és a versenyképesség

2010 tavaszán fogadták el a Lisszaboni Stratégia 2020-ig szóló folytatását, az Európa 2020 stratégiai programot. Az első lisszaboni stratégiát 2000-ben indították el, azzal a céllal, hogy 2010-re az Európai Unió a világ legversenyképesebb térségévé váljon. Ennek fontos eszközeként, kulscélként jelölték meg, hogy az EU tagállamai GDP-jük 3 százalékát fordítsák kutatás-fejlesztésre. Már az évtized első felében kiderült, hogy sem a versenyképességi fő célt, sem a kutatás-fejlesztési célkitűzést nem tudják teljesíteni. A célkitűzések 2010-es cél dátumát törölni kellett, nyilvánvaló megvalósíthatatlansága miatt. A stratégiát azonban fenntartották, négy új stratégiai területet jelöltek ki, 24 irányelvet fogadtak el és kitértek a nemzeti felzárkózási akciótervek beillesztését a lisszaboni programba. A négy stratégiai terület: 1. a tudás kiterjesztése és az innováció, 2. az egységes belső piac tényleges megvalósítása, 3. új munkahelyek teremtése és új európai szociális modell kialakítása, 4. makrogazdasági stabilizációs politikák. A tudásalapú gazdaság megteremtésén alapuló versenyképesség javítása lehet Európa térvészése csökkentésének, megfordításának egyedüli alapja.

2011-ben nyilvánvaló, hogy ezeket az átfogó területeket jól definiálták, de egyrészt meghatározásuk túl általános, másrészt a konkrét adatok elemzése azt mutatta, hogy a stratégiai átalakulás még igen hosszú folyamat, így ezek a szempontok módosítva bekerültek az Európa 2020 stratégiába is. A fejlesztési célok elérését döntően befolyásolja a világpolitikai és világgazdasági erőterek változása. A 2008 őszi kirobbant válság a krízis folyamatok kezelésére irányította a figyelmet az Európai Unióban (is). 2010-ben az eredeti meg nem valósult lisszaboni stratégiára való visszatekintő elemzések helyett a stratégia folytatására, újrafogalmazására helyezték a hangsúlyt.

Az Európa 2020 stratégia középpontjában áll, hogy „versenyben tartsa az 500 millió ember életét meghatározó blokk gazdasági erejét”, azaz immár sokkal heterogénebb EU-27-ek ne maradjanak le fő gazdasági és politikai versenytársaik mögött. Az első lisszaboni program fő céljai voltak: 1. a tudásalapú társadalom és gazdaság megteremtése, 2. dinamikus gazdasági növekedés (a makrogazdasági teljesítmény javítása), 3. a világgazdasági, globális piacon a gazdasági versenyképesség biztosítása, 4. a gazdasági fejlődés környezeti szempontokat figyelembe vevő fenntarthatósága, 5. a szociális integráció, s ennek keretében a lehetőség szerinti teljes foglalkoztatottság és a szociális gondoskodás új európai modelljének kialakítása.

Az új Európa 2020-as stratégia – ezeket az általános célokat fenntartva – konkretizálva 5 fő célkitűzést tartalmaz az Unió szintjén. Ezek a következők:

- a 20-64 éves népesség körében a foglalkoztatási ráta növelése legalább 75 százalékra (a jelenlegi kétharmados szintről),

- a K+F beruházások növelése a GDP jelenlegi 1,9 százalékaról 3 százalékára (megismétlik az eredeti, 10 évvel ezelőtti célt),
- 2020-ig el kívánják érni a megújuló energiák arányára, az energiafogyasztás csökkentésére és a CO<sup>2</sup>-kibocsátás mérséklésére vonatkozó célkitűzéseket,
- az alapfokú oktatásban az iskolát be nem fejezők arányát 10 százalékra tervezik csökkenteni (jelenleg 15 százalék), a felsőfokú oktatás fejlesztésével elérendő cél, hogy a fiatalok legalább 40 százaléka rendelkezzen diplomával (a beiratkozottak aránya már most hasonló, azt kell elérni, hogy a diplomáig eljussanak),
- a szegénységi küszöb alatt élők arányát 25 százalékkal kívánják csökkenteni (ez a küszöb országonként eltérő, a fejlettség függvényében), összességében e cél elérése 20 millió embert érintene.

Ezeket a célkitűzéseket kellett a tagállamoknak nemzeti akciótervekbe átültetniük, ami csak részben sikerült. Az EU-országokbeli tapasztalatok azt mutatják, hogy a modernizáció, a munkahelyteremtés és a versenyképesség szempontjai minden korábbinál szorosabban összefüggnek. Az aktív munkaerő-piaci politikának ezért együttes ösztönzésükre kell koncentrálnia, éppen a pénzforrások szűkössége miatt. Ez ugyanis jóval olcsóbb, mint a passzív járadék-kifizetés. A modernizáció jelenleg alapvetően külföldi tőkével és technológiával valósul meg, döntően a működőtőke-beruházások révén. (Katona K. [2003]), (Schlett A. [2003]) E téren szükséges lenne mindenütt a hazai találmányok otthoni bevezetésének, alkalmazásának támogatása, a belföldi K+F és innovációs bázisok megerősítése, ésszerű fejlesztése. A foglalkoztatásban viszont, főleg a kisméretű gazdaságokban, döntő szerepet játszanak a hazai kis- és középvállalatok, az aktív munkaerő-piaci politikával ezért az ő helyzetüket, versenypozíciójukat kellene javítani.

A kutatás-fejlesztés, az innováció fejlesztése csak magas színvonalú felsőoktatás és tudományos képzés bázisán valósítható meg. A K+F-kiadásokban növelni kellene a tőkeerős vállalatok részvételét, de úgy, hogy az egyetemi és kutatóintézeti alap kutatások ne sérüljenek, sőt megerősítést kapjanak. Az EU-27-ek átlagában jelenleg 55 százalék a vállalatok részvétele a K+F-kiadásokban, de az új EU-12-ben ez az arány jóval alacsonyabb. Az USA és Japán jóval nagyobb mértékben tudja bevonni vállalatait a kutatás-fejlesztésbe. A Lisszaboni Stratégia mintegy kétharmados arányt tűz ki célul. A matematikai, természettudományi és technológiai diplomával rendelkezők aránya a XXI. század elején kevesebb, mint 4 százalék az EU-15-ökben, az új EU-12-ek az EU-27-ek arányát 4,4 százalékra javítják. Az Európa 2020 stratégia 15 százalékos célkitűzést tartalmaz, ami a jelenlegi helyzet és tendenciák alapján a belátható időben elérhetetlen.

A Bizottság 2010 márciusában azt javasolta, hogy a nemzeti akcióterveket a Stabilitási és Növekedési Paktumhoz kössék és a fiskális stabilizációs prog-

ramokkal összekapcsolva értékeljük. Az eurózóna országainak túlnyomó többségében jelenleg nem tudják az államháztartási hiány 3 százalék/GDP-arányt betartani, az övezeten kívüli országokban pedig még súlyosabbak a stabilitás hiányának következményei. Éppen a fiskális gazdálkodás problémái miatt aggasztóak a kilátások arra nézve, hogy az EU-országok az új, 2020-ig meghirdetett stratégia igen fontos, de rendkívül költséges beruházásaira elő tudják-e teremteni a forrásokat és miből? Ezúttal még nyilvánvalóbb, mint az első Lisszaboni Stratégia elindításakor, hogy a nagy dimenziójú fejlesztési célok megvalósítása nélkül Európa lemaradása, tévesztése tovább folytatódik, sőt felgyorsulhat. Ugyanakkor a brüsszeli és a nemzeti költségvetések jelentős átstrukturálása, a fenti fejlesztési célok érdekében, új impulzust adhatna a fejlődésnek.

A Bizottság az Európa 2020 stratégia keretében 7 ún. „zászlóshajó”-projektet mutatott be, amelyek a konkretizált stratégiai célok elérésének lebontását, a fő cselekvési területek megjelölését tartalmazzák. Ezek a következők:

- az innováció ösztönzése,
- az ifjúság mobilitásának elősegítése,
- a digitális fejlesztés napirendjének meghatározása,
- az erőforrások felhasználási hatékonyságának javítása,
- iparpolitikai fejlesztés,
- a munkaerő-kereslet és - kínálat összehangolása, a szükséges képzettség és képességek összekapcsolása a munkahelyi igényekkel,
- a szegénység elleni küzdelem.

Barroso, az Európai Bizottság elnöke az Európa 2020 program perspektíváiról kijelentette, hogy „az EU közösen munkálkodik az Európa által valaha tapasztalt legkeményebb gazdasági kihívások leküzdése érdekében. Az intelligens gazdaság együtt jár a szilárd európai értékeken alapuló bölcs társadalommal. A növekedés, a fenntartható államháztartás, az éghajlat-változás kezelése, a társadalmi befogadás, az ipar megerősített alapjai és az élénk szolgáltatási ágazat nem egymás alternatívái, hanem egymást erősítik”. ([http://ec.europa.eu/commission\\_barroso](http://ec.europa.eu/commission_barroso)) A fő probléma az, hogy éppen a Barroso által megjelölt területek mindegyike súlyos válságban van, a 2008 őszi kirobbant válságból való lassú kilábalás után is megmaradnak a fenntartható hosszú távú fejlődés megalapozásának feladatai, ezek nélkül a megjelölt kívánatos célok elérése nem lehetséges. A rövid távú válságkezelésen messze túlmutató feladatokról van szó. E feladatok megoldásának stratégiai irányai: 1. a tudásalapú fejlesztésre alapozott növekedés, 2. a jobb humántőke-potenciál révén nagyobb hozzáadottérték-teremtés, 3. a környezetbarátabb technológiák és energiahatékonyság összekapcsolása, 4. a fenti területeken a beruházások ösztönzése javítja az ökológiai és az ökonomiai fejlődés összekapcsolását.

A tudásalapú fejlesztéspolitikának több pilléren kell állnia. Nyilvánvaló, hogy az EU-ban átgondolt fejlesztésre szorul az oktatás, az iskola előtti neve-



léstől a felsőoktatásig. Főleg az oktatási rendszerek működésének minőségétől, a tudás és képességek szerves együttes kibontakoztatásától, az oktatás tartalmának érdemi folyamatos megújításától függ az oktatásból kilépő munkaerő sikeres belépése és szereplése a munkaerőpiacon. Az innováció és a kreativitás keretfeltételeit javítani kellene és lehet az EU-ban, a szellemi tulajdonjogok rendszerének és hatékonyságának javítása, a szabadalmaztatási rendszer modernizálása révén. A kockázati tőke ésszerű nagysága és felhasználása szintén nagy szerepet játszana az integrációban. E téren különösen nagy az EU lemaradása az USA-hoz képest. Az Európai Uniónak a digitális fejlesztés gyakran hangoztatott és most is programba vett célkitűzéseinek megvalósításához megfelelő menetrend kidolgozására van szüksége. Létre kellene hozni egy valóban egységes európai on-line piacot, hogy a termelők jobban tájékozódva javítsák beszerzésüket és értékesítésüket, nagyobb piacokra is betörhessenek. A fogyasztóknak érdemi előnyt hozna, ha egy egységes on-line piac révén nagyobb mértékben nemzetközi dimenzióban bonyolíthatnák le vásárlásaikat.

Az Európa 2020 stratégia elemei között az iparfejlesztés szerepeltetése azt jelenti, hogy Európának új iparpolitikára van szüksége, amely kiemeli az innovációs kapacitásokat, előmozdítja az új technológiák gyorsabb bevezetését és átlátható, hatékony módon, elsősorban indirekt, fiskális eszközökkel ösztönzi a vállalkozói innovációs szellemet. A 2008-2009-es válság után stratégiaileg figyelembe kell venni, hogy az erkölcsileg elavult és a válságban leállított régi kapacitások túlnyomó része többé nem indítható be újra gazdaságosan. Ez egyben azt is jelenti, hogy a K+F-eredmények gyors innovációvá változtatása és bevezetése a korábbiaknál is fontosabbá vált, de ennek stratégiai megvalósítása nehéz, mivel az európai növekedés és piacbővülés a versenytársakhoz képest tartósan lassúbb és kisebb ütemű marad, és a dinamikus világgazdasági szereplők versenyé nem csökken, hanem növekszik.

A K+F-kiadások növelése és a K+F emberi erőforrásainak biztosítása szükséges, de távolról sem elégséges. A K+F-kiadások felhasználásának javítása és eredményeinek gyorsabb bevezetése elengedhetetlen az új EU-12-ekben (is). Az új EU-12-ek lemaradása elsősorban éppen az innovációk bevezetésének lassúságában van. A beruházási klíma javításának, a gazdaságpolitika kiszámíthatóságának és konzisztenciájának megteremtésének döntő szerepe van az új EU-12-ek, köztük Magyarország felzárkózásában. Egyre nagyobb hangsúlyt kell helyezni az új technológiák társadalmi hatásaira, illetve elfogadottságára. Itt két kérdés merül fel. Egyrészt a műszaki fejlesztésnek a legtöbb területen munkaerő-kiváltó hatása van, tehát a termelő szféra hatékonysága, versenyképessége csak súlyos társadalmi áron, a munkahelyek elvesztésével, a munkanélküliség növekedésével érhető el. Ez nyilvánvalóan szemben áll az EU másik fő célkitűzésével, a munkahely-teremtő integráció követelményével. Az érem másik oldala

pedig a már említett társadalmi percepció, amit immár a megerősödő környezet-és fogyasztóvédelem miatt sem lehet figyelmen kívül hagyni.

Az oktatás, a tudományos kutatás és fejlesztés, az innováció szerves láncolatának megteremtése, a sajátos nemzeti természeti, telephelyi adottságokat figyelembe vevő, azokra tudatosan építő, markáns oktatás- és tudománypolitika az emberi erőforrás fejlesztésének, a lisszaboni folyamat 2020-ig tartó folytatásának is fő tényezői. Európában, elsősorban az EU-ban rendelkezésre áll a közép-európai országok modernizálásához szükséges technológia. A finanszírozás fontos tényező, de az EU GDP-jének 1,045 százalékához mérten korlátozott a fejlesztési támogatás, ezért a brüsszeli költségvetési transferek igen fontos, de csak járulékos elemet jelenthetnek a közép- és kelet-európai országok felzárkózásához. Az EU nagy országainak felvevőpiacai jelenleg kevésbé dinamikusak, azaz lassan növekednek, sőt az EU importpiacán elsősorban Kína és a távol-keleti országok törnek előre.

A lisszaboni folyamat és az új stratégia központi elemekként kezeli továbbra is a közigazgatás javítását, az egészségügy fejlesztését, az internethasználat előmozdítását és az infrastrukturális, különösen a közlekedési és kommunikációs hálózatok fejlesztését és kiemelt finanszírozását. Történelmi tapasztalatok szerint az ezeket kiemelten kezelő országok gyorsan fejlődtek és az élvonalba jutottak, az ezeket elhanyagolók hosszú távon lesüllyedtek. Tudásalapú társadalmat építeni csak egészségesebb és képzettebb népességgel lehet. A modernizációt és struktúra-korszerűsítést csak az emberi erőforrás fejlesztésére és jobb hasznosítására lehet építeni.

Magyarország fő érdekei a lisszaboni folyamat folytatásában, az Európa 2020 stratégia megvalósításában találkoznak, sőt nagymértékben egybeesnek az EU-tagországok közös érdekeivel. Ilyen területek: az Európai Kutatási Térség konkretizálása és fejlesztése, az oktatás, képzés, különösen a szakoktatás és felsőfokú képzés minőségének koordinált fejlesztése, a K+F-keretprogramok finanszírozásának kibővítése a 2013 utáni EU-költségvetés konstrukciójában, a 2014-2020-as új költségvetési periódus prioritásainak meghatározásában, az euro-normák és euro-szabványok mellett közös szabadalmi elbírálás és tevékenység egységes európai feltételrendszerének kialakítása, a transznacionális hálózatok (különösen a közlekedési és az energetikai rendszerek) kiépítésének közös európai alapokra helyezése, közös európai energiaellátási politika és rendszereinek kiépítése, fejlesztése (gázvezeték és atom), a határokon átlépő közös környezetgazdálkodási politika fejlesztése, a K+F-keretprogramok mintájára innovációs alapok létesítése, pl. a kockázati tőkenyújtás területén, az EU-finanszírozású projektekhez nemzetközi munkavállalás megszervezése, a tudományban és az innovációban élenjáró, kiválósági centrumok kooperációjának jobb ösztönzése.

A tudományos fejlődés, oktatáspolitikai, kutatás-fejlesztés és innováció hatása a világgazdasági versenyképesség alakulására igen hosszú időhorizontú, évtizedes aktivitást igényel. Az első Lisszaboni Stratégia érzékelte és megfogalmazta a hosszú távú lemaradás kulesterületeit és a felzárkózás feladatait. 2011-ben az látható, hogy ugyanezek a feladatok fennmaradtak és kiegészültek, miközben a válság meggyengítette az EU-t és megrendült a gazdaságpolitikákba és a pénzügyekbe vetett bizalom. Komplex innovációs politikára van szükség, amely újra beindítja az értékteremtő folyamatokat, új alapokra helyezi a gazdasági, műszaki megújulást, s különösen megpróbálja megteremteni a nagymértékben hiányzó társadalmi konszenzust az EU-országokban.

Az Európa 2020 program egyes területein a tagországok eltérő adottságokkal, fejlesztési prioritásokkal, K+F- és humántőke-potenciállal és igen különböző pénzügyi erőforrásokkal rendelkeznek, amelyek a válság nyomán jelentősen csökkentek is. A versenyképesség javításáért és az EU fejlesztési forrásaiért éles és tovább élesedő verseny folyik a tagországok között, amellyel számolni kell. Az innovációs előnyök kiaknázásáért is növekvő küzdelem folyik, ami a tőkevonzás és a telephely-előnyök nyújtása terén erősödő versenyre készíteti és kényszeríti a tagországokat. Az Európa 2020 programot a Lisszaboni Stratégia folytatásának szánják, amely az elmaradt célokat is beteljesíteni hivatott. Az Európa 2020 stratégia megvalósításának körülményei nem könnyebbek, hanem jóval nehezebbek a megelőzőnél.

Az EU-ban növekszik a képzésben és a szakképzésben résztvevők száma és aránya, ami nagymértékben hat a gazdasági növekedésre, a termelékenységre és részben a foglalkoztatásra. Az átlagos közoktatási idő egy évvel történő meghosszabbítása folyamatosan a GDP 0,3-0,5 százalékos növekedését biztosíthatja. Az oktatásra fordított költségvetési kiadások aránya az EU-ban átlagosan kb. a GDP 5 százalékát teszi ki, a költségvetésekben pedig mintegy 10-11 százalékkal szerepel. Ennél a világgazdaságban előretörő országok gyakran jóval magasabb arányt valósítottak meg. A humántőke-állomány megfelelő hasznosítása, a versenyképesség javítása csak aktív munkaerő-piaci politika támogatásával biztosítható. Ehhez nyilvánvalóan intézményi reformokra van szükség. Finnország, Svédország és Dánia az aktív munkaerő-piaci politikát, a képzés-továbbképzés szerves rendszerét, a munkahely-közvetítést, a K+F munkahelyek létesítését ötvözte a megfelelő jóléti biztonsági juttatásokkal, felismerve, hogy a kiszámíthatóság, a szociális biztonság olyan érték, ami a munkaerő mentális és fizikai egészségét biztosítva, egyben termelékenységét is növeli. Az elbocsátástól való félelem csökkenti a munkára való koncentrációt, a családok bizonytalansága veszélyezteti az egészségi állapotot és a munkaképességet, a munkanélküliség fenyegetettsége rontja a fogyasztói piac állapotát, hiszen az ilyen állapotban lévő emberek kényszerűen csökkentik vásárlásaikat. A stabilizáció ezeknek a negatív hatásoknak az ellenében hat, a biztonság növelése javítja a mentális

és fizikai egészséget, erősíti a biztonságérzetet, stabilizálja a piacokat, növeli az állam adóbevételeit. A munkanélküli segélyekkel szemben nem áll áru- és szolgáltatásvolumen, adóbevétel sem keletkezik, míg a munkahelyteremtés a munkanélküliség csökkentésével mindkét területen orvoslást jelent.

A XX. század nagy részében a tőkehiány, illetve a tőkéhez jutás korlátai jelentették a szűk keresztmetszetet a fejlődésben, ezért a tőkét kellett magas hozammal megfizetni. A XXI. században a fejlődés legfőbb tényezőjévé a humán erőforrás vált, a legképzettebb munkaerő egyre keresettebb és egyre jobban meg kell fizetni. Közép és hosszabb távon folytatódik, sőt megnő a humán tőke felértékelődése. Az agyelszívás (brain drain) mérete megnőtt és a folyamat felgyorsult. Az átlag alatti képzettségű és különösen a szakképzetlen munkaerő egyre inkább leértékelődik, az ilyen munkaerőt alkalmazó munkahelyek gyorsuló ütemben épülnek le. Ez tartósítja Európában a munkanélküliségi problémát. Ennek egyetlen lehetséges ellenszere a képzés és szakképzés fejlesztése. Az oktatás-képzésre többlet költő országok súlyos problémája viszont, hogy az agyelszívás révén egyre növekvő veszteséget szenvednek el. Nem csak képzési költségeik egy része veszik el az elvándorlás miatt, hanem humán tőkéjük növekvő része munkájával a külföldet gazdagítja. A legmagasabban képzett munkaerőt az Egyesült Államok képes a legjobban megfizetni, a legjobb kutatási feltételeket és laboratóriumokat biztosítani. Az Egyesült Államok ezáltal növekvő humán tőke veszteséget és pénzügyi hátrányt okoz Európának és a világ többi részének, miközben képzési költségeket takarít meg.

Az Európa 2020 program a humán erőforrás fejlesztése és hasznosítása szempontjából – megvalósítása esetén – sokkal nagyobb horderejű és pozitívabb hatású lehet, mint a szűkebb Lisszaboni Stratégia, amelynek K+F alapcélját nem sikerült elérni. Hosszú távú hatását tekintve a legfontosabb a felsőfokú végzettségűek számának és arányának növekedése Európában, ugyanakkor arányuk 40 százalékra növelését, amely az Európa 2020 stratégia egyik fő célkitűzése, nem ítélnél meg globálisan, csak a munkaerőpiac és a képzés összhangjának, illetve annak hiányának összefüggésében. A külkereskedelmi strukturális elemzések részletesen kimutatták, hogy azok az országok a legsikeresebbek, amelyek exportkínálatának szerkezete a legjobban megfelel a legnagyobb, fejlett, jól fizető piacok importkereslete struktúrájának. A humán erőforrás fejlesztési stratégiájának megalapozásához hasonlóra lenne (van) szükség: a humán tőke kínálati szerkezetének (szakképzettségi területek, végzettségi szint, szakmastruktúra) minél inkább idomulnia kell a munkaerő-kereslet szerkezetének alakulásához. Az oktatás-képzés szerkezetének alakítását azonban nem lehet a jelenlegi foglalkoztatási szerkezethez szabni, mivel a munkahelyek éppen a fejlődést leginkább meghatározó területeken változnak a leggyorsabban, ezért az oktatásnak a jövőbeni munkaerő-piaci igényeket kell (kellene) minél megbízhatóbban előre jelezni és a képzési politikában követni.

Az oktatás-képzésben az országoknak célszerű és szükséges sok évtizedes felsőoktatási és kutatási specializációjuk tapasztalataira és elért előnyeire építeni és azokat továbbfejleszteni. Egyértelmű az összefüggés Németország átlag feletti mérnökképzése, különösen gépészmérnökképzése és az ország gépipari fejlettsége, valamint világelső gépexportóri szerepe között, Svájc vegyész-mérnök-gyógyszerkutató képzése és gyógyszeriparának fejlettsége, Svédország kiemelkedő orvosképzése és a stockholmi Karolinska intézet világhíre között.

Az emberi erőforrás másik oldalán a lemaradók állnak. Az EU 2020 programban szereplő egyik alaptény igen tragikus: jelenleg az EU-27-ek átlagában a tanulók kb. 15 százaléka nem fejezi be az általános iskolát (alapképzést), ami korunk követelményei közepette a munkára foghatóság alapfeltétele. Ehhez képest pozitív célkitűzés, hogy ezt az arányt 2020-ra 10 százalékra, illetve alá kívánják csökkenteni, de ennek megvalósulása esetén is fennáll, hogy a felnövekvő munkaerő 10 százaléka nem rendelkezik semmiféle képzettséggel és szakképzettséggel, nem tud elhelyezkedni a munkaerőpiacon, ami mintegy 10 százalékos munkanélküliséget tartósíthat Európában. A munkaalapú társadalom létrehozásától függ. Az agyelszívás, munkaerő-elvándorlás csökkentése megfelelő nemzeti stratégiákat és nemzetközi együttműködést is igényel. A know-how tárgyasult elemei után a szabadalmak védelme, a licencdíjak megfizetése általános nemzetközi gyakorlat. Ehhez hasonlóan be kellene vezetni, megfelelő szabályozással a humán erőforrás nemzetközi áramlása utáni díjfizetés, költségtérítés ésszerű rendszerét, aminek kidolgozása és elfogadtatása nyilvánvalóan hosszú és rendkívül nehéz egyeztetéseket igényel az országok között.

A humán potenciál erősítésének kulcskérdése a K+F rendszere, amely az európai országok versenyképessége javításának döntő tényezője a világgazdasági versenyben. Eddig a ráfordítások és az eredmények terén azonban a fő versenytársakhoz képest Európa tévesztésének vagyunk tanúi. 1985 óta működik az EUREKA (Európai Technológiai Kutatási Együttműködés), amely a high-tech ipari, technológiai kutatások koordinálása és összefogása révén Európa versenyképességét hivatott erősíteni. Jelenleg a program középpontjában áll, hogy támogassák a nemzetközi együttműködést a K+F- projektumok területén, mindenekelőtt a pénzügyi támogatás és koordinálás révén. A piacközeli kutatás-fejlesztésre és az innováció megvalósítására koncentrálnak. 2011 júliusától egy évre a program elnökségét Magyarország vette át. Az EUREKA projekteket a tudományos akadémiai és vállalati szféra együttműködésének ösztönzésével kívánják megvalósítani. Ideális esetben a kutatóintézetek, egyetemek és a vállalatok együttes K+F tevékenysége realizálódik. Kiemelt figyelmet kívánnak fordítani a kis- és középvállalatok bevonására. E program célkitűzései rendkívül fontosak, a program működésének 25 éve alatt nagyszámú és jelentős

eredmény született, de az említett szférák együttműködésének megszervezése és főleg realizálása – a program tapasztalatai szerint is –, igen nehéz feladat. Az EUREKA az elmúlt 25 évben 4000 projektum megvalósítását támogatja, amelyek összértéke 30 milliárd eurót tett ki. Az alapító 17 országhoz máig újabb 22 csatlakozott, így a programnak 39 állam a részese. Jelenleg a programban valamennyi, 27 EU-tagállam részt vesz. Rajtuk kívül Horvátország, Izland, Izrael, Monaco, Norvégia, Oroszország, San Marino, Svájc, Szerbia, Törökország és Ukrajna szintén a program részesei. A magyar elnökség idején az együttműködési súlypontot az élelmiszer-termelés és -forgalmazás, valamint az élelmiszer-biztonság képezi. A KKV-k bevonásának növelése és a regionális együttműködés erősítése szerepelnek a program előmozdításának kulcsnézőiként. A kiélezett technológiai versenyben való helytállás szükségessége felértékeli a program szerepét az Európa 2020 stratégia megvalósításában. Az EU a 2014–2020-as időszakban az EUREKA pénzügyi tervei és lobbistái szerint remélhetőleg 80 milliárd eurónyi forrást mobilizál a program keretében megvalósítandó K+F-projektekre. Magyarország a programnak már 1992 óta teljes jogú tagja. Azóta 70 projektben vettek részt magyar akadémiai kutatóintézetek, egyetemek és vállalatok, elsősorban az információs és kommunikációs technológia területén. Ezek többek között az EUREKA CELTIC (telekommunikációs), CATRENE (nanoelektronikai) és EURIPIDES (intelligens rendszerek) alprogramjait érintik. Jelenleg 16 EUREKA projektben van magyar részvétel. Az EUREKA konkrét célkitűzéseit a lehetőség szerint minél szerveesebben össze kell hangolni az Európa 2020 stratégia megvalósítási tervével és finanszírozásával. A K+F sikeressége szempontjából különösen fontos az európai országok K+F potenciáljának egymáshoz kapcsolódása, a humán erőforrás-potenciál felső szegmensének utánpótlása, amelynek alapja a felsőoktatás minőségének emelése. A K+F-ben történő állami szerepvállalás fontossága általánosan ismert és elismert tényező, sikeressége azonban döntően függ attól, hogy az állam mennyire megbízható, ösztönző és kiszámítható keretfeltételeket tud biztosítani a vállalati szféra számára innovációs tevékenységük kibontakoztatásához és fenntartásához. Európában igen jelentős az invenció, de ez nem kellő mértékben válik innovációvá.

## **Közép-Európa versenyképességének kulcsa: a jó gazdaságpolitika, a humán erőforrás és az innováció**

A kelet-közép-európai országok földrajzilag, geopolitikailag, stratégiai helyzetüknél fogva fontos szubrégiót alkothatnak Európában, de gazdasági összefonódottságuk mértéke és politikai gravitációjuk alapján nem. A térség gravitációs központja a régió kívül található: a fő gazdasági és pénzügyi partner

az EU, elsősorban Németország, kisebb mértékben Ausztria. A kelet-közép-európai országok külkapcsolataiban a politikai és a gazdasági célok egyaránt a térségen kívülre mutatnak, azaz Nyugat-Európa felé. A kelet-közép-európai régió belüli gazdasági kohézió gyenge, a fő célok, a stabilitás és egy egészséges szerkezetben történő fenntartható fejlődés, valamint a biztonsági igény kielégítése csak az integráció révén biztosítható.

Az EU számára is fontos pozíciójának erősítése a világgazdaság többi centrumával való éleződő versenyben. Az integráció tágabb térben való stratégiát jelent. A multinacionális vállalatok egyébként is globális stratégiát követnek. Kelet-Közép-Európa szerves beágyazódása az EU-ba egyben egy érdemben közös közép-európai térség létrejöttéhez is közelebb vezethet. Az EU-ból jövő működőtőke-beáramlás hatásai négy szűk keresztmetszet feloldását is lehetővé teszik: a belső megtakarítások, beruházások elégtelensége, a gazdaságfejlesztés finanszírozási problémájának kezelése, a management korszerűsítése, a technológiai rés csökkentése.

Közép-Európa nyugati és keleti felében 20 évvel ezelőtt a politikai és gazdasági szereplők, a polgárok nagy várakozásokkal, reményekkel és illúziókkal tekintettek a vasfüggöny lebontása és a kelet-közép-európai országok rendszerváltása nyomán létrejött helyzetre. Objektív okokból sem Nyugaton, sem a rendszerváltó országokban nem voltak, nem lehettek megfelelően felkészülve a mélyreható átalakulás sokrétű következményeire. A nyugat-európai országok alkalmazkodó politikai partnereket, a vállalatok új, olcsó, kedvező termelési telephelyeket és könnyen meghódítható új piacokat reméltek Kelet-Közép-Európában. Az térség keleti felének országai pedig gyors felzárkózásban, mielőbbi integrációban és a Nyugathoz hamar közelítő életszínvonalban bíztak, s azt remélték, hogy mindez nagyobb megrázkódtatások, bizonytalanságok és túl nagy áldozatok nélkül elérhető. Több mint 20 évvel később, 2011-ben megállapítható, hogy az átalakulás terhei és költségei, s főleg a bizonytalanság a vártnál nagyobbak lettek Kelet-Közép-Európában.

A visegrádi országokban a rendszerváltás óta mind a termelés, mind a külkereskedelem szerkezete több mint 70 százalékban átalakult, modernizálódott. Ezt a szerkezetátalakulást azonban döntően nem saját erőből és tőkével hajtották végre, nem a belföldi vállalatok teljesítménye, hanem derivátum, azaz a megtelepedett multinacionális vállalatok beruházásainak és export-import stratégiáinak következményeként alakult. Ezért a strukturális átalakulás hasznát is döntően a külföldi tulajdonú vállalatok fölözik le, amelyet növekvő mértékben kivisznek a kelet-közép-európai országokból, transzferek és profitrepatriálás révén.

Külföldi tőke bevonására a kelet-közép-európai országoknak az elmúlt 20 évben folyamatosan szükségük volt. Ennek 2 fő formája a kölcsöntőke, azaz hitel felvétel és a működőtőke-beruházások (Katona K. [2003]), (Schlett A. [2003]). Az előbbi nyomán abszolút értékben Lengyelország, relatíve Magyarország

adósodott el a legnagyobb mértékben. A térség többi országában az adósságher aránya nem túlzott mértékű.

A szerves fejlődés megalapozásának döntő tényezője a humán erőforrás fejlesztése, ez a hatékony foglalkoztatás-növelés bázisa. A legjobb foglalkoztatáspolitikát az oktatás- és képzési politika, mert hosszú távra meghatározza a rendelkezésre álló munkaerő minőségét és struktúráját. Kelet-Közép-Európában, de EU-szerte e téren súlyos probléma, hogy a közép- és felsőfokú oktatást mennyiségileg ugyan kiterjesztették, azonban minőségi színvonala gyakran nem tartott lépést a kor követelményeivel, sőt romlott. Kelet-Közép-Európában a XX. század második felében a munkaerő minősége, szakképzettségi színvonala viszonylag magasabb volt, mint az országok gazdasági fejlettsége. 2010-ben sajnos fordított a helyzet, a humán tőke színvonala és szerkezete több területen drámaian romlott (szakmunkásképzés, szerelő-javító szolgáltatások, egészségügyi személyzet utánpótlása).

A gazdaság túlmutat önmagán, a társadalmat, az embert kell szolgálnia. Ehhez a sokszoros deficitek, hiányosságok, torzulások kiküszöbölésére sürgős szükség van: értékrendi, erkölcsi, társadalmi, kulturális, szociális normák, strukturális torzulások, szociális ellátó rendszerek működése.

Szükséges lenne mindenütt a hazai találmányok otthoni bevezetésének, alkalmazásának támogatása, a belföldi K+F és innovációs bázisok megerősítése, ésszerű fejlesztése. A foglalkoztatásban viszont, főleg a kisméretű gazdaságokban, döntő szerepet játszanak a hazai kis- és középvállalatok, az aktív munkaerő-piaci politikával ezért az ő helyzetüket, versenypozíciójukat kellene javítani.

A tudományos fejlődés, oktatáspolitikai, kutatás-fejlesztés és innováció hatása a világgazdasági versenyképesség alakulására igen hosszú időhorizontú, évtizedes aktivitást igényel. A válság nem csak meggyengítette Közép-Európát, hanem megrendült a gazdaságpolitikákba és a pénzügyekbe vetett bizalom. A humántőke-potenciál erősítésével és a beruházásokkal újjá kell szervezni az értékteremtő folyamatokat, új alapokra helyezve a gazdasági, műszaki megújulást, és ezáltal ösztönözni az értékalapú, etikus, tudásvezérelt felemelkedést a közép-európai országokban.

Kelet-Közép-Európa felzárkózása és versenyképessége szempontjából kulcsfontosságú az Európa 2020 stratégia szempontjainak a saját adottságoknak megfelelő konkretizálása. Az Európa 2020 program jól jelöli meg a fejlődés fő területeit és kívánalmait, de az intézményrendszer, a finanszírozás és az eszköztár érdemi része meghatározásra, konkretizálásra váró feladat. (Kelet-Közép-Európa versenyképességére vonatkozóan a korábbi tendenciák alapján dokumentált fejlődési adatok fontos támpontot nyújtanak a fejlődés eddigi trendjeiről. Ezeket tartalmazzák a mellékelt táblázatok.) A jövőbeli versenyképesség az állam gazdasági szerepvállalásának ésszerű megújításától, az oktatás,



a tudománypolitika, a kutatás-fejlesztés, az emberi erőforrás fejlesztése és az innováció felgyorsításának szerves egymásra építésétől függ.

## Táblázatok

### 1. Táblázat

<b>Oktatási kiadások a GDP százalékában</b>				
	<b>1995</b>	<b>2000</b>	<b>2004</b>	<b>2006</b>
EU-27	...	4,88	5,06	5,04
EU-15	...	4,98*	4,95	4,88
Magyarország	5,39	4,42	5,43	5,41
Lengyelország	5,10	4,89	5,41	5,25
Csehország	4,71**	3,97	4,37	4,61
Szlovákia	5,01	3,93	4,19	3,79
Szlovénia	...	5,89*	5,76	5,72
Németország	4,62	4,46	4,59	4,40
Ausztria	6,04	5,74	5,52	5,44
Svájc	...	5,42*	5,91	5,50

\* 2001. évi adatok

\*\* 1996. évi adat

Forrás: Eurostat, Brussels, 2010.

### 2. Táblázat

<b>Kutatás-fejlesztési kiadások a GDP százalékában</b>				
	<b>1998</b>	<b>2000</b>	<b>2004</b>	<b>2008</b>
EU-27	1,79*	1,85*	1,82*	1,9*
EU-15	1,84*	1,91*	1,89*	1,99*
Magyarország	0,66	0,79	0,87	1
Lengyelország	0,67	0,64	0,56	0,61
Csehország	1,15	1,21	1,25	1,47
Szlovákia	0,78	0,65	0,51	0,47
Szlovénia	1,34	1,39	1,4	1,66
Németország	2,27	2,45	2,49	2,63*
Ausztria	1,78	1,94*	2,26	2,67*
Svájc	...	2,53	2,9	...

\* becslült adatok

Forrás: Eurostat, Brussels, 2010

## 3. Táblázat

<b>A tudományos kutatók létszáma (teljes munkaidőre számítva)</b>				
	<b>1998</b>	<b>2000</b>	<b>2004</b>	<b>2008</b>
EU-27	...	1 107 165*	1 247 504*	1 504 575*
EU-15	887 208*	964 659*	1 094 456*	1 325 842*
Magyarország	11 731	14 406	14 904 <sup>b</sup>	18 504
Lengyelország	56 179	55 174	60 944	61 831
Csehország	12 566	13 852	16 300	29 785 <sup>b</sup>
Szlovákia	10 145	9 955	10 718	12 587
Szlovénia	4 285	4 336	4 030	7 032
Németország	237 712	257 874	270 215	299 000*
Ausztria	18 715	...	25 955	34 377*
Svájc	...	26 105	25 400	...

\* becslült adatok

b: számítási mód megváltozása

Forrás: Eurostat, Brussels, 2010.

## 4. Táblázat

<b>A gazdasági teljesítmény alakulásának tendenciája 2000-2008 között</b>							
<b>Közép-Európában</b>							
	<b>Magyar- ország</b>	<b>Lengyel- ország</b>	<b>Cseh- ország</b>	<b>Szlová- kia</b>	<b>Szlové- nia</b>	<b>Német- ország</b>	<b>Auszt- ria</b>
Növekedés	-	+	-	+	-	+	+
Foglalkoztatás	+	+	+	+	+	+	+
Béreköltség	+	-	+	-	+	-	-
Költségvetési bevételek/GDP	+	-	+	-	+	-	-
Költségvetési kiadások(GDP	+	nem vál- tozott	+	-	+	+	+
Export/GDP	+	+	+	+	+	+	+
Oktatási kiadá- sok/GDP	+	+	+	-	-	-	-
K+F/GDP	+	-	+	-	+	+	+

Megjegyzés: + = az adott tényező üteme, illetve aránya növekedett;

- = az adott tényező üteme, illetve aránya csökkent

(A + ill. - jelek az egyes tényezőknél a tartalomtól függően jelentenek pozitív, illetve negatív tendenciát.)

Forrás: Eurostat és European Economy, Bruxelles adatai alapján saját összeállítás.

## Irodalomjegyzék

- ÁRVALÁSZLÓ–IVICZ MIHÁLY–KATONA KLÁRA–SCHLETT ANDRÁS: *Globalizáció és külföldi működőtőke-beruházások*. Budapest: Szent István Társulat, 2003. 71.
- BOLDRIN, M. – LEVINE, DAVID K.: Innováció – a verseny szemszögéből. *Közgazdasági Szemle*, No. 6, 2005. 537–555.
- BOTOS JÓZSEF: *Nemzetközi versenyképesség-elemzés*. PhD-értekezés. Szeged, 2001. 180.
- BOTOS KATALIN: Piac és államtörténeti áttekintés. In BOTOS KATALIN – KÖRÖSI ISTVÁN: *Nemzetközi gazdasági ismeretek*. Budapest: Szent István Társulat, 2005. 325–349.
- BOTOS KATALIN: Európa kettős szorításban. In FARKAS B. (szerk.): *A lisszaboni folyamat és Magyarország*. Szeged, 2007. 33–47.
- BUCCI, A.: Monopoly power in human capital-based growth. *Acta Oeconomica*, No. 2, 2005. 121–150.
- CANTON, ERIK et al.: *Human capital, R&D, and competition in macroeconomic analysis*. (CPB document No. 91.). The Hague: Central Planning Bureau, 2005. 84.
- CSABA LÁSZLÓ: *Az élhető Magyarország esélye*. *Competitio*. No. 1. 2007.
- CSATH MAGDOLNA: A magyar versenyképesség és „puha tényezői”. *Valóság*, No. 11, 2008. 1–13.
- CSATH MAGDOLNA: Versenyképességünk romlása, avagy a kapcsolati tőke és a partikularizmus hátrányai. *Valóság*, No. 3, 2008. 88–101.
- CSÁKI GYÖRGY: *A nemzetközi gazdaságtan és a világgazdaságtan alapjai*. Budapest: Napvilág, 2006. 501.
- FARKAS BEÁTA: Lisszaboni nemzeti reformprogram – ábránd és valóság. In FARKAS B. (szerk.): *A lisszaboni folyamat és Magyarország*. Szeged, 2007. 47–71.
- FARKAS PÉTER: *Behind the figure. The main foreign trade-related factors affecting world economic growth since 1990*. (IWE Working Papers, No. 178.). Budapest: MTA VKI, 2007. 1–26.
- FARKAS PÉTER: Középtávú világgazdasági prognózis. Meghatározó növekedési tényezők. In *Magyarország globális környezete 2020-ig*. Budapest: MTA VKI – CEU-ENS, 2007. 37–58.
- HALMAI PÉTER: Európa esélye: A Lisszaboni Stratégia. Az integrált strukturális reformok hatásai. *Magyar Tudomány*, No. 9, 2006. 1057–1071.
- KÁDÁR BÉLA: Felzárkózási esélyszemle. *Európai Tükör*, No. 7–8., 2005. 37–46.
- KÁDÁR BÉLA: Deficitjeink. *Pénzügyi Szemle*, No. 2, 2008. 171–182.

- KERÉKGYÁRTÓ GYÖRGY: Az innovációs folyamat főszereplői. *Magyar Tudomány*, No. 4, 2006. 458–467.
- KISS J. LÁSZLÓ (szerk.): *A Huszonötök Európái*. Budapest: Osiris, 2005. 909.
- KŐRÖSI ISTVÁN: Magyarország útja az Európai Unióba – a kompromisszum a nyugati parton. In KISS J. LÁSZLÓ (szerk.): *A Huszonötök Európái*. Budapest: Osiris, 2005. 751–788.
- KŐRÖSI ISTVÁN: Az állam változó gazdasági szerepe és a humán tőke felértékelődése. Új korszakváltás a XXI. század elején? In FÓTI G. – INOTAI A. – SIMAI M. (szerk.): *Világgazdasági korszakváltás. Visszatekintés és távlatok*. Budapest: MTA VKI, 2007. 108–124.
- KŐRÖSI, ISTVÁN: Growth, Financial Disequilibria, Employment and Competitiveness – Past and Future. (The Lisbon Process – In a Historical Perspective.) *Heller Farkas Papers*, 2009. No. 1. (Budapest: Tarsoly) 111–132.
- KŐRÖSI ISTVÁN: Közép-Európa helye a nemzetközi (európai) gazdasági, pénzügyi és innovációs folyamatokban. *Külügyi Szemle*, No. 1, 2009. 63–91.
- LÓRÁNT KÁROLY: *A rendszerváltás húsz éve Közép-Kelet-Európában*. Budapest, 2009. 37.
- PALÁNKAI TIBOR: *Az európai integráció gazdaságtana*. Budapest: Aula, 2004. 502.
- RÁCZ MARGIT – SOMAI MIKLÓS: *Az állami szerepvállalás átalakulása az EU-tagországokban, és ennek hatása a közös költségvetésre*. Budapest: MTA VKI, 2006. 25. (Gépirat)
- [www.euractiv.hu](http://www.euractiv.hu), 02/03/10
- [http://ec.europa.eu/commission\\_barroso](http://ec.europa.eu/commission_barroso)
- Europe 2020 : A promising strategy? *Intereconomics*. 2010. No. 3.
- Europe 2020: A strategy for smart, sustainable and inclusive growth
- [www.ec.europa.eu/eu2020](http://www.ec.europa.eu/eu2020)



# VERSENY ÉS PÉNZÜGYPOLITIKA A VÁLSÁGBAN

BOTOS KATALIN  
egyetemi tanár (PPKE JÁK)

Az elmúlt három esztendőben visszajára fordult az állam szerepvállalásának trendje. A Washingtoni Konszenzus óta világméretekben tanúi voltunk a költségvetési szerepvállalás visszaszorításának, az állami tulajdonok privatizálásának, a szabályozás liberalizálásának.

A válság kitörését követő események azonban arról tanúskodtak, hogy a masszív mentőakciók állami tulajdonba vételt eredményeztek (legalább is ideiglenesen) számos cégnél, a mentőakciók megemelték az állami kiadásokat s így az államadósságot, és a szabályozás felülvizsgálását követeli számos intézmény, különösen a pénzügyi közvetítő rendszer terén.

Ezek a mentőakciók, azáltal, hogy növelték a költségvetési terheket, az adósságszolgálat emelkedésén keresztül kedvezőtlenül hatottak az adott gazdaság *világpiaci versenyképességére*. Az adósságszolgálat folyó költségvetési kiadás, amit az állam bevételeiből fedezni kell. A válságban pedig éppen megcsappantak az állami bevételek, emiatt is nő a deficit s így az eladósodás.

Nem lehet elválasztani a versenyképesség kérdését a válság okainak vizsgálatától. Egy gazdaság szereplőinek versenyképessége ugyanis nem lehet független az adott ország adósságterheitől. Márpedig a jelen válság megoldása az országok többségében – így az USA-ban mindenek előtt – masszív költségvetési pénzek bevetésével, fokozódó eladósodással járt. Kérdéses, hogy e ráfordítások eredményeztek-e olyan strukturális változásokat, amelyek a válság ilyen súlyos megismétlődését kizárják vagy valószínűségét csökkentik? Jelentenek-e olyan változásokat, amellyel a gazdaságok szereplői visszanyerhetik versenyképességüket, amelyet maga a beavatkozás egyelőre adósságterheivel inkább rontott?

A versenyképesség emelésének egyik általános javaslata – számos szakértő szerint – a belső egyensúlyok mielőbbi megteremtése, amit a leggyorsabban elérni a kiadási oldal mérséklésével lehet.

A gazdaságok jelentős részében – Közép-Kelet-Európában különösen – valóban komoly kiadáscsökkentésekre került sor a költségvetésekben. Angliában ugyancsak rendkívüli költségvetési szigorot vezettek be, s ezt szorgalmazzák

többen az Egyesült Államokban is. Mások azt mondják, hogy még van idő, várjuk meg, amíg a gazdaság kilábal a jelen nehézségekből.

Megint mások, így a Nobel-díjas Krugman, külső okokat hibáztatnak az USA nemzetközi versenyképességének romlásáért. Nevezetesen, hogy a kínai valutát a hatóságok nem engedik a piaci folyamatoknak megfelelően felértékelődni, s így az alulértékelt yüan nemzetközi kereskedelemben előnyhöz juttatja Kínát. Az amerikai kereskedelmi mérleg pedig súlyos deficitet mutat. Ha a yüant hagynák felértékelődni, a dollár leértékelődésével az amerikai gazdaság exportszektora visszanyerné versenyképességét, s a dráguló import mérsékelné a kínai áruk beözönlését. A kereskedelmi mérleg romlása, ami, ha nem is egyedüli indikátora a versenyképességnek, azért valóban jelez valamit a gondokból.

Raghuram Rajan, az IMF volt vezető közgazdásza, a Chicagói Egyetem tanára vitába szállt Krugmannel, s elsődlegesen belső okokat keresett a válság kirobbanására. ( Rajan [2009])

Rajan már 2005-ben felhívta a figyelmet a fenntarthatatlan amerikai ingatlanpiaci áremelkedésre, amely szerinte feltétlenül buborékhoz kell, hogy vezessen – vezetett is –, aminek kipukkadása válságot hoz magával. Robert Schiller, a Yale Egyetem tanára is folyamatosan óvott az ingatlanpiaci boomtól. Mindkettejüknek igaza lett. Most itt kísért az egész fejlettvilágban egy *tünetileg kezelt válság*, amely azonban nagy munkanélküliségi mutatókat, és ingatag növekedést eredményezett. A gazdaságok normalizálódása nem elég gyors, a GDP növekedése nem kielégítő, és mindenképpen sérülékeny. Nem ciklikus válságról van szó, amit jól tud kezelni a makroökonómia elméletrendszer, hanem strukturális változásokról. A pénzbeinjekciózás a gazdaságba csak akkor hoz fellendülést, ha jól célzott helyekre megy.

S egyáltalán: még nem tudni, hogy vége van-e magának a válságnak. Több közgazdász úgy véli: már 800 éve vannak pénzügyi válságok, kísérő jelenségeik nagyjából azonosak (eszköz-buborékok, infláció) ... ez is rendeződik! Reinhart és Rogoff (2008) szerint nem egyedi a mostani jelzalogpiaci válság sem... Szerintük „ez a legveszélyesebb négy szó, hogy „this time is different” , most más időket élünk, mert elhiteti, hogy lehet a szokványos gyógymódoktól eltérő megoldásokat alkalmazni.

De ha így van, miért nem látták mégse jó előre? Miért nem tettek ellene valamit? Ha az okokat nem látjuk elég világosan, a kilábalás útját és időtartamát is nehezen jósolhatjuk meg.

Valószínű, hogy nem lehet elintézni azzal, hogy a válság a piaci működés természetes velejárója.

Sokan vizsgálták, hogy a jelenlegi válságnak melyek voltak a fő kiváltó okai. Számos leíró munka született magának a válságnak a lefolyásáról. Az amerikai kongresszus is letette 2010-ben az asztalra e célra létrehozott különbizottságának több száz oldalas jegyzőkönyvét. Voltak, akik a matematikai modellek

hibáiban, mások ideológiai vakságban, megint mások korrupcióban látták a gyökerét. A mainstream közgazdász-társadalom túlságosan hisz a matematikában, holott sok minden nem számszerűsíthető pontosan, mert emberi döntés függvénye, s vakon hisz a piac mindenhatóságában. Nem is érdekelték a szakemberek a problémákra rámutatni, mert sokszor azok fizetik őket, akik maguk kreálták problémát...

Raghuram Rajan szerint mégis valószínű, hogy „This time is different.” Csakhogy ez a közgazdász a mikroökonómiában, a pénzügyi közgazdaságban járatos, nem a makroökonómiára koncentrálna. Nem osztja azokat a nézeteket, amelyek szerint „ez is olyan válság, mint a többi volt”. Legfrissebb művében, amely elnyerte a Financial Times legjobb könyvért járó elismerését 2010 őszén, meglepő magyarázatokkal és gyógymódokkal áll elő. Meglepő, mert a Chicagóból, a monetarizmus fellegvárából, egy rendkívül képzett pénzügyes közgazdász szájából hangzanak el, s mégsem az általánosan ismert monetarista megoldásokkal rukkol elő.

A válság belső okai közül mindenképp előtérbe kerül a monetáris politikát emeli ki. Már jóval korábban rámutatott arra, hogy *a pénzt tartósan olcsóvá tevő FED-politika káros. A monetarizmus* elmélete szerint a megoldás az egyenes, magas gazdasági növekedésre az, hogy biztosítsuk a bőséges és olcsó pénzkínálatot. Eljött a Nagy Mérséklődés kora! Valójában a monetáris iskola is azt állította, hogy *ez a kor más, mint a többi...* hiszen nincs infláció, annak ellenére, hogy a pénz rendkívül olcsó. Rajan elveti ezt a nézetet. Úgy véli, a FED elbújta a Taylor-szabály mögött, amely szerint a FED-nek kötelessége a kormány növekedést célzó politikáját támogatni, ha kell, egészen alacsony kamatlábbal. A pénzben az azonban strukturális torzulásokat eredményezett. Pontosabban, elfedte azokat a problémákat, amelyek magasabb kamatszint mellett jelentkeztek volna. Emellett olyan mértékben csökkentette a kockázat érzékelést, hogy az túlvállalásra ösztönzött.

Lehetett, sőt, szinte kényszer volt kihasználni ezt az olcsó tőke költséget modernizálásra, beruházásra, a vállalkozásokban, de a magánszférában is. Ez vezetett a lakáspiac rendkívüli élénküléséhez. Természetesen nem lehet lebecsülni a szabályozás hiányosságait sem, és azt a már-már gátlástalan remunerálást, juttatásokat sem, amelyeket a menedzserek és pénzügyi közvetítők maguknak osztogattak, s ami – szabályozás híján – csak fokozta a biztonságosnak tekintett környezetben a kockázatvállalást. Olyan mértékig, hogy az a 2007-2008-as válság kirobbanásához vezetett.

James K. Galbraith hasonlóképpen látta a válság mélyen fekvő okait. (The Predator State Free Press New-York, 2008.) (Erről szólt a tanulmány szerzőjének a Közgazdasági Társaság 2010-es vándorgyűlésén tartott előadása.) Galbraith szerint is a szabályozás hiánya és a morális fékek lazulása a válság kirobbanásának fő oka. (Botos K. [2010])



Hogy a bőséges likviditás mögött a kínai intervencionalista pénzügyi és gazdaságpolitika is meghúzódik, az vitathatatlan. Krugmannak ebben igaza van. Nem kis mértékben járult a nemzetközi pénzkínálat növekedéséhez a kínai jegybank pénzen lehetővé vált dollárfelvásárlás, ami a nemzetközi piacokra kikerülve, dollárbőséget teremtett. Ez lehetővé tette az USA költségvetési deficitjének olcsó finanszírozását. (Mindenkinek van tehát rész- igazsága...) A belső ok azonban véleményem szerint is fontosabb. A FED keresletélénkítő, pénzkínálat-növelő politikája *alapvető torzítást visz a tőke-munka árviszonyába*. A kamat végül is egy ár, s minden ár, amely nem a reális szinten van, torzítja a gazdaságot. Hosszú távon a tőke /munka arány torzulása visszahat a gazdaság szerkezetére. Csodálkozunk, ha alacsony kamatszint mellett a munka fokozottan drágának tűnik? Ez, párosulva a szabad tőkemozgással, még inkább az outsourcing irányába hat. A termelést a vállalkozók kitelepitik oda, ahol a munkabérek a töredékét jelentik az amerikai béreknek. A folyamat elvileg az amerikai bérszínvonal eséséhez kellene vezessen, a piac törvényei szerint. Eddig azonban erre nem került sor, a bérek lefelé rugalmatlanok voltak. A munkaerő próbált más területeken elhelyezkedni. Amikor pedig a válság kitört, a nagy cégeket (autógyárakat) költségvetési eszközökkel támogatva megmentették. Az amerikai gazdaság tehát egyelőre nem kényszerült olyan radikális strukturális átalakulásra, mint amit a válság súlyossága és jellege megkövetelne.

Mert azt aligha lehet tagadni, hogy a globalizáció okozta változások a munkaerő-piacon rendkívüliek. *Soha ekkora tömegű élőmunka nem kapcsolódott be ilyen gyorsan a nemzetközi kereskedelembe*. Mind Kína és India, a távolkeleti többi ország, mind Kelet-Európa bekapcsolódása 1990 után a nemzetközi munkamegosztásba, a feldolgozóiparba, nagy tömegű plusz munkaerő-kínálatot eredményezett. Mivel a kétpólusú világrendszer megszűnésével a technológia áramlása is egyre szabadabb lett, a feldolgozóipari export-tevékenység megélnékült ezekben az országokban. Az export vezette növekedés számos munkahelyet veszélyeztet a fejlett országokban, mivel a lakossági vásárlóerő a fejlődő országokban – éppen az alacsony bérek miatt – korlátos, tehát a termelés eredménye a külső piacokra kell, hogy irányuljon. Olcsóságukkal számos fejlett országban termelt terméket kiűtnek a piacról. S ami abszurd, a csak a fogyasztói érdekre tekintő makro-politika még örül is az olcsó importnak, hiszen lentebb viszi a fogyasztói árindexet, tehát, az inflációt. Csak később jelentkezik e folyamat ára, a munkahelyek megszűnése.

Még inkább jelentkezik a belső fogyasztás problémája a dinamikusan fejlődő Kínában, hiszen az egykére kényszerítő demográfiai politika aggodalommal tölti el a lakosságot, s fokozott megtakarításra ösztönzi. Nem várhatja el a kínai polgár, hogy összhangban a konfuciózus ideológiával, a gyermekei tartsák el. Kevesen lesznek ahhoz a következő generációban, egy munkaképes korúra lassan 4, de akár 8 időskorú is jut majd.. Az állam kihátrált az élethosszig tartó

foglalkoztatásból, amint az a szocialista Kína gyakorlatában történt. Privatizált vállalatainál a szociálpolitika nem keveredik a gazdálkodás racionális menedzselésével. A társadalombiztosítás rendszere pedig fejletlen, így a lakosság személyes megtakarításaival próbálja jövőjét biztosítani. Ez természetesen szűkíti a hazai fogyasztói piacot.

A fejlett országokban ez a jelenség egyrészt a már említett magas munkanélküliségi szinthez vezet, másrészt a kormányzatokat készteti a foglalkoztatáspolitikai ösztönzők bevetésére.

Ennek egyik lehetősége az adó-és járulékrendszerben a terhek mérséklése. Természetesen ez nem ingyen van!

A számlát maguk a fejlett országok polgárai fizetik. Csodák ugyanis nincsenek. Ahogyan Raghuram Rajan fogalmazott egyik interjújában, „nincs olyan sok nyuszi a kalapban”, mint azt a gazdaságpolitikusok szeretnék elhitetni. (Rajan [2011])

Ha úgy szeretnénk versenyképesek lenni, hogy a fejlődő országok alacsony béreivel versenyezzünk, akkor a bérjellegű költségeket csökkenteni kell. A személyi jövedelemadó csökkentésének lehetősége azonban korlátozott, hiszen az minden országban a költségvetés legnagyobb bevételi forrása. A költségvetés kiadásait pedig valamiből finanszírozni kell. Avagy: visszavenni belőlük! Ha a bérjárulékokat csökkentjük, akkor a vállalkozók mai helyzete valóban kissé kedvezőbb lesz, de a polgárok nyugdíjalapja csökken. Fogalmazhatunk úgy is, hogy *vagy a mai, vagy a jövőbeli életszínvonal romlásával kell számolnia* a jóléti társadalmak polgárainak. Ez az ára annak az előnynek, amit a fejlődő országokból beáramló olcsó import jelent, ami természetesen az adott pillanatban pozitív hatással lehet a polgárok életszínvonalára. Csak addig azonban, amíg van jövedelmük, amiből az olcsó importot megvásárolják. Ha pedig a kiadás-csökkentő program lép életbe, s a közszolgáltatások megkurtítása következik be, akkor máris itt van az olcsó import ellentétele. A kormányzat által törölt juttatásokat saját pénzből kell megvásárolni, vagy lemondani róla. Ha pedig a munkahelyét veszíti el valaki az importverseny miatt, még nyilvánvalóbb, hogy egyenesen ráfizetett a nagy olcsóságra. Ha megtartja mégis az állását, mert a kormány által bevezetett bérjárulék-csökkentéssel a cég még talpon tud maradni, akkor gondolkozhat arról, miből lesz majd idős korában jövedelme. Ha ezt a csökkentett szintet fizetik a továbbiakban is a vállalkozók, a felosztó kirovó rendszerben csekély összeg fog befolyjni a nyugdíjkasszába. Ha meg valahol tökefedezeti rendszer működik, amelybe eddig a vállalkozók befizettek, most ez alacsonyabb lesz, s így a felhalmozódó összeg szerényebb.

Lehet természetesen azt mondani, hogy ezek a logikai játékok célzatosak. Mintha minden áron azt akarnám bemutatni, hogy a globalizáció rossz. Pedig az elmélet szerint globalizációs munkamegosztásnak a világ nyertese kell, hogy legyen! A fejlődő országokban csökkent a mélyszegénység, s a fejlett orszá-

gok tőkebefektetői is jól járnak. Csak a jóléti államok munkaerő állománya van nagy kihívás elé állítva: mobilnak kell lennie, képesnek gyors átállásra más, magas hozzáadott értékű termelésben való közreműködésre.

Ennek feltétele, hogy a humán tőke képes legyen olyan átalakulásra, amely a képzés segítségével alkalmassá teszi a versenyben való helytállásra.

S itt találjuk – meglepetésünkre – Raghuram Rajan chicagói közgazdász váratlan érveit. Arról, hogy ez a helytállás *igényli az állam szerepvállalását*. Úgy véli, hogy az egyéneknek valóban képesnek kell lenniük arra, hogy az éles versenyben megállják a helyüket. Ehhez való alkalmasságukat azonban az államnak a jelenleginél sokkal jobban kell segítenie. „Nem tehetünk ki egy bébit az utcára, azzal, hogy menj, és versenyezz!” – mondja Rajan. Nem lehet, hogy valakinek azért ne legyen jövője, mert rossz időben, rossz helyre született. A kapitalizmus lényege a fair verseny, de ez csak esélyegyenlőség mellett lehetséges. Fontos ezért, hogy az egyének számíthassanak – különösen ifjú korban – a biztonsági hálóra, amit a jóléti társadalom jelent. Nem megengedhető, nem tisztességes eltérni, hogy egy gazdag társadalomban emberek ne kapjanak egészségügyi ellátást vagy éhezzenek. Különösen fontos az oktatási rendszer állami támogatása. Ahhoz, hogy a fiatalok „versenyképes” egyeddé válhassanak, meg kell kapják a hozzáférést azokhoz az eszközökhöz, amelyek ezt lehetővé teszik. Ez pedig a modern világban egyenlő az oktatásba való szabad bekapcsolódással.

Hogy végül is kinek kell ezeket a feladatokat megoldani, a magánszférának vagy az államnak, az lehet vita tárgya. Rajan arra is rámutat, hogy számos fejlődő országban a vállalatok látnak el olyan infrastruktúrális funkciókat is, mint amilyeneket a fejlettekben az államok. Példának hozza Kínában az útépitéseket, vagy az informatikai képzést indiai cégeknél, amelynek jelentős részét a magánszemélyek másutt kamatoztatják. Ilyen értelemben a magánberuházók közcélokat szolgáltak. Valakinek azonban vállalnia kell ezeket a költségeket. Elgondolkodtató ez a megállapítás. XVI. Benedek pápa Caritas in Veritate enciklikájában határozottan leszögezi, hogy a nagy nemzetközi cégeknek felelősséget kell vállalniuk társadalmi-gazdasági környezetükért, nem folytathatják tevékenységüket kizárólag a magántőke profitorientált szemlélete alapján. Érlelődik, hogy ez az elv ne csupán morális kívánság, erkölcsi elv legyen, amelyen minden további nélkül túlteheti magát bármely nagy cég, amely olykor nagyobb, mint egy állam. Ami személyes véleményemet illeti, megoldható lenne egy összehangolt szabályozás, amely szerint az infrastruktúrális létesítmények megvalósítását *vagy* az állam végzi, *vagy* a magánszektor – esetleg adójából levonva. (Ez természetesen csak akkor jogos, ha az adott cégnél fizetett munkabérek a *méltányos* jelzőt kiérdemlik. Ha ez nem áll fenn, akkor eleve olyan extraprofitra tesznek szert a vállalkozások, amelyekhez már nem lenne indokolt további állami kedvezmények nyújtása.)

Az állami szerepvállalás indokoltságának hangsúlyozása nem áll egyáltalán ellentétben azzal, hogy a vállalkozásoknak a verseny sikert és bukást egyaránt eredményezhet. *Az embereket kell megmenteni, nem a vállalatokat.* Rajan szerint nem bölcs az a megoldás, hogy mivel a kormányok az embereket (pontosabban: a szavazóikat) féltik, meg kell tehát menteni a vállalatokat, ahol dolgoznak.

*Az emberekre* kell koncentrálnia a jóléti államnak, nem a munkahelyeikre. Ez utóbbival sokkal inkább a tőkés vállalkozót, a rossz menedzsert védik, akarva, akaratlan. Az emberekre koncentráló jóléti államnak a lehetőségekhez való hozzáférést kell garantálnia. Határozottan azt javasolja, hogy míg az egyének biztonsági hálóját meg kell erősíteni, az államnak a bankrendszert nem kell minden áron megmentenie. A „too big to fail” mentalitás túlságosan is elterjedt. Nagyon erős az összefonódás a nagy cégek és a politika között.

Példának hozza fel a két óriás amerikai magáncég, a FannyMay és a Freddy Mac tevékenységét. (Botos–Halmosi [2010])

Rajan megítélése szerint jelentős állami ráhatás játszott szerepet abban, hogy ezen cégeken keresztül ösztönözték a lakáspiaci fellendülést. Az építőipar minden gazdaság motorja. A polgárok az amerikai álmog megvalósulásának tekintik a saját lakást. Csakhogy az olcsó hitelek korában sokan belevágnak a lakásvásárlásba. Olyanok is, akiknek jövedelmi helyzete és kilátásai ezt – magasabb kamatok mellett – semmiképpen nem tették volna lehetővé.

J. K. Galbraith(jr) ugyancsak arra mutatott rá, hogy ezek a privatizált óriás magáncégek – hiszen jelzálogpiaci forgalmuk vetekszik az állampapírokéval – implicit állami garanciát élveztek. (Galbraith [2008]) Az állam politikai és gazdaságpolitikai érdekből ösztönözte a lakásépítkezést. Ennek az óriási jelzálogpiacnak az összeomlása valóban beláthatatlan következményekkel járt volna. Az állami pénzek segítségével „conservatorship” alá vont intézmények – ez az államosítás álneve – megmenekültek ugyan, de milyen áron? Felmerül a kérdés: hogyan alakulhattak ilyen szélsőséges mértékig kockázatosak a piaci folyamatok?

Ebben vitán felül szerepet játszott a morális fékek fellazulása, az ösztönző rendszerek működése a pénzügyi vállalkozásoknál. Azonban nem csak a vállalati szintű gazdasági morál gyenge. Térjünk itt vissza ismét Rajan gondolataihoz. Sokkal többről van itt szó, mint pusztán a pénzközvetítő szektort vagy a közszolgák moráljáról. Ki kell tekinteni az amerikai gazdaságpolitika nemzetközi dimenzióira is. Nem lehet vég nélkül folytatni, hogy az amerikai gazdaságpolitika a saját nemzeti érdekeit követve, a világ egészét befolyásolja a kulcsvalután keresztül, s mégis ezt mondja: „Az én dollárom a te problémád...” Az amerikai politikának felelősebben kell viszonyulnia a világ gazdaság történéseihez. Joggal teszik fel a kérdést ugyanis a kínaiak: „Önök azt mondják, kövessük a szabályokat. *No, de kik alkotják meg a szabályokat?*” Ezt a kérdést mi is, itt Közép-Európában, gyakran feltehetjük volna 1990 után...

A dollár leértékelődése az euró felértékelődését jelenti, ami hatalmas kihívás elé állítja az exportorientált euro-régiót is. Nyilván összehangolt, felelős gazdaságpolitikával lehet elérni, hogy fennmaradjon a jelenlegi liberalizált nemzetközi pénzügyi és gazdasági rendszer, s ne törjön ki egy protekcionista háború az országok, régiók között. Ehhez azonban nem elég bírálni a fejlett országokat önző politikájukért, konstruktív javaslatokat is le kell tenni az asztalra, a fejlődő országok által is. Valójában nincs átütő erejű koncepció, amely a fejlődő országok részéről a probléma megoldására megfogalmazódott volna. Eléggé valószínűleg viszont olyan altruista magatartást feltételezni az USA-ról, amely szerint elsődlegesen mások problémáinak megoldására törekednének.

Ha összegezzük a fentieket, azt láthatjuk, hogy a válság és a versenyképesség kapcsán a pénzügypolitika minden területének van tennivalója. A monetáris politikának ésszerű szinten kell tartania a tőkeköltségeket, s reális szinten a valuta külső értékét. A fiskális politikának

biztosítani kell a költségvetés hosszú távú egyensúlyát. Nem járhat a folyamatos deficitekkel történő gazdaságélénkítés útján akkor, amikor a nemzetközi verseny strukturális igazodást tesz szükségessé. A változásoknál azonban nem szabad az állam szerepét az esélyegyenlőség csorbítását eredményezően csökkenteni. A védelmi hálót viszont elsősorban az emberekre, és nem a cégekre kell kiterjeszteni. Ezek a gondolatok forradalmian újak a mainstream közgazdaságtan közelmúltban uralkodóvá vált vonulatához képest.

Vajon Kelet-Közép-Európában, s ezen belül is Magyarországon miképpen érvényesülnek a fenti elvek? Külön elemzés tárgya lesz majd ez a kérdés. Mindenesetre látható, hogy a költségvetés-politikai megszorítások és racionalizálások számos válfaját vetették be. Mi mindenképpen különös policy mix-et alkalmaztunk. Hogy mennyire lesz ez sikeres, az idő igazolja.

## Irodalomjegyzék

- BOTOS K. – HALMOSI P.: Jelzálogpiacok az Amerikai Egyesült Államokban és Európában. *Pénzügyi Szemle*, 2010/4, 781–790.
- XVI. BENEDEK PÁPA: *Caritas in veritate kezdetű enciklikája*. 2009. Budapest: Szent István Társulat, 2010.
- GALBRAITH, J. K.: *The Predator*. New York: State Free Press, 2008.
- RAGHURAM, RAJAN: *Fault lines*. Princeton University Press, 2010.
- REINHARD, C. M. – ROGOFF, K. S.: *This Time is different*. Princeton University Press, 2009.
- Mr Rajan was unpopular (but perscient) on a Greenspan party. *Wall Street Journal*, 2009 February 2.

## KELETI VÁLSÁGLECKÉK NYUGATON

*Hogyan nyerték vissza versenyképességüket  
a balti országok a 2008-as válság után?  
Mit tanulhat Európa a balti térségtől?*

KÁKAI-SZABÓ SZILVIA  
PhD-hallgató (PPKE BTK)

A sikeresen rendszert váltó kelet-európai államok – a szakirodalomban általánosan posztkommunista átmenetnek nevezett időszak után – a 2008-as globális gazdasági válság során újra a nemzetközi érdeklődés középpontjába kerültek. Az Európa keleti felén a válság során meghozott kiigazító lépéseket Anders Aslund, svéd közgazdász *The Last Shall Be the First: East European Financial Crisis* című könyvében egyértelműen pozitívan értékeli. A visszatérő növekedési ciklus, az Európai Unión belül meginduló reformelképzelések az államháztartási politikák integrációja terén, a „kétsebességes Európa” (első- és másodrangú EU-tagok) közötti megosztottság visszaszorulása jellemzi a krízis utáni közvetlen időszakot. (Aslund [2010] 43.old.) A kelet-európai válságintézkedések jó mintának bizonyultak, segítségükkel a drasztikus visszaesést sikerült megállítani, és a gazdaságokat ismét növekedési pályára állítani. Valóban végre elért volt-e Európa történelmi megosztottságának vége?

Az Európai Unión belüli intenzívebb gazdaságpolitikai koordináció elgondolásai megkérdőjelezik Aslund következtetését. Az eurózónához tartozó államok német és francia kezdeményezésre a gazdaságpolitikai együttműködést szorosabbra kívánják fogni az euró stabilitásának biztosítására és a versenyképesség erősítése érdekében. Az eurózóna és az azon kívüli térség külön kezelése azonban a „kétsebességes Európa” hatást erősíti fel, elmélyítve a meglévő különbségeket. A balti országok esetében az eurózónához való csatlakozás célja 2014-ben (Észtország esetében az odatartozás 2011-től), alapvetően meghatározza a gazdasági cselekvési teret.

A címben megfogalmazott „keletnek” tágabb keretet adhatunk – egy ugrással Európa keleti feléből Kelet-Ázsiába. Az 1997-98-as kelet-ázsiai válság legfontosabb tapasztalatainak rövid áttekintése azt mutatja, hogy megfelelő intézkedésekkel a globális hullámoknak kitett nyitott gazdaságok is képesek talpra

állni. Ahogy a kelet-ázsiai tigrisek, úgy a közép-kelet-európai államok és a balti tigrisek is elég erősnek bizonyultak ehhez. Miként volt ez lehetséges? Hogy lehet az, hogy az általános „várankozások” ellenére a válság által leginkább sújtott balti államok és Magyarország, továbbá Románia nem jelentős leértékelések, társadalmi megmozdulások árán kerültek ki a küzdelemből, és különösebb törés nélkül, a 2010-es év során megindulhattak a gazdasági növekedés útján? Jelen tanulmány ezekre a kérdésekre keresi a választ, középpontban a legnagyobb fejlődési kilengést felmutató – a csúcstról a mélybe zuhanó, majd magát újra sikeresen feltornázó – balti térséggel, a magyar viszonyokat éppen csak érintve.

## **A 2008-as válság kibontakozása – Előzmények, párhuzamok az Európai Unió keleti térségében**

A válság okainak vizsgálatakor párhuzamot húzhatunk a kelet-ázsiai 1997-98-as pénzügyi válsággal, ahol hasonlóképpen a gazdaság túlfűtöttsége, a túlzott tőkebeáramlás miatt felborult fizetési mérleg egyensúly – vagyis a „siker válsága” – okozta a visszaesést. (Aslund [2010] 10.) Egy ország külső tőkeszerkezetének (vagyis az összes külső forrásának) két fő összetevője a globális részvénytőke (külföldi működőtőke- és portfólió-befektetések), valamint a bruttó külföldi adóssághalmomány. A makrogazdasági tőkestruktúra-elmélet kialakulatlansága miatt a vállalati tőkeszerkezet alapján meghatározható összefüggéseket próbálják a makroszintű elméleti megalapozásra törekvő kísérletek alkalmazni. (Bélyác–Kuti [2009]) A külső tőkestruktúrán belüli szerkezeti arányváltozások, a rövidebb lejáratú hitelek felé történő eltolódás az egyik kísérőjelensége volt az említett „sikerválságnak”. A befektetői szemléletű megközelítési mód a nemzetközi szakirodalomban a részvénytőke-áramláshoz szorosan hozzákapcsolja a hitelek, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok (pénztőke) áramlását. Ezt a módszertant igyekszem én is követni tanulmányomban.

A kelet-ázsiai exportorientált, nyitott piacgazdaságok vonzóképesége nagymértékű és kitartó növekedést eredményezett mind a működő, mind a pénztőke beáramlásában, ami azonban az ingatlanszektorban kötött ki, a tipikus fellendülés és válság ciklust vetítve előre. A hasonló feltörekvő piaci válságokkal ellentétben a folyamatot nem kísérte kiugró államháztartási hiány és államadósság, az a magánszektor túlfűtöttségére korlátozódott. (Aslund [2010] 11.) Ez a helyzet ismétlődött meg az EU új keleti tagállamainak esetében is (Magyarország kivételével, ahol az államadósság mértéke meglehetősen magas értékeket mutatott). A megnyílt kelet-európai piacokra a nemzetközi tőkeáramlásból nagy tételek érkeztek, melyek mögött egyre inkább a rövid lejáratú hitelállomány növekedése állt, valójában itt is az ingatlan beruházásokat és a fogyasztás finanszírozását szolgálva, vagyis a valós gazdasági teljesítmény ke-

vés volt. A rövid távú, kockázatkerülő befektetői magatartásra ad magyarázatot Rajan. (Rajan [2010], idézi Aslund [2010] 11.old.) Szerinte a külföldi befektetők három dolgot tesznek, minimalizálják kockázatukat, aminek érdekében rövid távú kölcsönöket nyújtanak, hogy pénzüket viszonylag gyorsan mobilizálni tudják; külföldi devizában helyeznek ki, hogy az esetleges inflációs hatások, leértékelések ne érintsék őket; továbbá befektetői tevékenységükhöz az adott ország bankrendszerét használják, hogy szükség esetén, bankjait kiegészítve, az adott állam közvetett garanciát nyújtson nekik. Ezt a befektetői gondolkodást igazolta a pénzügyi válság forгатókönyve.

Kelet-Európa egén már 2006 táján jelentkeztek a figyelmeztető „viharfelhők”. A folyó fizetési mérlegnek a GDP százalékában mért hiánya, mely Lettorszáiban és Bulgáriában 2007-ben 23%, ill. 25% értéket ért el, figyelmeztetett az egyensúlytalanságra. A beáramló pénztőke finanszírozta az egyre nagyobb egyensúlyhiányt, ami az államadósság növekedéséhez vezetett. Az 1929-es túltermelési világválság szelleme túlhitelezési válságként tért vissza.

Érdeemes megvizsgálni, mi lehet az oka annak, hogy egyes országokat erősebben érintett a válság, míg másokat alig. A nagy tőkebeáramlást a hazai pénzkínálat gyors expanziója követte. A válság nem a posztkommunista átmenetből eredt, mélysége pénzügyi tényezőkön múlt. Az európai gazdasághoz való mélyebb integráció (Közép-Európa esetében) enyhítő tényezőnek bizonyult. A leginkább sújtott országok gazdaságpolitikáját tanulmányozva alapvető strukturális és szabályozási hiányosságokra derül fény. A válságot jelző indikátorok Európa keleti felén az alábbiak voltak (Aslund [2010] 24. old.):

- közvetlen működőtőke-beáramlással nem finanszírozott, nagymértékű fizetési mérleg hiány,
- kétszámjegyű infláció (a hitelállomány jelentős növekedése áll mögötte),
- devizahitelek magas aránya (államháztartás viszonylag jó állapota mellett).

A fenti mutatók határozottan jelzik miért is állt ellen könnyebben a válságnak Lengyelország, Csehország, Szlovákia és Szlovénia a nemzetközi krízis kirobbanásakor, és milyen folyamatok erősödtek fel a balti államok esetében, valamint Romániában, Bulgáriában és Magyarországon. Ennek a tanulmánynak a keretei elsősorban a balti országok részletesebb vizsgálatára szolgálnak megfelelő teret.

## **A balti országok a válság viharában**

Lettországban és Észtországban a két leginkább túlfűtött gazdaságban az ingatlanárak a 2003-2007 közötti időszakban 240, ill. 200%-kal emelkedtek. A nagy ingatlan boomot külföldi bankhitelek finanszírozták. Amikor a hosszú távú



tőkemozgásokat (külföldi közvetlen tőkebefektetéseket) felváltják a rövid távú pénztőkeáramlások (bankkölcsonök) az a gazdasági boom kipukkanásához vezet. (Aslund [2010] 56.old.) A külföldi közvetlen működőtőke-befektetések arányának nagymértékű megugrása az utóbbi két évtizedben egyrészt a sikeres piacgazdasági átmenetet lebonyolító országok teljesítményének, az alacsony termelési költségeknek, valamint az európai piac vonzókéességének, másrészt az Egyesült Államok hosszantartó expanzionista monetáris politikájának a következménye volt. A súlypont a közvetlen működőtőke-befektetésekről egyre inkább a rövidebb lejáratú hitelezési tevékenység felé tolódott el. Kelet-Európa gazdaságait hitellel árasztották el. 2005-2008 között a pénzkínálat az eurózónában éves szinten 9,5%-kal nőtt, az erőteljes ingatlanpiaci fellendülés mellett. Az egyre nagyobb mértékű tőkebeáramlás kedvező feltételekre lelt a rögzített árfolyam-politika miatt megugró inflációs folyamatokban. Ráadásul a belső fogyasztás is lendületet kapott az olcsó hitelekre építve.

Az aggasztó folyamatot figyelve néhány a balti térségben aktív külföldi bank hitelkorlátozó tevékenységbe kezdett kockázati kitettségük csökkentése érdekében, de a meglévő hazai bankok is a hitelszabályzatok szigorítását kezdeményezték. Az intézkedések következtében az ingatlanárak csökkenni kezdtek, magukkal rántva a beruházások és a magánfogyasztás mértékét is. A balti országokat és a többi kelet-európai országot ilyen körülmények között érte el a nemzetközi pénzügyi piacok befagyása 2008 szeptemberében. A kelet-európai bankokat finanszírozó hitelpiac fontos szereplőjének, az UBS svájci bankcsoportnak az amerikai másodlagos jelzálogpiacon elszenvedett veszteségei a finanszírozási források jelentős beszűküléséhez vezettek. Az infláció a rögzített árfolyam-politikát alkalmazó államokban rendkívül megugrott (Lettország 2008 – 18%). Mivel a balti országok a rögzített árfolyam-politikájukon nem akartak változtatni, két lehetséges eszközük maradt az eurozóna hiteláramlatával szembeni „védekezésre”. A szigorú monetáris politika és banki szabályozás, illetve az államháztartási többlet felhalmozásának útját járhatták.

A lett gazdaság a 2000-2007 közötti időszakban átlagosan évi 9%-al bővült, ugyanakkor a külföldi adósságállománya 2008 végére elérte a GDP 137%-át. A rendkívül túlfűtött gazdaságban a visszaesés drámai volt. A GDP 4,6%-kal esett vissza és a munkanélküliség is elszabadult. 2009-ben a visszaesés 18%-ot ért el, közelítve a posztkommunista átmenet időszakának mértékét (1992: 32,1%). Észtországban, ahol a 2000-es években végig 8-10% körüli GDP-növekedést regisztráltak, szintén jelentős volt 2008 és 2009 folyamán a visszaesés 5,1%, illetve 13,9%. Litvánia 2008-as teljesítménye még növekedést mutatott, 2009-ben viszont 14,7%-os GDP-csökkenést kellett elkönyvelnie. (Eurostat [2011])

## A válságkezelés balti „trükkjei”

A gazdasági stabilizációhoz tudatosan a bevételnövelés és kiadáscsökkentés klasszikus egyenlegét alkalmazták. A balti országok esetében ehhez nem egyforma utak vezettek. Lettország nemzetközi stabilitási program igénybevételére kényszerült, Észtország és Litvánia saját erőből, hazai válságsomaggal lett úrrá a válság nehezen. 2009 őszéig tartotta magát az az általános nemzetközi vélekedés, mely szerint a rögzített árfolyam-politikát követő országok nem kerülhetik el a devizájuk leértékelését. (Krugman [2008], Hugh [2008], Roubini [2009]). Az eurobevezetés céljának tartása érdekében a leértékelést mindenképpen elkerülni szándékozó államoknak a rögzített devizák mellett egyetlen lehetősége volt, a szigorú fiskális politika követése. Az államháztartási egyensúly fenntartásának eszközeként az újabb adók kivetése helyett a kiadások csökkentése került előtérbe, ez politikailag is kedvezőbb lépésnek bizonyult, erősítve a társadalmi összefogás érzését a nehéz időkben.

A balti országok az államháztartás kiadásainak visszafogásával a devizájuk leértékelése helyett egyfajta „belső leértékelést” hajtottak végre, állami intézmények bezárásával, a közsférában megvalósult fizetésescsökkentéssel, melyek 2009-ben a GDP arányában megközelítették a 8-10%-os szintet. A strukturális reformok terén a lettországi (kórházbezárásokkal járó) egészségügyi reform – jelentős költségcsökkentéssel, a hatékonyság növelése irányába tett elmozdulással; valamint a litván felsőoktatási reform lépései jelentősek. A nyugdíjkérdés a következő nagy, megoldásra váró problémacsomag maradt.

A történelmi léptékkal közelmúltban függetlenné vált balti államokban az összefogás került előtérbe, mind társadalmi, mind gazdasági téren. Nem véletlen, hogy a legmélyebb gödörbe került Lettország kiségitéséhez nyújtott 7,5 milliárd eurós hitelkerethez Észtország is hozzájárult (a skandináv országok, Csehország, Lengyelország, az EU, a Nemzetközi Valutaalap IMF és az EBRD mellett) (Aslund [2010] 36.old.). A válságkezelés során a koalíciós kormányzás kedvező keretnek bizonyult, felelősségteljes válságkezelő „menedzsmentet” termelve ki, és megfelelő alapot biztosítva a kooperációnak.

*Lettország* az IMF és az EU segítségével tudta helyzetét stabilizálni. Kétkörös (2008. decemberi a GDP 7 %-át, illetve 2009. júniusi a GDP 4%-át kitevő) válságkezelő intézkedéscsomagjában a személyi jövedelemadó kulcs, áfakulcs emelése (23-ról 25%-ra, ill. 18-ról 21%-ra), az értékhatárhoz kötött progresszív ingatlanadó bevezetése (2011 júliusától), az állami intézményekben foglalkoztatottak számának csökkentése és a nyugdíjak (2009 - 10%) csökkentése szerepelt. (Cross-Country Study [2010]) A második stabilitási csomag intézkedéseit, az alkotmánybíróság által jogellenesnek minősített nyugdíjcsökkentés kivételével, sikerült megvalósítani. (A 2008-as intézkedéseket, a vártnál erőteljesebb recesszió miatt, csak részben.) A versenyképesség javítása érdekében hozott in-

tevékenységek közé tartozott a kis- és középvállalkozások üzleti tevékenységéhez nyújtott támogatási formák kidolgozása, a külföldi befektetésekért cserébe tartózkodási engedély nyújtása, valamint az exportképes termékek támogatására jóváhagyott keretösszegek. Bár a GDP visszaesése 2008-2010 folyamán 25%-ot tett ki, mértéke összességében kisebb volt a 2005-2007 közötti 33%-os növekedésnél. A viharfelhők elülésével a GDP bővülése 2010 harmadik negyedévében indult meg újra.

A szabad piaci reformokban régóta élenjáró *Észtország* gazdasága konszolidálása érdekében nagyszabású válságkezelésbe kezdett. (Aslund [2010] 41.old.) A GDP 9%-át meghaladó megszorítások alapvetően a kiadáscsökkentő intézkedéseken alapultak. 2009 folyamán az első fázisban *Észtország* csökkentette a közintézmények és közhivatalok működési költségeit, a közszférában dolgozók béreit, valamint a nyugdíjakat, a magán-nyugdíjpénztárak, illetve az egészségbiztosítási pénztár állami hozzájárulását, emelte a munkanélküli-biztosítás befizetendő összegét és a jövedéki adókat. A pénzpiaci bizalom erősítése érdekében az észti jegybank egymilliárd eurós hitelkeretre szóló megállapodást kötött a svéd jegybankkal. A válságkezelő intézkedések második fázisa a gazdaság élénkítését célozta, egyrészt beruházásösztönző intézkedésekkel, másrészt a vállalkozások finanszírozási lehetőségeinek javításával. *Észtország* 2009-ben a GDP 14%-os, 2008-ban 3,6%-os visszaesését volt kénytelen elkönyvelni, a megelőző nyolc konjunkturális évben viszont a gazdaság bővülése 8,2%-os GDP-növekedést ért el éves átlagban. Különböző pénzügyi támogatási formákkal, új munkatörvénnyel, képzési programokkal igyekeztek a munkaerőpiaci rugalmasságot növelni, egy átfogó jogi intézkedéscsomaggal a gazdasági tevékenységek egyszerűsítését, élénkítését kívánták elérni. A gazdaság növekedési pályája 2010 második negyedévében állt helyre. *Észtország* 2011. január 1-jétől bevezette az eurót.

*Litvánia* szintén önerőből hajtotta végre gazdasága stabilizálását, bár helyzete erősen hasonlított a lettországihoz. A 2008-as, a GDP 4%-át kitevő és a 2009. májusi, a GDP 3%-át, majd júliusi a GDP 0,5%-át kitevő takarékosági intézkedéscsomag a költségvetési kiadások radikális (2009-ben a GDP 8%-át, 2010-ben további 5%-át kitevő) csökkentésén alapult, adóreformmal és a kötelező nyugdíjpénztárakba való átutalások csökkentésével kiegészülve. (Cross Country Study [2010]) A közkiadások csökkentése (a közszférában dolgozók létszámának és béreinek csökkentése, a nyugdíj- és szociális kiadások csökkentése) bevételnövelő intézkedésekkel egészült ki (áfakulcsok emelése, a társasági adó emelése). Komoly reformfolyamatok indultak be a közszférában és a felsőoktatás radikális reformja is megkezdődött. A gazdaság élénkítését célozta a kis- és középvállalkozói réteg hitelhez jutásának elősegítése. A növekedés 2010 második negyedévében állt vissza.

## A versenyképesség kérdése a balti országokban

A gazdasági kiigazítás viszonylag gyorsan lezajlott a kelet-európai térségben. Ritka az olyan látványos pozitív változás a folyó fizetési mérleg mutatóinál, ami a balti országok esetében megfigyelhető volt. (Aslund [2010] 43.old) A gazdasági hatékonyság megteremtésének célja mind a kiadási, mind a bevételi oldalon jelentős reformintézkedések meghozatalára sarkallta a válság sújtotta államokat. Lettország esetében a 2008-as 13%-os GDP arányos mérleghiányt 2009-ben 9,4%-os aktívum váltotta fel. A költségvetési kiadások visszafogása ellenére a GDP arányos kiadások – a GDP visszaesése miatt – nőttek, különösen a nyugdíjakra fordított összegek aránya nőtt meg. A szociális szolgáltatások reformja pontosan azt célozza, hogy magát a szolgáltatást finanszírozza az állam, ne a mögötte álló intézményrendszert. Az adózás strukturális reformjával a munkáról és a tőkejövedeletről a fogyasztásra helyeződik a hangsúly, a bázis egyidejű szélesítésével. A legnagyobb szociális probléma, mely a gazdasági hatékonysággal kölcsönhatásban van, a munkanélküliség. Lettország, Litvánia és Észtország 2010 elején elért „csúcsai” 19, 18, 17%-kal messze meghaladták az EU 9,5%-os átlagát. (Eurostat [2011]) A munkanélküliség magas szintje a migrációs mozgások megélékülését eredményezi, melynek összetett demográfiai következményei lehetnek. Ennek a folyamatnak a vizsgálata meghaladja a jelenlegi szerkezeti kereteket.

A közszférában végrehajtott bércsökkenések a versenyszféra béreire is kihatással voltak. A statisztikák kisebb mértékű bércsökkenést mutatnak, de a szürke- és feketegazdaság adataival kalkulálva akár 15-20%-os bércsökkenéssel számolhatunk. A magasabb fizetésűek esetében a csökkentés nagyobb mértékű volt, ez egyfajta kiegyenlítő mechanizmusként hatott, ami a társadalmi nyugtalanságra fékező erővel bírt. A versenyképesség erősödését eredményezte a munkaerő költségének csökkentése. A balti országok a munkaerő olcsóbbá tételével, a közszféra terheinek csökkentésével igyekeztek gazdaságaikat a növekedési pályára visszaállítani. A humán tőke differenciálódásával a magasabb hozzáadott értéket előállító munkaerő értéke növekszik. A balti országok ezt a trendet kihasználva versenyképesebbé tudták tenni munkaerőpiacukat a közvetlen és közvetett bércsökkenéssel. A következő évekre várható mutatók alátámasztják az intézkedések indokoltságát. A munka értékének meghatározása szorosan összekapcsolódik a képzettség szintjével, vagyis az oktatás minőségével.

Az oktatáspolitikája jelentősége egy adott ország hosszú távú fejlődési ívébe beágyazva mutatkozik meg valójában. Térben és időben egyaránt nagyobb horizontok áttekintése szükséges ennek vizsgálatához, jelen tanulmány fókusza a részletes elemzésre nem ad lehetőséget, néhány szempontot azonban érdemes kiemelni. A gazdasági fejlődés fenntarthatósága az adott társadalom versenyképességén alapszik. Ha a munkaerőpiac igényeit rugalmatlanul követi az

oktatáspolitikai, vagyis az igények nem találkoznak az oktatási intézmények által „kibocsátott” munkaerővel, a kereslet nincs egyensúlyban a kínálattal. A középiskolát végzettek tudásának hanyatló szintje és a felsőfokú diploma devalválódása, a műszaki diplomások egyre alacsonyabb aránya markánsan jelzi a problémát. A statisztikák ugyanakkor azt mutatják, a képzettség magasabb foka magasabb fizetési fokozatot is jelenthet, és egyáltalán az elhelyezkedésben előnyt nyújthat. Különösen recesszió idején erősödhet fel ez az általános tendencia. Lettorszában a 2005-2007-es konjunkturális időszak az alacsonyan képzett munkaerő hiányát eredményezte, sokan helyezkedtek ekkor el az építőipar, ingatlanüzlet területén. A gazdaság visszaesésének éppen ők voltak az első szenvedő alanyai.

A humán tőke szerepe a gazdasági növekedésben meghatározó. A képzettség és a termelékenység kölcsönhatásban áll egymással. Egy képzettebb ember nagyobb hozzáadott értéket termelhet azonos időegység alatt, mint egy kevésbé képzett. (Cross-Country Study [2010]) Az adott munkaerőpiac igényeinek kellene meghatározni az oktatási intézmények képzési struktúráját. A struktúrák azonban kevésbé rugalmasan követik az igényeket, és a hosszabb távú előrejelzések a fejlődési irányokat tekintve messze nem megbízhatóak. Az ipar és információtechnológia a jövőben is minden bizonnyal fenntartja meghatározó helyét a gazdasági struktúrában. A gazdasági fejlődést továbbra is a tudományos innovációkon alapuló technikai haladás hajtja. Az oktatási rendszer feladata kettős, nem elegendő már az a szerepkör, hogy a gazdaságot megfelelően képzett emberekkel ellássa, a versenyképesség erősítése érdekében szükség van az innovációs potenciál erősítésére. Egyszerű nagyobb hangsúly helyeződik az élethosszig tartó tanulás szükségességére, a munkaerő új és újabb technológiai innovációkkal való megismertetésére, továbbképzésére. A hosszú távú gazdasági fejlődési ciklusok folyamatos rövidülésével a megszerzett tudás még gyorsabban válik elavulttá. Észtország reálisan ragadta meg annak a potenciálnak a kiaknázását, ami a digitalizációban rejlik, elavult struktúrákat a világ élvonalába tartozókra cserélve le. Az elektronikus közigazgatás és védelem terén nemcsak a csúcstechnológiát alkalmazza, hanem annak fejlesztésébe is széleskörűen bekapcsolódott. Tallinnban lesz 2012-től a székhelye az EU új IT-ügynökségének.

A balti országokban a rendszerváltással összefüggő szerkezeti átalakítások idején a munkaerőpiac teljesítménye kezdetben meglehetősen gyenge volt. (Cross-Country Study [2010]) Ez tükröződött a munkanélküliség magas arányában és a kivándorlás mértékében. A 2000-es évektől kezdve a termelés egyre nagyobb munkaerő felszívására vált képessé. A felzárkózást lehetővé tevő gyors növekedés alapja a nyugat felé orientálódás volt, az európai integráció. Az ágazati átalakulás a szolgáltató szektor térnyerését jelentette, ezen belül is a kereskedelem, közlekedés, ingatlanpiaci és építőipari szolgáltatások elsőbbségével. Nagy ütemben történt meg a pénzügyi szolgáltatások felzárkózása. A pénzügyi

integráció és konvergencia a piaci szereplők bővülésében és a kedvező feltételekben mutatkozott meg. A piacgazdaság térhódítása a reformfolyamat során hatékonyan és sikeresen megtörtént. Ennek eredményeképpen a válságidőszakokban ezek az országok képesek helytállni, a növekedési ciklusba visszatérni.

## A válságból való kilábalás tanulságai

Vizsgálatunk rádiuszát újra egész Kelet-Európára kiterjesztve, a tanulságokat elemezve megállapíthatjuk, hogy a válság hatása mélyebb volt ezen államok esetében, mint az EU régebbi tagállamainál, mégis a pénzügyi stabilitás fenntartására irányuló erőfeszítéseik révén megerősödve tudtak túllépni a nehézségeken. A válságkezelés során Aslund (Aslund [2010, 113.]) a legfontosabb szereplőnek az IMF-et tekinti. Ennek ellenére érdemes alaposan szemügyre venni az adott országok képességét az erőforrásaik átcsoportosítására, a belső megújulásra. Aslund szerint a Valutaalap döntő szerepet vállalt mind az újonnan csatlakozott keleti államok, mind az eurózóna dél-európai államainak nehézségei kezelésében, megoldásában. Az Európai Központi Bank reagálását megkésettnek és nehézkesnek tekinti, mely sem a válság megfékezéséhez, sem az előzetes vészjelzések vételében nem bizonyult elégségesnek. A laza globális pénzügyi fegyelem ellenében nem kezdeményeztek megfelelő szigorításokat. A keleti új tagállamokat elárasztó forrásbőséget nem tudták kellőképpen szabályozni, figyelmen kívül hagyták a gazdaság túlfűtöttségét, és nem szenteltek elegendő figyelmet a pénzügyi stabilitásra. Fontos tanulság az EKB eurózónán kívüli tagállamokban való aktivitásának újragondolása. Aslund ugyanakkor elismeri, hogy a bankrendszer stabilitásának fenntartásában jelentős szerepe volt az EKB-nak. A tanulság az, hogy a stabilitás kritériumainak betartását nemcsak az újonnan csatlakozókon kell számon kérni, hanem a „kemény magon” is, e szabály fellazulása megbosszulhatja magát. A kelet-európai gazdaságok úgy tűnik megerősödve léptek át a válságon, kényszerhelyzettől hajtva versenyképességük megerősítését célzó intézkedéseket hoztak. A globális pénzügyi válság hatásait vizsgáló EBRD-tanulmány a közép-kelet-európai országok és az EU-15-ök gazdaságainak összehasonlításakor a nagyobb befolyást az előbbi csoportnál érzékelték. A kisebb országok esetében, ahol a bankrendszer is esetleg sérülékenyebb, a válság hatásai erősebbek lehetnek. A válságnak a növekedési potenciálra való kihatását a fiskális politika nagyobb mértékben képes befolyásolni, mint a monetáris politika. (Furcieri et al. [2011] 22.old. )

A válság által kikényszerített reformok a balti országokban (szociális juttatások szabályozása, közigazgatás, egészségügy, oktatás) normál folyamatok mellett valószínűleg nem, vagy nem ilyen formában valósultak volna meg. A gazdaság talpra állításával meginduló bevétel-növekedés kedvezőbb helyzetbe

hozhatja a kelet-európai gazdaságokat az EU-15-öknél fiskális és strukturális politikáik terén. Bár a megszorító fiskális intézkedéseknek a növekedési kilátásokra rövid távon negatív hatása van a külső egyensúlytalanságok visszafogásával, a bizonytalan adóskockázatok csökkentésével mégis a gazdasági erősödést szolgálhatják. (Cross-Country Study [2010])

A keleti EU-bővítés során az integrációba beemelt országok alapos vizsgálata felfedhet olyan tényeket, melyek még jobban rávilágítanak arra, hogy egy ilyen méretű gazdasági válság során honnan merítenek erőt ezen országok a túléléshez. A válságból való kilábalás lépcsőfokait újra járva, kitűnik a parlamentáris kormányzás fontos szerepe, a koalíciós kormányzás biztosította kedvező keret, mely lehetőséget teremtett a gyors váltásokra, a nemzeti összefogásra (ez Magyarország esetében kevésbé valósult meg). Az IMF gyorsan és hatékonyan sietett a bajbajutott országok segítségére (három ország szorult rá sürgősségi hitelkeretére), kevésbé szigorú feltételeket felállítva (nagyobb költségvetési hiányt engedve) segítve a talpra állást. Míg a keleti tagok esetében az EU hatékonyan tudott együttműködni az IMF-el, a válság eurózónára való áttérjedésekor hezitálás volt megfigyelhető. Az eurózónára is kiterjedő államháztartási nehézségek, a dél-európai és ír válság, az Európai Monetáris Unió hiányosságaira, fekete foltjaira irányították a figyelmet. Aslund „megoldása” a mélyebb gazdasági integráció, egyenesen egy „European Monetary Fund” felállítását is felveti, mint az esetleges jövőbeli válsághelyzetek kezelésének kulcsát. (Aslund [2010] 99.old.) Az intézményesítés gondolatát Schäuble német pénzügyminiszter 2010 márciusában fejtette ki, az esetleges hasonló pénzügyi válsághelyzetekre való felkészülés érdekében, Daniel Gros és Thomas Meyer 2010. februári tanulmányára alapozva. (Gros–Meyer [2010]) A „gondolatot” tett is követi, a 2011 márciusában jóváhagyott átfogó válságkezelői csomag részeként 2013 közepétől önálló kormányközi szervezetként létrejön az állandó stabilitási mechanizmus (ESM) – viszont az eurózónára korlátozva.

## Konklúzió

A válság tapasztalatainak összegzése az európai konvergencia szükségességét mutatja, az európai segítségnyújtási mechanizmusok újragondolását, intézményesítését hangsúlyozza. A kelet-európai gazdaságok hatékonyabb struktúrákkal megerősödve, versenyképességük növelésével hagyták maguk mögött a hosszabb konjunkturális időszak utáni első komoly válság éveit. A kikényszerített reformok (szociális juttatások, közigazgatás, egészségügy, oktatásügy terén) nem biztos, hogy ilyen formában megvalósultak volna, bár a nyugdíjhelyzet rendezésénél nem történt előrelépés, tekintettel a munkanélküliség égető problémájára, amit csak súlyosbított volna a szerkezetváltás ezen a

területen. Az újra meginduló növekedés egészségesebb feltételek mellett valósulhat meg. A nyitott gazdaságból adódó hatásmechanizmusok a globális piac meghatározó szereplőinek fejlődési vonalához kapcsolják ugyanakkor a térség államait. Legközvetlenebbül a meghatározó exportpiacuk, Nyugat-Európa gazdasági fejlődéséhez. Itt az ideje, hogy a nyugat is okuljon a keleti tapasztalatokból. Bár az összesítésben az 1990-es és 2000-es évek növekedést hoztak a vizsgált régióknak, az európai megosztottság vége, mely oly nehezen oszladozik, ha sikerül is valaha neki, csak a távolból tűnik megvalósulni.

1. ábra: Általános gazdasági mutatók és előrejelzés  
a balti országok viszonylatában, 2009–2012

	2009	2010	2011*	2012*
<b>Észtország</b>				
GDP- növekedés (% éves szinten)	-13,9	3,1	4,9	4,0
Infláció (% éves szinten)	0,2	2,7	3,6	2,3
Munkanélküliség (%)	13,8	16,9	13,0	11,5
Költségvetés egyensúlya a GDP %-ában	-1,7	0,1	-0,6	-2,4
Folyó fizetési mérleg egyensúlya a GDP %-ában	4,5	2,8	1,8	0,1
<b>Lettország</b>				
GDP- növekedés (% éves szinten)	-18,0	-0,3	3,3	4,0
Infláció (% éves szinten)	3,3	-1,3	1,1	1,8
Munkanélküliség (%)	17,1	18,7	17,2	15,8
Költségvetés egyensúlya a GDP %-ában	-9,7	-7,7	-4,5	-3,8
Folyó fizetési mérleg egyensúlya a GDP %-ában	8,6	3,6	-0,3	-1,6
<b>Litvánia</b>				
GDP- növekedés (% éves szinten)	-14,7	1,3	5,0	4,7
Infláció (% éves szinten)	4,2	1,2	2,3	2,8
Munkanélküliség (%)	13,7	17,8	15,5	12,7
Költségvetés egyensúlya a GDP %-ában	-9,5	-7,1	-5,5	-4,8
Folyó fizetési mérleg egyensúlya a GDP %-ában	2,6	1,5	0,2	-0,6

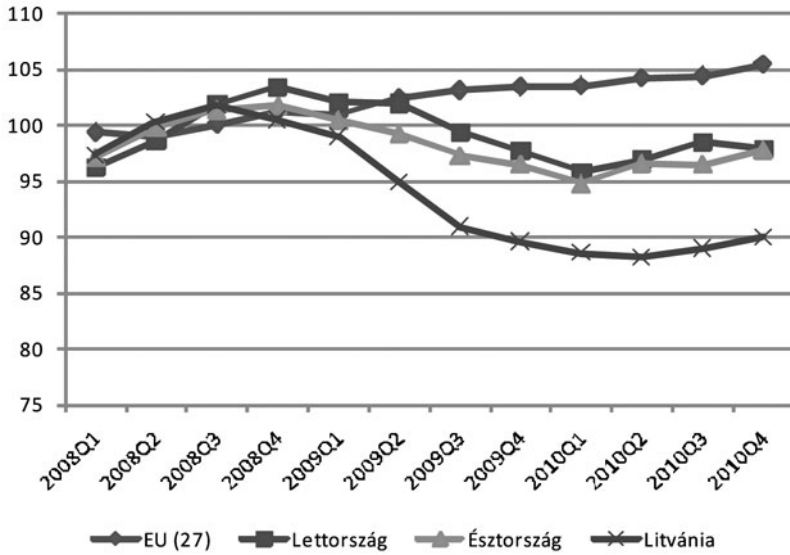
\*előrejelzés

Forrás: European Commission, DG ECFIN, Statistical Annex of European Economy, Spring 2011 (cut-off date: 2 May 2011), [http://ec.europa.eu/economy-finance/eu-forecast/2011\\_spring\\_forecast\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy-finance/eu-forecast/2011_spring_forecast_en.htm) (letöltve 2011. május 16.),

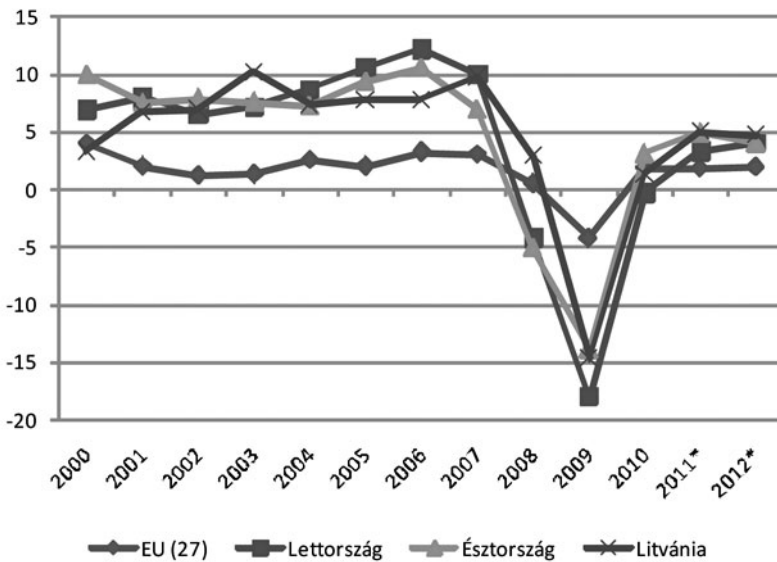
Inflációs adatok: European Commission, DG ECFIN, European Economic Forecast, Autumn, 2010. European Economy 7/2010, [http://ec.europa.eu/economy-finance/publications/european\\_economy/2010/pdf/ee-2010-7\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy-finance/publications/european_economy/2010/pdf/ee-2010-7_en.pdf) (letöltve: 2011. május 16.)



2. ábra: Munkaerő-költség index és változás (2008=100%)



3. ábra: Reál GDP-növekedés (%)



A 2. és 3. ábra forrása: Eurostat adatbázis alapján saját szerkesztés (\* előrejelzés)

## Irodalomjegyzék

- ASLUND, ANDERS: *The Last Shall Be the First: The East European Financial Crisis*. Washington: Peterson Institute for International Economics, 2010.
- ASLUND, A. – DOMBROVSKIS, V.: *How Latvia Came through the Financial Crisis*. Washington: Peterson Institute for International Economics, 2011.
- BÉLYÁCSZ IVÁN – KUTI MÓNIKA: Külföldi működőtőke és külső eladásodás. *Közgazdasági Szemle*, LVI. évf., 2009. február, 133–154.
- ÉSZT STATISZTIKAI HIVATAL honlapja – statisztikai adatbázis <http://www.stat.ee>
- EUROPEAN COMMISSIO: Cross-Country Study Economic Policy Challenges in the Baltics. *European Economy Occasional Papers*, 58, February 2010.
- EUROPEAN COMMISSION, DG ECFIN: European Economic Forecast. Autumn, 2010. *European Economy*, 7/2010.  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2010/pdf/ee-2010-7\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2010/pdf/ee-2010-7_en.pdf) (letöltve: 2011. május 16.)
- EUROPEAN COMMISSION, DG ECFIN: *Statistical Annex of European Economy*. Spring 2011 (cut-off date: 2 May 2011), [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu/forecast/2011\\_spring\\_forecast\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/forecast/2011_spring_forecast_en.htm) (letöltve 2011. május 16.)
- EUROSTAT ADATBÁZIS: [www.epp.eurostat.ec.europa.eu](http://www.epp.eurostat.ec.europa.eu)
- FURCERI, D. ZDZIENICKA, A.: The Real Effect of Financial Crises in the European Transition Economies. *Economics of Transition*, 19, 2011. 1–25., doi: 10.1111/j.1468-0351.2010.00395.x
- Global Economic Outlook January 2011* Nordea Bank, 2011 [http://www.nordea.lt/files/downloads/Global\\_economic\\_outlook\\_2011\\_January.pdf](http://www.nordea.lt/files/downloads/Global_economic_outlook_2011_January.pdf) (letöltve 2011. május 12.)
- HUGH, EDWARD: Why the IMF's Decision to Agree a Latvian Bailout Programme Without Devaluation Is a Mistake. *RGE Monitor*, December 22, 2008. <http://fistfulofeuros.net/afoe/why-the-imfs-decision-to-agree-a-lavian-bailout-programme-without-devaluation-is-a-mistake/> (letöltve 2011. május 12.)
- KRUGMAN, PAUL: Latvia is the New Argentina. *The New York Times* blog. December 23, 2008. <http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/12/23/latvia-is-the-new-argentina-slightly-wonkish/>(letöltve 2011. május 12.)
- LETT STATISZTIKAI HIVATAL honlapja – statisztikai adatbázis <http://www.csb.gov.lv>
- LITVÁN STATISZTIKAI HIVATAL honlapja – statisztikai adatbázis <http://www.stat.gov.lt>
- NEMZETKÖZI VALUTAALAP honlapja – statisztikai adatbázis <http://www.imf.org>

RAJAN, RAGHURAM: *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy* Princeton, PUP, 2010.; idézi:

ANDERS ASLUND: *The Last Shall Be the First: The East European Financial Crisis*. Washington: Peterson Institute for International Economics, 2010.

ROUBINI, NOURIEL: Latvia's Currency Crisis Is a Rerun of Argentina's. *Financial Times*, June 11, 2009. <http://www.ft.com/cms/s/0/84f884c6-561f-11de-ab7e-00144feabdc0.html#axzz1SeBshw00> (letöltve 2011. május 12.)

### **III.**

## **Az állam szerepe a jogi szabályozás tükrében**





# AZ ÁLLAM GAZDASÁGI SZEREPVÁLLALÁSÁNAK VERSENYJOGI KERETEI

*az EU-tag Magyarországon<sup>1</sup>*

TÓTH TIHAMÉR  
egyetemi docens (PPKE JÁK)

## **Állam vagy piac? Piac és állam!**

Az állam gazdasági, azaz piaci szerepvállalásáról szólva kézenfekvő gondolat úgy felépíteni gondolatmenetünket, hogy elsőként meghatározzuk, mit értünk állam alatt, illetve mit gondolunk a piacról. Rendhagyó módon mégis átugornám e kettős fogalom meghatározást, és kevésbé racionális úton kalauzólnám olvasóimat témám útvesztőjében. Kerülném az állam és a piac szembeállítását is, nem kívánom, hogy vagy-vagy alapon válasszunk közöttük. E helyett egy kibékítő, a közös nevezőt kereső megközelítést javasolok. Az államban és a piacbán az a közös, hogy mindkettő emberi közösség által létrehozott struktúra, valóság, így emberek állnak mögötte, s ha jól működnek, akkor az embereket szolgálják. XIV. Lajos francia királynak tulajdonított mondást, mely szerint „*L'état c'est moi*”, csak kicsit kell átalakítanunk, mondhatni demokratizálnunk. „*L'état c'est nous*”. Az állam mi vagyunk. A Parlament egy épület, de az Országgyűlés már hús-vér emberek gyülekezete. A közjót szolgáló miniszterek, köztisztviselők, bírák szintén közülünk valók. A piacot szintén nem szabad egy életidegen, sőt életellenes gépezetként szemlélni. Lehet ugyan erre ereszkedő, arra emelkedő keresleti és kínálati görbék rajzolni, de a görbék kis pontjai egy-egy ember (fogyasztó vagy éppen gyáros, kereskedő) lehetséges döntését jelölik. Az állam is mi vagyunk, a piac is mi vagyunk. Az állam is miértünk van, a piac is miértünk működik. Nincs helye szembeállításuknak. Alkotóelemük is közös, céljuk is egybevág: az ember szolgálata.

Az eszközök mások. A piac dimenziójában az egyes vállalkozások, illetve az egyes fogyasztók tipikusan önérdükük által motiváltan és rövid távon gondolkodva hoznak gazdasági döntéseket: mit termeljenek, hol, hogyan, mekkora

---

<sup>1</sup> A konferencián elhangzott előadás, illetve a tanulmány 'A verseny szerepe és felfogása Magyarországon' c. OTKA 78683. számú kutatás részét képezi.

saját vagy külső tőkéből, hogyan juttassák el a fogyasztókhoz, illetve melyik árut vegyék le a polcról, az ár, vagy egyéb tényezők alapján döntenek, sokat vegyék-e belőle, vagy kevesebb is elég, stb. Az állam közjót szolgáló szerepköréből adódóan magasabbról, ideális esetben elfogulatlanul hozhat hasonló eredménnyel járó döntéseket. Dirigista állammodellnél a végeredményt közvetlenül befolyásolva, utasítva a gyártókat, szigorú eszközökkel terelgetve a vevőket. A piacpárti állam ehhez képest közvetve, jogszabályok útján próbálja ugyanazt elérni, inkább kereteket teremtve és a szereplőket motiválva, mintsem a szabad piaci döntés lehetőségét kiiktatva. Tudjuk azt is, hogy egyik döntési-szervezési folyamat sem tökéletes (miért is lenne az, ha az alkotóelemük, az ember is esendő?). A piaci hibák legitimizálják az állam gazdasági beavatkozását. Az állami hiba, például egy rosszul megírt, vagy helytelenül végrehajtott szabályozás következményeiért ugyanakkor könnyen lehet ismét a piacot hibáztatni, még erősebb, még kiterjedtebb állami intervencióért kiáltva, ezzel gyakran még inkább elmélyítve a bajt.

Pedig az állam is hibázhat, hozhat polgárai szempontjából rossz döntéseket. Érdekes dimenzióba emeli e kérdéskört az európai integráció kérdésköre. A nemzeti ügyért Brüsszellel csatába menni kész politikus kevés tagállamban veszítene szavazatokat. Az egységes európai piac egyes részeit befolyásoló tagállamoknak van olyan döntési tartománya, amely jó ugyan a saját polgárainak, de rossz más országok lakosainak, vállalkozásainak. Az egyedülálló mélységű és terjedelmű uniós jog egy része éppen erről szól: a magasabb szintű, távlatibb közös érdekeiket felismerő tagállamok közösen megkötötték saját kezeiket. Talán azt is mondhatjuk, hogy szélesebb horizontot tekintenek át döntéseik kapcsán. Európa igazából akkor lesz egységes, ha a magyar törvényhozás nemcsak a határon túl rekedt nemzettársak érdekeit veszi olykor figyelembe, hanem a román, bolgár, vagy éppen osztrák polgárokra gyakorolt hatással szemben sem lesz érdektelen. Addig is, uniós intézmények biztosítják, hogy az egyéni (nemzeti) érdekek egy bizonyos szint fölött ne veszélyeztessék az integráció ügyét. A szuverenitásuk egy részét átengedett tagállamok gazdaságyszabályozó elképzeléseinek uniós jogi realitások szabnak gátat. E kereteket lehet ugyan egy-két évig feszegetni, de végső soron a luxemburgi Bíróság verdiktjeinek és a mögötte álló legitim uniós elvárásoknak meg kell felelni.

A fejezetcímet tehát akár tovább is lehetne értelmezni: állam vagy piac, európai állam és európai piac, európai állam kontra nemzeti piacot védő állam, nemzeti állam kontra európai piac?

## Az állam alkotmányos gazdasági szerepvállalása

Az állam gazdasági szerepvállalásának ténye és szükségessége ma nem kérdés, hanem tény. Amin vitatkozni lehet és kell, az a koronként, országoként változó mérték és módszer kérdésköre. Ha alaposan körbenézünk, szabadnak mondott piacgazdaságunkban nem nagyon találunk olyan piacot, ahol az állam figyelő tekintete nélkül, teljesen szabadon lehetne tevékenykedni. Bár ez is nézőpont kérdése: véleményem szerint valódi szabadság nem is létezhet külső korlátok nélkül. A Dickens könyvekből is ismert, mai szemmel embertelenül nyomasztó „manchesteri” szabad kapitalizmus rég a múlté. Azóta a gazdasági létet behálózó állami szabályok igyekeznek vállalható kereteket teremteni: jó esetben ezek csak játékszabályok és szükség szerint büntetések, rosszabb esetben viszont nem hagyja az állam a piaci szereplőket játszani és maga dönti el a játék kimenetelét.

Az állam gazdasági szerepvállalásának megítélése nem kevés munkát ad a közgazdászok számára, ideértve a kérdéskör makro (monetáris politika, költségvetési hiány, adópolitika) és mikro (a piacok működése) aspektusát egyaránt. Az állam makro- és mikroszinten hozott döntései ugyanúgy befolyásolják egy vállalkozás, egy piac, vagy éppen egy ország versenyképességét, azaz azt, hogyan teljesít az egyre inkább globális megmérettetésben. E témát azonban jogi oldalról is szemlélni lehet. A jognak is vannak olyan belső törvényei, alapelvei, amelyeket büntetlenül negligálni, áthágni nem lehet. E mérce alapján lehetséges egy állami intézkedést jogi szempontból is „jónak” vagy „rossznak” mondani. Jogi mércéből ráadásul nem is egy van, hanem legalább kettő: nemcsak a magyar, hanem az uniós jog elvárásaival is tisztában kell lennie a mindenkori államhatalmat gyakoroló személyeknek.

Az állam gazdasági szerepvállalásának közgazdasági olvasata szerint tehát az a kérdés, hogy hol, mikor, meddig, milyen eszközzel (pl. államosítás, kizárólagos jogosultság létrehozása, adópolitika, szabályozás) növelhető egy adott térség polgárainak jóléte. Jogi szempontból a kérdés az, hogy melyik intézkedés állja ki a szűkebb vagy tágabb közösség érdekeit védő szabályok próbáját. Minden országnak van látható, vagy „láthatatlan” gazdasági alkotmánya. Azon alapelvek, alapvető fontosságú, gyakran Alkotmányban (vagy éppen uniós Alapszerződésben) rögzített szabályokat értve ez alatt, amelyek kijelölik az államok jogilag legitim gazdasági mozgásterét. A gazdasági alkotmány egyik alapvető kérdése kell, hogy legyen a piac és állam, vagy állam és piac kérdésben való, gyakran nem is közvetlen, hanem a szövegösszefüggésekből világosan kirajzolódó válaszadás. Mi az előbbre való, mi a kiindulópont? A piac, melynek hibáit az állam igyekszik orvosolni, vagy az állam, amely általa meghatározott esetekben teret és lehetőséget ad a piaci folyamatoknak?



Az állam gazdasági szerepvállalása, jóllehet az ténykérdés, terjedelmét tekintve egy jogállamban nem lehet korlátlan. A Magyar Köztársaság éppen újjászületőben levő alkotmánya és az Európai Unió gazdasági alkotmánya is megköti az államhatalom kezét, amikor az közpénzekből támogatást ad, jogilag garantált privilégiumokat hoz létre, vagy éppen tulajdonosként igyekszik céljait szolgálni.

Látni fogjuk, hogy az uniós és a magyar gazdasági alkotmány tartalma között érdemi különbség nem fedezhető fel. Különbség viszont, hogy előbbi kontúrjai világosabbak, gyakorlati hatása kézzel foghatóbb: az Alkotmánybíróság versenyszempontból viszonylag ritkán korlátozta a magyar állam mozgásterét.

## A magyar gazdasági alkotmány

Jelenlegi Alkotmányunk vonatkozó deklarációja szerint „Magyarország gazdasága olyan piacgazdaság, amelyben a köztulajdon és a magántulajdon egyenjogú és egyenlő védelemben részesül.” Az Alkotmánybíróság gyakorlatát 1993–1994-ben alapozta meg. Az Alkotmányt – vagy még pontosabban önmagát, mint intézményt – gazdaságilag semlegesnek mondta ki, ami azt jelenti, hogy az AB csak szélsőségesen piacellenes állami intézkedéssel szemben lépne fel (pl. a gazdaság teljes államosítása).<sup>2</sup> Abban a minket elsősorban érintő kérdésben, hogy hol, mikor, milyen mértékű állami intervenciónak van helye, nem érezte magát felhatalmazottnak állást foglalni. Ehhez képest megfigyelhető, hogy az uniós „alkotmánybíróság” szerepét játszó Európai Bíróság jóval kevésbé volt visszafogott, amikor a tagállamok gazdaságpolitikájának megnyirbálása volt a tét. Visszatérve a magyar Alkotmánybíróság gazdasági alkotmány credo-jához, annak további jellemzői voltak, hogy a versenyszabadság megsértése miatt nemigen talált kivetnivalót egyes állami aktusokban, annak inkább egyfajta rásegítő szerepet szánt, amikor egyéb alapjogok (pl. diszkriminációtilalom) megsértése miatt támadott egy állami fellépést.

A 21/1994.sz. AB határozatában rögzített viszont egy rendkívül előremutató, az állam és piac közötti elsőbbséget érintő tételt. E szerint a piac állami korlátozásának két legitím okát nevezte meg a testület:

- az egyik a piaci szabadságot a nem megfelelően (közjóval ellentétesen) gyakorolt piaci szabadsággal szemben védelmező indokok (a szabadság megvédése önmagával szemben);
- alkotmányos lehet továbbá a piac korlátozása a piac szabadságától teljesen független alapjogok és alkotmányos érdekek miatt is: például környezetvédelmi, egészségügyi vagy éppen honvédelmi okokból.

<sup>2</sup> Drinóczi Tímea is kritizálja az AB meghaladott német mintára követni választott semlegességi álláspontját; ld. DRINÓCZI T.: *Gazdasági alkotmány és gazdasági alapjogok*. Budapest–Pécs: Dialóg Campus, 2007. 75.

Ez a megközelítés abból az előfeltevésekből indul ki, mi szerint az állam gazdasági beavatkozása legitimizálásra szorul. Ez azt mutatja, hogy az elsődleges a személyek (verseny)szabadsága, a másodlagos az állami beavatkozás. Ebből a hierarchiából következik, hogy az állam ugyan korlátozhatja mások szabadságát, de ehhez a fent nevezett két indok valamelyikének meg kell valósulnia. E megközelítés nagyon közel áll az én világnézetemhez, sajnálatos, hogy későbbi AB döntésekben nem került sor ennek kidolgozására, továbbértelmezésére.

## Az uniós gazdasági alkotmány

A Lisszaboni Szerződéssel átszabott európai uniós alapszerződés két szinten tartalmaz témánk szempontjából releváns rendelkezéseket. Egyfelől elvi szinten rögzíti több helyen is a piactudaság fontosságát, másfelől konkrét rendelkezéseket, elvárásokat is tartalmaz a tagállamok irányába.

Ami az „államcél” jellegű alapelveket illeti, a korábbi szövegekhez képest egyfelől látszólag szegényebb lett az uniós jog, másfelől gazdagabb. A versenypártiak számára csalódást jelenthet, hogy a korábbi EK-Szerződés 3. cikkében szereplő „torzulásmentes verseny” elérése nem szerepel kifejezett uniós célként. A korábbi közösségi versenypolitika alapjának mondott eme tétel – ugyan némi lapozást követően – továbbra is olvasható, most már az Európai Unió Működéséről szóló Szerződés 27. jegyzőkönyvébe. Ez jogi értelemben változást nem kell, hogy hozzon, hiszen a jegyzőkönyvek ugyanolyan kötelező erővel bírnak, mint a szerződés törzsszövege. A „gazdagodás” abban érhető tetten, hogy az EUMSZ számos pontján, így különösen a 119. és 120. cikkek, részben a 170. és 173. cikkekben erőteljesen köszön vissza a verseny és a piac elsődlegessége, fontossága. E szerint:

„A tagállamok és az Unió a szabad versenyen alapuló nyitott piactudaság elvével összhangban tevékenykednek, ezáltal elősegítve az erőforrások hatékony elosztását.”

Idézhetjük az EUSZ 3. cikkét is:

„[...] Az Unió Európa fenntartható fejlődéséért munkálkodik, amely olyan kiegyensúlyozott gazdasági növekedésen, árstabilitáson és magas versenyképességű, teljes foglalkoztatottságot és társadalmi haladást célul kitűző szociális piactudaságon alapul, amely a környezet minőségének magas fokú védelmével és javításával párosul. ...”

A nyitott piacgazdaság, pontosabban a szociális és nyitott piacgazdaság olyan mechanizmus, amelynek lényegi alkotóeleme a határokon átívelő szabad verseny, amely az erőforrások hatékony elosztása révén szolgálja a távlatibb gazdasági-társadalmi célokat. A 3. cikkben használt „szociális” jelző különösebb definíció nélkül is azt hivatott kifejezni, hogy az állam nem hagyja magára a piaci folyamatokat, hanem bizonyos társadalmi, szociális célok elérése érdekében maga is szerepet vállal a gazdasági életben. Ebből a szempontból sajnálatos és némileg érthetetlen, hogy az új magyar alkotmányból miért húzták ki a piacgazdaság e korábban létező jelzőjét.

Az elsődleges és másodlagos uniós jog számos általános és részletes szabályt ír elő nemcsak az uniós színpadon szereplő vállalkozásoknak (nevezzük e területet vállalati versenyjognak vagy antitröszt jognak), hanem a piaci viszonyokba beavatkozó szuverén államoknak is (jobb híján e fejezetek összefoglaló neve az állami versenyjog). Az alábbiakban a tagállamok kezét megkötő uniós versenyszabályokra koncentrálunk (az antitröszt szabályokkal Szilágyi Pál kollegám tanulmánya foglalkozik).

Legtöbbször talán az állami támogatásokra vonatkozó uniós szabályokat ismerik e körből.<sup>3</sup> A torzulásmentes verseny, az egyenlő feltételek biztosítása érdekében főszabályként tilosak a piaci szereplőknek bármilyen formában nyújtott állami támogatások. A számos kivételt egy központosított rendszer keretében az Európai Unió Bizottsága érvényesítheti, csoportos mentességek, csekély jelentőségű kivételek, vagy éppen egyedi engedélyezések segítségével. A belső piac működését torzító, nem engedélyezett támogatásokat kamatostul vissza kell fizettetni a kedvezményezettrel. A szigorú (a gazdasági válság idején némileg engedékenyebb) állami támogatás politika jótékony hatással van a tagállamok államháztartási egyensúlyára, de fő célja az uniós szintű versenysemlegesség és gazdasági-szociális kohézió biztosítása. Mondani sem kell, ezzel érezhetően beavatkozik a tagállamok (már nem szuverén) gazdaságpolitikájába. Érthető módon egyre szűkül az uniós érdekekre tekintet nélkül bevethető állami eszköztár: az eurózónában lényegében nincs szuverén monetáris politika és az adók jó része tekintetében is vannak uniós előírások. A versenyjogi támogatáskontroll ugyan sok esetben szabad utat enged, különösen a horizontális és regionális fejlesztési célokat<sup>4</sup> szolgáló intézkedéseknek, de az uniós felügyelet ott lebeg a tagállamok felett.

<sup>3</sup> Az állami támogatások joga iránt érdeklődők figyelmébe ajánljuk a PPKE JÁK kiadásában megjelenő Állami Támogatások Joga periodikát, melynek cikkei olvashatók a [www.versenyjog.com](http://www.versenyjog.com) honlapon is.

<sup>4</sup> Elterjedt csoportosítás szerint céljuk, illetve a kedvezményezettek szerint háromféle támogatás létezik: vannak kifejezetten adott gazdasági ágazatot célzó támogatások, vannak egy adott ország meghatározott térségében letelepülő, vagy már ott működő vállalkozásoknak nyújtott regionális támogatások és végül léteznek a bármely ágazatban, az ország egész területén tevékenykedő vállalkozásoknak nyújtott horizontális (pl. környezetvédelmi) támogatások.

Az uniós jog fellép az állami monopóliumok ellen. Ezeket lehet jogi monopóliumnak is hívni, mert tipikusan jogszabályok, törvények garantálják adott – gyakran egyben állami tulajdonú – vállalatnak a védettséget. A monopólium ugyanis azt jelenti, hogy az állami felhatalmazásban leírt gazdasági jellegű tevékenységet az ott nevezett vállalkozás mellett más nem végezheti. Versenynek helye nincs, a monopóliumot megzavaró személyek sok esetben büntetőjogi szankciókkal is számolhatnak. Az uniós jog eredményesen tiltja a kül- és nagykereskedelem szintjén levő árukereskedelmi monopóliumokat: ma már nem is igen tudunk ilyet találni, példa lehet utóbbi évekből a svéd alkohol vagy gyógyszer kereskedelem restriktív szabályozása. A kiskereskedelmi monopóliumokat nem megszüntetni kell, hanem csak oly módon szabályozni, hogy azok diszkrimináció mentesen tevékenykedjenek. Az uniós jog, pontosabban az Európai Bíróság óvatosan próbál egyensúlyozni e téren: igyekszik kibékíteni egymással a tagállamok gazdaságirányítási elképzeléseit az uniós versenypolitika elvárásaival. Kompromisszum készséggel párosult kreativitását mutatja a fenti, az alapító szerződések szövegéből nem következő distinkció az árukereskedelmi monopóliumok szintjét illetően, de példa rá az alábbiakban ismertetett ún. versenyjogi *effet utile* szabály megalkotása is.

A szolgáltatási monopóliumokkal és az állami vállalatokkal egy másik rendelkezés foglalkozik. A kizárólagos vagy különleges jogú és állami – azaz valamilyen módon az állammal szoros „barátságban” álló – vállalatokra vonatkozó állami intézkedések nem sérthetik az uniós szabályokat, így különösen a versenyjogot. A jogfejlesztő EU Bíróság e téren, némi hezitálás után, azt az álláspontot látszik elfoglalni, hogy az erőfölénnyel visszaéléssel egyenértékű helyzetet teremtő állami, jogi monopólium főszabályként nem megengedhető. E téren sincs szabad kezük a tagállamoknak: monopolizálhatnak bizonyos szolgáltatásokat, de ha azzal például túlzottan magas árak, silány minőség, visszaeső műszaki fejlődés, vagy éppen a szolgáltatáshoz hozzá nem jutó elégedetlen fogyasztók járnak, akkor e jogszabályt uniós jogba ütközőnek lehet mondani.

Ugyanezen cikk második bekezdésében a tagállamok kaptak egy általános lehetőséget a gazdasági jellegű közszolgáltatások vonatkozásában: akár egy állami támogatás, akár egy állami monopólium legitimizálható, ha a közszolgáltatások más módon nem tarthatók fenn. E szigorúan értelmezett kivétel adott esetben felmentést adhat a tagállamok számára is a versenyszabályok betartása alól, elismerve azt, hogy bizonyos közérdekű szolgáltatások a verseny piac logikája szerint nem minden esetben garantálhatók.

Az uniós állami versenyjog sajátos területe az előbbieken hivatkozott *effet utile* szabály. Ennek a sajátossága, hogy több cikk együttes olvasatából gyúrta össze az EU Bíróság. Páratlan bátorság, határozott és világos jövőképpel bíró céltudatosság kellett hozzá, hogy az uniós jog egy újabb tagállami korlátozást vezessen be. E szerint a tagállamok intézkedéseikkel nem ronthatják le az

egyébként érvényesülő, vállalkozásoknak címzett szabályok hatásosságát. Ha az uniós jog szerint tilos kartellezni, akkor a tagállamok ne hozhassanak olyan jogszabályt, amely például kartellt ír elő egy ágazat számára. E jogteremtő kreatív jogértelmezési folyamatba az Európai Bíróság szigorú fékeket is beépített: a gyakorlatban csak akkor fog egy tagállami lépést uniós jogba ütközőnek mondani, ha az az antitröszt szabályok megsértésére kötelezi a vállalkozásokat, erre ösztönöz, ilyen magatartást hagy utólag jóvá, vagy éppen állami kontroll nélkül megengedi egy ágazatnak, szakmának, hogy a piaci paramétereket maguk „szabályozzák” (lásd a kamarák kérdéskörét). E visszafogottsággal párosult bátorság némi következetlenséggel is jár: az írott jogi alapozottsággal bíró kizárólagos jogok terén az Európai Bíróság hajlandó a versenyellenes eredménnyel járó állami monopóliummal szemben fellépni, addig e téren visszafogottabb az elvárás: a tagállam jogsértéséhez a vállalati oldalon is szükséges egy „tényállásszerű” jogsértő magatartás, önmagában a versenyellenes eredmény nem elég indok a fellépéshez. Ezen az alapon nem lesz uniós versenyjogba ütköző, ha az állam egy bizonyos árucikkre minimum eladási árat megállapítva támogatja adott piac szereplőit – még ha e vállalkozások maguk döntöttek volna így, az a kartellszabályok nyilvánvaló, súlyos bírsággal járó megsértését eredményezné.

E szabályok rövid bemutatását követően összegzésképpen azt érdemes hangsúlyozni, hogy e jogterület az uniós jog szupremációját, sajátos integráló küldetését is szemlélteti. Tagállami szinten főszabályként nem (sőt, a szövetségi Amerikai Egyesült Államok jogában sem) tudunk arra példát találni, hogy versenyszabályok révén az államok megkössék saját kezüket a gazdaság szabályozása terén. Az uniós versenypolitika szerint ez nem csak a fogyasztóknak jó, hanem az európai vállalkozásoknak is. A versenytől óvó állami védőernyő, a vállalkozások működését külső kontroll nélkül pénzelő állam végső soron elkényelmesíti a vállalatokat, azok nehezebben fognak a globális versenyben helyt állni, versenyképességük romlik.

Az uniós jog gazdasági alkotmányáról pedig azt érdemes megjegyeznünk, hogy az kifejezetten piac- és versenypárti, a gazdasági szabadságokra épülő rendszer, amelyben a korlátozó állami intézkedés mindig másodlagos, legitimizálásra szoruló lesz. Ez nem a piacba vetett vak hitről tanúskodik, az államoknak van lehetőségük egyéb tagállami közérdekekre hivatkozással, az uniós közérdeket nem sértve korlátozni a gazdasági szabadságokat. Ez a sorrendiség egy értékrendet tükröz: a gazdasági folyamatok fő szervező elve Európában az egyéni szabadságra épülő piac, az uniós szervek és a tagállamok szerepe a játékszabályok, a „*level playing field*” garantálása, a piaci hibák állami eszközökkel való megjavítása.

## A Katolikus Egyház az államról és a piacról

A Katolikus Egyház küldetése e földön nem kifejezetten a vállalati, vagy éppen országos szinten értelmezett versenyképesség biztosítása. Az idén 120 éves *Rerum novarum* kezdetű pápai enciklika óta a Vatikán és az egyes országok püspöki karai számos esetben kifejtették nézetüket az egyház társadalmi, gazdasági tanítása kapcsán. E dokumentumokban található olyan tételeket, amelyek rövid tanulmányom témája szempontjából megkerülhetetlenek, s amelyeket itt és most mi magyarok is hasznosítani tudunk.

Az 1991-ben közzétett *Centesimus annus* 49. pontja szerint

„Az ember ma gyakran elvész az állam és a piac két pólusa között. Néha ugyanis úgy tűnik, mintha időnként csak ártermelőként és fogyasztóként, vagy az állam közigazgatási alanyaként létezne, mintha feledésbe merülne, hogy az emberek együttélésének nem célja sem az állam, sem a piac, hanem az ember önmagában olyan páratlan értékkel bír, hogy az államnak is és a piacnak is szolgálnia kell.”

Ugyanezen helyen azt írja boldog II. János Pál pápa, hogy a vállalkozói gazdaság, vagy szabad piacgazdaság modelljét tekinti példaértékűnek. Ez olyan fajta kapitalizmust jelent, amely elismeri a vállalkozás, a piac, a magántulajdon és ebből következően a termelőeszközök felhasználásával járó felelősség, valamint a szabad emberi kezdeményezés alapvető és pozitív szerepét a gazdasági életben. Olyan gazdasági rendszert, amely a gazdasági szabadságot a teljes emberi szabadság szolgálatába állítja. Az egyházi tanítás ebből adódóan ellenzi a túlzott hatalomkoncentrációt, legyen az magán, vagy állami hatalom.<sup>5</sup>

Más helyen azt olvashatjuk, hogy a verseny kétségtelenül hasznos dolog tud lenni, de nem szabad ellenőrzés nélkül hagyni, nem várható el, hogy minden gazdasági és társadalmi problémát megoldjon.<sup>6</sup> Az állam feladata megszabni azt a jogi keretet, amelyen belül kialakulnak a gazdasági kapcsolatok, és köteles ily módon szavatolni a szabad gazdaság elsődleges feltételeit, egy olyan gazdaságét, amely feltételezi a felek bizonyos egyenlőségét, oly módon, hogy egyikük se lehessen annyira hatalmas, hogy a többi valóságos szolgátságba vessen – írja ismét boldog II. János Pál pápa.<sup>7</sup>

Az Egyház óv a túlzott állami szerepvállalástól is: a szubszidiaritás elvén állva mögöttes felelősséget ruház rá, azaz akkor van tennivalója, ha adott problé-

<sup>5</sup> GS 65.

<sup>6</sup> QA 88.

<sup>7</sup> CA 15.

mát sem az egyének, sem a kisebb közösségek nem tudják megfelelően kezelni.<sup>8</sup> A túlzottan gondoskodó állam megfojtja az egyéni felelősségvállalást, vérszen közel sodródva az Egyház által mereven elutasított szocialista társadalmi modell zátonyához. A jóléti vagy fogyasztói állam a marxizmushoz hasonlóan figyelmen kívül hagyja a szellemi értékeket.<sup>9</sup>

## Összegzés

Alkotmányozós idöket élünk. Ilyenkor különösen sokat kellene vitatkozni, hogy milyen állami szerepvállalás mellett szeretnénk élni. Jól működnek-e az állam által működtetett rendszerek, mint az egészségügy, a közoktatás, vagy éppen a vasúti személyszállítás? Kellenek-e az önkéntes nyugdíjpénztárak mellett félig-meddig kötelező magán-nyugdíjpénztárak? Fel kell-e vállalni, hogy a versenyben alul maradók kiesnek a piacról? Egyáltalán, meddig tart a szolidaritásunk: helyi, magyar, európai termékeket vegyünk vagy éppen fejlődő országok portékáit, ily módon segítve az ott nehéz körülmények között élőket? Fenntartható-e egy korábbi társadalmi-népesedési modellre felépített állami nyugdíjrendszerünk? Végső soron: meddig engedjük az államot beavatkozni magánszféránkba, hol az egyensúlyi pont az állam nyújtotta biztonság és a személyes felelősségvállalás, öngondoskodás között?

A szabad gazdasági verseny kontra állami dirigizmus dilemmában a mély nyomokat hagyó, „létezett” kommunizmus évtizedei után nem is nagyon volt kérdés, hogy melyik utat válassza az ország. Mára mégis egyre többen az államtól várják sorsuk jobbra fordulását. Sokszor nem világos, hogy a szabad versenyre épülő piacgazdaság eszméje milyen erős társadalmi, politikai elfogadottsággal rendelkezik. A jelenkor nagy pénzügyi, majd gazdasági válságának egyik társadalmi-politikai szinten lecsapódott üzenete, hogy nem szabad a piacokat magukra hagyni, a piac „láthatatlan kezét” néha jobb az állam jól látható és erős kezével helyettesíteni. A kérdés az, hogy milyen területeken, milyen eszközökkel, milyen mélységgel az egyéni kezdeményezések, a vállalkozói szabadság milyen mértékű korlátozásával szabad az államnak interveniálni. Nehogy a ló túlsó oldalára essünk.

Véleményem szerint mind az ún. európai gazdasági alkotmány, mind a Katolikus Egyház által támogatottan helyes megközelítés az, amely az egyéni szabadságra és felelősségvállalásra épít. Ahol elsődleges a szabadság és másodlagos, esetleges az állami kötelezés. A szabadság megvalósulásához egyébként is kellenek korlátok, nincs ez másként a gazdasági szabadsággal sem: a

<sup>8</sup> QA 78–79.

<sup>9</sup> CA 19.

versenyt mind Magyarországon, mind az EU-ban szigorú jogi korlátok közé tereli az állam.

A Katolikus Egyház tanításából sokat merítő, németországi freiburgi, ordoliberalis közgazdasági és jogi iskola örök érvényű tétele, hogy társadalmi, gazdasági és erkölcsi rend egymástól el nem választhatók, szorosan tételezik egymást.<sup>10</sup> A piactgazdaság fontos, de nem minden. Annak is magasabb rendű általános értékrendbe kell beágyazódnia, amely nem alapulhat csak a szabad árakon és a versenyen. A piactgazdaság olyan gazdasági rend, amelynek egyfajta társadalmi és erkölcsi rend felel meg. A piac csak ott tud optimális eredményeket garantálni, ahol adott az egyéni törekvés, a bátorság, a felelősségvállalás, a tulajdonban gyökerező függetlenség, a takarékoskodás, a jövőről való gondoskodás. Szükséges az is, hogy az egyén megfelelően kapcsolódjon a családhoz, a közösségekhez és a természethez, végső soron az isteni rendhez.

## Irodalomjegyzék

- DRINÓCZI T.: *Gazdasági alkotmány és gazdasági alapjogok*. Budapest–Pécs: Dialóg Campus, 2007.
- CA II. János Pál pápa „Centesimus annus” kezdetű enciklikája (Róma, 1991. május 1.) In <http://uj.katolikus.hu/adattar.php?h=10#rom>
- GS A II. Vatikáni Zsinat „Az egyház a mai világban” című, „Gaudium et spes” kezdetű lelkipásztori konstitúciója (1965) In <http://uj.katolikus.hu/adattar.php?h=10#rom>
- QA XI. Pius pápa „Quadragesimo anno” kezdetű enciklikája (Róma, 1931. május 15.) In <http://uj.katolikus.hu/adattar.php?h=10#rom>
- TÓTH T.: Az ordoliberalis iskola palackpostája. In BALOGH ELEMÉR – HOMOKI-NAGY MÁRIA (szerk.): *Emlékkönyv Dr. Ruzsoly József egyetemi tanár 70. születésnapjára*. Szeged: Szegedi Tudományegyetem, 2006. 877.

<sup>10</sup> Lásd erről bővebben TÓTH TIHAMÉR: Az ordoliberalis iskola palackpostája. In BALOGH ELEMÉR – HOMOKI-NAGY MÁRIA (szerk.): *Emlékkönyv Dr. Ruzsoly József egyetemi tanár 70. születésnapjára*. Szeged: Szegedi Tudományegyetem, 2006. 877.





# A VERSENYPOLITIKA MOZGÁSTERE A VERSENYKÉPESSÉG TÜKRÉBEN<sup>1</sup>

SZILÁGYI PÁL  
egyetemi adjunktus (PPKE JÁK)

## Bevezető

A modern piacgazdaságokban empirikusan is bizonyított, hogy a versenyt erősítő reformok és intézmények jólét növekedéssel járnak. A világ államainak jelentős részében a verseny a gazdaság működésének alapvető eszköze, így az államoknak szükséges kialakítani egy olyan rendszert, amely keretében felügyelik a piaci versenyt. A posztkommunista államok Közép- és Kelet-Európában idejekorán elkezdték a versenyszabályok kialakítását<sup>2</sup>, amelyet csak megerősített az Európai Unióhoz való csatlakozásunk.<sup>3</sup>

A versenypolitika fogalma nem egyértelmű, vannak szerzők, akik tágan értelmezik és minden versennyel kapcsolatos szakpolitikát és szabályozást értenek alatta, míg vannak olyan szerzők is, akik mint egy sajátos szakpolitikaként tekintenek a versenypolitikára, amely keretében a jogalkalmazók az alapvető versenyszabályokat kényszerítik ki.<sup>4</sup> Jelen tanulmány szempontjából a versenypolitikára mint a versenyjogi szabályokat alkalmazó versenyhatóságok szakpolitikájára tekintünk. Mint az alábbiakban látni fogjuk, a versenypolitika számos korlát közé van szorítva, amely alapvetően meghatározza a mozgásteret. Ezen túlmenően azonban további korlátok is megjelennek, amelyek határai korántsem egyértelműek. A vizsgálódásunk a tekintetben is korlátozott, hogy a versenypolitikai mozgásteret a Gazdasági Versenyhivatal (GVH) szempontjából vizsgáljuk.

<sup>1</sup> A szerző ezúton fejezi ki köszönetét Dr. Tóth Tihamérnak, aki jobbitó javaslataival hozzájárult a konferencián elhangzottak papírra vetéséhez. A megmaradó hibák a szerző sajátjai. A tanulmány az Országos Tudományos Kutatási Alap támogatásával készült. (A verseny szerepe és felfogása Magyarországon, OTKA: 78683. sz.)

<sup>2</sup> Magyarországon lásd pl. VÖRÖS I.: *Verseny, kartell, ár – törvények magyarázata*, Budapest, Triorg, 1991.

<sup>3</sup> Lásd pl. FOX, E. M.: *The Central European Nations and the EU Waiting Room – Why Must the Central European Nations Adopt the Competition Law of the European Union*. *Brooklyn Journal of International Law*, 23, 1997–1998. 351–364.

<sup>4</sup> Lásd bővebben MOTTA, M.: *Versenypolitika - Elmélet és gyakorlat*. Budapest: Gazdasági Versenyhivatal, Versenykultúra Központ, 2007, 1–32.

## A versenypolitika belső jogi korlátai

Magyarországon a jogalkalmazói versenypolitika szinte kizárólagos letéteményese a GVH. A GVH számára feladatot a tisztességtelen piaci magatartás és versenykorlátozás tilalmáról szóló 1996. évi LVII. törvény (Tptv.) 33. § (2) bekezdése alapján csak törvény írhat elő, azaz nagymértékű függetlenséggel rendelkezik a tekintetben, hogy mennyiben lehet befolyásolni döntéseit. A Tptv. 33. § (2) – (3) bekezdései alapján a GVH látja el a Tptv.-ben és az uniós szabályokban meghatározott versenyfelügyeleti feladatokat, azaz a GVH alakítja a versenypolitikát e keretek között.

A Tptv. négy területen biztosít eljárási lehetőséget a GVH számára, nevezetesen az üzleti döntések tisztességtelen befolyásolásának tilalma, a gazdasági versenyt korlátozó megállapodások tilalma, a gazdasági erőfölénnyel való visszaélés tilalma és a fúziókontroll esetében. Ezen túlmenően a Tptv. egyes szabályai gondoskodnak az uniós jogból eredő kötelezettségek biztosítása érdekében az uniós versenyszabályok közül a versenykorlátozó megállapodások, valamint a gazdasági erőfölénnyel való visszaélés tilalmára vonatkozó szabályok végrehajtásáról.

A fentebbieken túlmenően a magyar szabályozás más területeken is fellépési lehetőséget biztosít a GVH számára, mint pl. a fogyasztói döntések tisztességtelen befolyásolása, vagy a tisztességtelen kereskedelmi gyakorlatok esetén.

A jogi korlátok esetében meg kell különböztetnünk két helyzetet, nevezetesen, amikor kizárólag a magyar jogot alkalmazza a GVH, vagy amikor az uniós jogot is közvetlenül alkalmaznia kell. Míg az első esetben a GVH lényegében a törvény keretei között szabadon alakítja a versenypolitikáját, addig a második esetben az uniós szabályok is korlátozóan hathatnak.

A Tanács 1/2003/EK rendelete a Szerződés (101). és (102). cikkében meghatározott versenyszabályok végrehajtásáról (Modernizációs Rendelet) előírja, hogy ha egy tagállami versenyhatóság a versenykorlátozó megállapodások tilalmára vonatkozó EUMSZ 101. cikke szerinti megállapodásra, valamint az EUMSZ 102. cikke szerinti visszaélésekre alkalmazza a nemzeti versenyjogot, akkor a nevezett cikkeket is alkalmazniuk kell, ha a tagállamok közötti kereskedelem érintett lehet. Ennek során a nemzeti versenyjog alkalmazása nem vezethet ahhoz, hogy az EUMSZ 101. cikke szerint nem versenykorlátozó megállapodásokat megtiltsanak. Alkalmazhatók azonban az uniós jognál szigorúbb szabályok a vállalkozások egyoldalú magatartásaira. Erre Magyarországon jó példa a 2005. évi CLXIV. törvény a kereskedelemről, amely tiltja a tisztességtelen kereskedelmi gyakorlatokat, akkor is, ha azok nem minősülnek versenyjogi értelemben véve gazdasági erőfölénnyel való visszaélésnek, de jelentős piaci erővel rendelkező vállalkozások követik el. Összefoglalva tehát, amennyiben az uniós versenyszabályok alkalmazandók, akkor a GVH a legutóbb említett

esetet leszámítva köteles az uniós joggal összhangban alkalmazni a versenyszabályokat, vagy legalábbis fellépni az uniós jog által tiltott magatartások ellen.<sup>5</sup>

A fentebbiekhez képest a GVH nincs kötve akkor, ha kizárólag a Tpv. tilalmait alkalmazza. Meg kell azonban jegyezni, hogy jogpolitikai szempontból nem célszerű az anyagi szabályokat másként értelmezni a két esetben, hiszen ekkor azonos fogalmak eltérő tartalommal bírnának attól függően, hogy éppen tagállami vagy uniós jogot alkalmaz-e a hatóság.

## A versenypolitika külső jogi korlátai

A modern versenyjogra letisztult szabályozási koncepció jellemző, nevezetesen néhány általános, jogi köntösbe bújtatott magatartási tilalmat előíró szabályon túlmenően nincsenek más tilalmak, mutatván azt az alaptézist, hogy a szabad piacon folyó versenyben töretlen a jogalkotói bizalom. Ez persze nem jelenti azt, hogy ne lenne számtalan korlát a piaci szereplők előtt, azonban azokat nem a versenyjog és versenypolitika kezeli, hanem ún. egyéb szakpolitikák. A versenyjog mintegy *lex generalis*ként funkcionál, azaz akkor avatkozik be a versenyhatóság, ha más hatóság nem teszi meg azt saját hatáskörében, vagy olyan módon teszi, amely esetén a versenyszabályok érvényesülésének még helye van, mivel a vállalkozások piaci magatartása versenykorlátozó eredményhez vezetne. A másik oldalról nézve tehát, a szakpolitikák és azok szabályai jelentős mértékben mintegy *lex specialis*ként viselkednek.

## A versenypolitika belső szakpolitikai korlátai

A versenypolitika bizonyos belső korlátokkal szembesül annak függvényében, hogy mit tekintünk a versenypolitika céljának, vagy céljainak. A ma leginkább elfogadott felfogás szerint a versenypolitika céljai közé tartozik – az EU-n belül – a fogyasztói jólét védelme, lehetőség szerint növelése.<sup>6</sup> A fogyasztói jóléti standard esetén minden piaci magatartást a fogyasztói többlet, a fogyasztói jóléthez mérünk. A célokat illető konszenzus ezt követően meg is szűnik és olyan egyéb célok is megjelennek, mint a társadalmi jólét növelése, a tisztességes versenyfeltételek biztosítása, a verseny tisztaságának biztosítása, a verseny-

<sup>5</sup> Lásd bővebben TÓTH T.: *Az Európai Unió versenyjoga*. Budapest: Complex, 2007. 338–359.

<sup>6</sup> Megjegyzendő, hogy mára már a versenypolitikában a fogyasztói jólét fogalma is viták tárgya. Lásd bővebben B. Y. ORBACH: The Antitrust Consumer Welfare Paradox. *Journal of Competition Law and Economics*, 7, 2011. 133–164. vagy P. KALBFLEISCH: Aiming for Alliance: Competition Law and Consumer Welfare. *Journal of European Competition Law & Practice*, 2, 2011. 108–116.

zõ piacszerkezet fenntartása, sőt a versenytársak védelme is. Az egyes szerzők a vallott nézeteiknek megfelelően válogatnak ezen és további célok közül.<sup>7</sup> Ez nem meglepő, hiszen az alapvető versenyszabályok lényegében változatlan szöveggel a kis farmerek védelmétől, a kis- és középvállalkozások védelmén keresztül a piac hatékonyságának mindenek felettiségét hirdető tartalommal is bírtak.<sup>8</sup>

A versenypolitika belső szakpolitikai korlátai alatt azt értjük, hogy a jogalkotók és a jogalkalmazók milyen elvek mentén kívánják végrehajtani a versenyszabályokat, azaz milyen mögöttes tartalommal töltik meg a normaszöveget. A versenyfelfogásokat szokás versenyiskolák szerint is jellemezni, mint pl. chicagói iskola, freiburgi iskola, vagy harvardi iskola.<sup>9</sup> Ezen felfogások között gyakran alapvető különbségek figyelhetők meg, amely adott esetben akár jelentős jogalkalmazási különbségekhez is vezethet, mint ahogy az megfigyelhető volt a 2000-es évek elejétől kezdődően az Egyesült Államok és az Európai Unió gyakorlatában.<sup>10</sup> Sőt az utóbbi időben az Európai Bíróság is tudott meglepetésekkel szolgálni, amikor több jelentős ítéletében is a közelmúltban a versenytársak és az integráció védelmére hivatkozott, nem befogadva a kizárólagos fogyasztói jólét orientációt.<sup>11</sup>

Az egyes közgazdasági iskolák közötti különbségeket úgy is magyarázhatjuk, hogy a versenypolitika belső szakpolitikai korlátai meddig terjednek. A

<sup>7</sup> Lásd bővebben pl. A. JONES – B. E. SUFRIN : *EU Competition Law: Text, Cases and Materials*. Oxford, Oxford University Press, 2011, 4–36.

<sup>8</sup> Az chicagói iskola túlságosan liberális értelmű felfogása manapság kezd háttérbe szorulni (R. PITOFSKY : *How the Chicago School overshoot the mark the effect of conservative economic analysis on U.S. antitrust*, Oxford ; New York, Oxford University Press, 2008.) és úgy tűnik, az inga elindult az ellenkező irányba.

<sup>9</sup> Lásd bővebben JONES–SUFRIN i. m. 22–36. , vagy M. OINONEN: *Does EU merger control discriminate against small market companies?: diagnosing the argument with conclusions*. Alphen aan den Rijn, The Netherlands: Kluwer Law International, 2010. 25–118. A freiburgi iskolára pedig TÓTH T.: Az ordoliberalis iskola palackpostája – a piacgazdaság eszméje egykor és ma. In BALOGH ELEMÉR – HOMOKI-NAGY MÁRIA (szerk.): *Emlékkönyv Dr. Ruzsoly József egyetemi tanár 70. születésnapjára*. Szeged: Szegedi Tudományegyetem, 2010.

<sup>10</sup> Közelmúltra lásd pl. Y. S. KATSOUALACOS – D. ULPH : Welfare-Based Optimal Legal Standards: A Brief Review of Theory and Applications. In I. LIANOS – I. KOKKORIS (eds.) *The Reform of EC Competition Law*. Alphen Aan Den Rijn: Kluwer Law International, 2010.

<sup>11</sup> Lásd C-501/06 P, C-513/06 P, C-515/06 P és C-519/06 P. sz. GlaxoSmithKline Services Unlimited kontra az Európai Közösségek Bizottsága (C-501/06 P) és az Európai Közösségek Bizottsága kontra GlaxoSmithKline Services Unlimited (C-513/06 P) és European Association of Euro Pharmaceutical Companies (EAEP) kontra az Európai Közösségek Bizottsága (C-515/06 P) és Asociación de exportadores españoles de productos farmacéuticos (Aseprofar) kontra az Európai Közösségek Bizottsága egyesített ügyekben 2009. október 6.-én hozott ítélet [EBHT 2009, I-09291. o.] 63. pont és T-Mobile Netherlands BV, KPN Mobile NV, Orange Nederland NV és Vodafone Libertel NV kontra Raad van bestuur van de Nederlandse Mededingingsautoriteit ügyben 2009. február 19.-én hozott ítélet [EBHT 2009, I-04529. o.] 38. pont.

túlságosan beavatkozóan tartott harvardi iskola ellenpárjaként a chicagói iskola képviselői a minimalista beavatkozás híveiként jellemezhetőek.

A versenypolitika mozgásterét tehát mind belső, mind külső jogi és szakpolitikai korlátok szűkítik, marad tehát a kérdés, hogy e kereteket hogyan lehet kitölteni, illetve milyen lehetőség adódik maguknak a keretek megváltoztatására.

## Régi-új problémák Magyarországon

A fejezet címe azért tartalmaz kettősséget, mivel a probléma valójában régi keletű, de Magyarországon az utóbbi időben került csak reflektorfénybe. De milyen problémáról is beszélünk? Közvetlenül a kommunista rendszer összeomlását követően Magyarország bevezette a versenyszabályozását az 1990. évi versenytörvénnyel. Vissi Ferenc már ekkor feltette azt a kérdést, amely a mai napig végigkíséri a versenypolitika társadalmi megítélését. A kérdés úgy hangzott: „De vajon ki tudja meggyőzni a társadalmat arról, hogy miért is jó ez?” (Vissi [1991]).

A versenypolitikát a szigorú és diszkriminációmentes szabályai miatt gyakran éri kritika amiatt, hogy a versenyhatóságok nem védik meg a hazai, nemzeti vagy akár uniós piacokat. A gazdasági és pénzügyi válság továbbá felerősítette a védelem iránti társadalmi igényt. Két gyakori, a társadalom jelentős része által támasztott igény a nemzeti piacok védelme, valamint a nemzeti bajnokok „kinevelése”. A versenyjog ugyanakkor nem képes internalizálni ezen igényeket, sőt ellentétes irányba hat, hiszen ezen szempontok nem játszanak szerepet abban a formában, amilyen formában ezek az igények felmerülnek. Azaz, a versenypolitika nem úgy járul hozzá pl. nemzeti bajnokok teremtéséhez, hogy lazít a szabályok szigorán, hanem éppen azáltal, hogy következetesen biztosítja a szükséges versenynyomást a piacokon, amelynek következtében nemzetközi szinten is versenyképes vállalkozások jöhetnek létre. A versenypolitika „*meg nem értettségét*” az is erősíti Magyarországon, hogy míg a 2000-es évek környékén alacsonyok voltak a bírságok, addigra mára igen jelentős, milliárdos nagyságrendű bírságok sem ritkák egyes kartellügyekben. Pár éve még teljesen természetes volt a kamarák széles körű tájékoztatatlansága a versenyszabályok működése kapcsán. Így fordulhatott elő, hogy a GVH előtti antitröszt eljárások gyakoribb alanyai mind a mai napig a gazdasági és társadalmi érdekvédelmet folytató szervezetek.

A fentebb említett nemzeti piacok védelme vagy nemzeti bajnokok teremtése iránti „társadalmi igények” azonban megalapozatlanok. A piaci szereplők, különösen, ha nehéz helyzetben vannak, gyakran úgy érzik, mintegy „alanyi joguk” van a piacon maradáshoz, és ha ez nem megy önerőből, akkor az államnak meg kell védenie őket. A gazdasági versenynek azonban (mint ahogy az

életnek általában is) természetes velejárója a folyamatos változás és még ha jól versenyzik is mindenki, akkor is vannak elsők és utolsók. Ha az állam „rásegít” a piaci szereplők versenyére, akkor elodázza a bajt, hiszen ilyen esetben nem más történik mint, hogy a társadalom finanszírozza néhány vagy akár számos, de a társadalom egészéhez képest elenyésző számú gazdasági szereplő megélhetését. Ha olyan korlátokat állít fel az állam, amely megvédi a piaci szereplőket a versenytől, akkor az azt jelenti, hogy a fogyasztók többet fizetnek valamiért, mint amennyit e védelem nélkül kellene nekik. Rendkívül jól mutatja a piaci „skizofrén helyzetet”, hogy míg a nemzeti piacok védelmét nagyon sokan igénylik, addig amikor saját pénztárcájuk terhére kell döntést hozni a fogyasztóknak, akkor sokan minden további nélkül a külföldi terméket vásárolják meg. Ennek oka lehet, hogy amikor az állam védi meg a szereplőket, akkor azt csak adók formájában érzik a fogyasztók, tehát igencsak közvetetten játszik szerepet ez a megfontolás.

A fentebbiek persze nem jelentik azt, hogy az állam ne avatkozhatna be e piacokon gazdasági vagy egyéb, pl. szociális megfontolások alapján, de ilyenkor nyilvánvalóvá kell tenni ezen indokokat és biztosítani kell a beavatkozás átmeneti jellegét. Mint ahogy a sportban, úgy a verseny esetén is fel kell készíteni a szereplőket a megmérettetésre. Ha az állam beavatkozik, annak a célja az kell, hogy legyen, hogy felkészítse a piaci szereplőket a versenyre. Ahogy egy sportolónak fel kell készülnie a nagy megmérettetésre, úgy a vállalkozásoknak is a piaci versenyre. Ennek elvileg meg kellett volna történnie az Európai Unióhoz való csatlakozásunkig, azonban ez nem biztos, hogy a legjobban sikerült.

## A szigorú versenypolitika előnyei

Nem nehéz belátni, hogy a szigorú versenypolitika ideális esetben a fogyasztói árak csökkenésével jár. Adam Smith „*láthatatlan keze*” ugyanis ilyenkor javarészt működik (Smith [1776]). Ha a piaci szereplőket nem engedi az állam kartellekbe tömörülni, ha biztosítjuk a hatásos verseny feltételeit, akkor az szinte törvényszerűen alacsonyabb árakhoz, vagy jobb minőséghez vezet. Azaz a szigorú versenypolitika nem más célt szolgál, mint a fogyasztói jólét védelmét a termelői többlet terhére. Érdemes itt utalni arra, hogy egy erősen liberalizált és privatizált gazdaságban a jól működő versenypolitika elengedhetetlen feltétele annak, hogy az említett folyamatok előnyei valóban meg is valósuljanak (Kovacic [2001-2002]).

A hatásos versenypolitika logikusan vezet a versenyképesség növekedéséhez is, a versenykorlátozó megállapodások tilalma, vagy a gazdasági erőfölénnyel való visszaélés tilalma és e tilalmak tényleges érvényesülése azt jelenti, hogy a vállalkozásoknak aktívan kell küzdenie a fogyasztókért, azaz a verseny lát-

hatatlan keze működik. Ez az aktív küzdelem pedig éppúgy javítja a talpon maradó vállalkozások versenyképességét, mint ahogy egy sportoló erőnlétét a rendszeres edzés. Természetesen a több versenypolitika nem mindig vezet nagyobb versenyképességhez. A versenypolitika ugyanis amennyiben túlságosan beavatkozó, akár csökkentheti is a versenyképességet. A túlságosan intervencionalista versenypolitika volt az oka a chicagói iskola rendkívül erős befolyásának az elmúlt évtizedekben. Ha olyan magatartásokat tilalmazunk, amellyel túlságosan visszafogjuk a vállalkozásokat, azaz ha nem engedjük a verseny önrányító folyamatát, akkor ez végső soron a versenyképesség csökkenéséhez fog vezetni.

A hazai piacok védelme nem a versenyhatóságok feladata, hiszen az egy egyszerű jövedelemtranszfer eredményez, nem is beszélve például arról, hogy a nemzeti bajnok kreálása gyakran versenyképtelen behemótokat hoz létre. Amennyiben ilyen célok lebegnek is a jogalkotók szeme előtt, azt bizonyosan nem a versenypolitika keretei között kell megvalósítani, hanem az egyéb szakpolitikák körében. Nem kell azonban ilyen messzire menni, hiszen amennyiben a kereslet és kínálat nem találkozik, mivel a kereslet nem hajlandó annyit fizetni, amennyiért megéri azt kielégíteni, akkor a modern szociális piacgazdaságok esetén teljes mértékben indokolható – a társadalmi szolidaritás jegyében – hogy az állam a fogyasztók adóforintjaiból „*kisegítse*” a piacot. Nem szabad tehát elfeledkezni arról, hogy „*társadalmi értelemben nem feltétlenül kívánatosak vagy elfogadhatóak a kompetitív piacok működésének eredményei*” (Samuelson and Nordhaus [2006] 267. old.) és szükség lehet állami beavatkozásra.

Egy jellegzetessége a magyar piacoknak, hogy a piaci szereplők gyakran az államkudarcok orvoslását várják el a hatóságoktól. Példának okáért a biztosító kartell esetében<sup>12</sup> a piaci szereplők okkal vetették az állam nevében fellépő GVH szemére, hogy az ágazatban óriási a feketegazdaság aránya és a tisztességesen működő vállalkozások nem tudnak versenyezni a feketepiacokkal, amelyet nem terhelnek adók. Ez jól tükrözi, hogy ha az állam nem látja el megfelelően alapvető feladatait, akkor azzal versenyhátrányba hozza a piaci szereplők egy részét. Ez azonban nem verseny(politikai)probléma, hanem az állam diszfunkcionális működését jelzi.

Az államkudarcokkal ellentétben az államnak minden alapja megvan fellépni olyan esetekben, ha olyan piaci kudarcok figyelhetők meg, amelyek károsak a fogyasztókra nézve.<sup>13</sup>

Amikor tehát a versenypolitikát megítéljük, akkor érdemes észben tartani, hogy ideális esetben a versenypolitika alacsonyabb árakhoz, allokativ és termelési hatékonysághoz, innovációhoz és szélesebb választékhoz vezet, összesség-

<sup>12</sup> Biztosító kartell (Vj-18/2008).

<sup>13</sup> Lásd bővebben P. A. SAMUELSON – W. D. NORDHAUS: *Közgazdaságtan*. Budapest: Akadémiai Kiadó, 2006, 267–268. és 278.



gében növelve a nemzetközi versenyképességet is. Más célok elérésére azonban eredendően alkalmatlan.<sup>14</sup> E körben érdemes még utalni arra, hogy a versenyhatóságok szervezetileg sem alkalmasok más közpolitikai vagy szakpolitikai célok érvényre juttatására, hiszen pl. nem rendelkeznek kellő makrogazdasági felkészültséggel, sem politikai felhatalmazással az egyéb társadalmi célok érvényre juttatására.

## Lehetőségek

Annak ellenére, hogy a versenypolitika, ha a fogyasztói jóléti standardot követi, akkor viszonylag kötött pályán mozog, ám a versenyhatóságoknak, így a GVH-nak is van mozgástere. Kiindulásként azért érdemes megemlíteni, hogy egy nyitott piacgazdaság számára, amely nem tudja befolyásolni a nemzetközi árakat – mint amilyen Magyarország is – a legcélravezetőbb a nemezi jólét maximalizálás érdekében a szabadkereskedelem és az allokatív hatékonyságot erősítő versenypolitika. (Bond [2004] 117. old.), (Oinonen [2010] 368–371. old.)

Az egyik kiemelkedően fontos terület, ahol jelentős mozgástere és feladata van a versenyhatóságoknak, az érintett társadalmi csoportok tájékoztatása a piaci folyamatok működéséről. Ennek az egyik legjobb és legkézenfekvőbb módja a transzparens jogalkalmazás. Mindaddig, amíg a piaci verseny kárvallottjai nem értik a piaci mechanizmusokat és azok társadalmi előnyeit, addig nehéz elfogadtatni a szigorú versenypolitikát. A GVH szintén jelentős előrelépéseket érhet el, ha az államkudarcokra felhívja a figyelmet, az általa nem orvosolható piaci kudarcokra pedig szabályozási javaslatot dolgoz ki.

Úgy tűnik egyelőre kiaknázatlan lehetőség, hogy a véges erőforrásokat a GVH azon területekre összpontosítsa, amelyek nemzetgazdasági szempontból jelentősek, azaz prioritásokat állítson fel a piacok tekintetében az erőforrások felhasználása szempontjából. Egy aktív, kezdeményező versenyhivatal esetében ugyanis nem mindegy, hogy mely piacokra összepontosítja erejét. Nem csak az a fontos ugyanis, hogy pl. a kartelleket lefűlelje a GVH, hanem az is, hogy a legjelentősebb, a legnagyobb fogyasztói jólétveszteséggel járó kartelleket fűlelje le. Egy vidéki taxiskartell példának okáért alacsony fogyasztói jólétveszteséggel járhat egy nemzetközi üzemanyag vagy energiaipari kartellhez képest.

Szintén fontos, ugyanakkor ki is aknázott lehetőség a jogsértések súlyozása a tekintetben, hogy a jogalkalmazó milyen típusú magatartásokat tekint különösen károsnak. Nem igényel különösebb bizonyítást, hogy bizonyos piaci

<sup>14</sup> Volt olyan időszak, amikor másként gondolta még a versenypolitikáért felelős biztos is, de mára ez háttérbe szorult. Lásd bővebben R. J. VAN DEN BERGH – P. D. CAMESASCA : *European Competition Law and Economics: A Comparative Perspective*. London: Sweet and Maxwell, 2006. 49–51.

magatartások jelentősebb kárt okozhatnak, mint mások. Nem mindegy tehát megint csak, hogy a kartelleket, vagy a vertikális versenykorlátozásokat részeseíti előnyben egy versenyhatóság.

## Zárógondolatok

A versenypolitika által követett és követendő célok korántsem egyértelműek a gyakorlatban, nagy valószínűséggel a modern versenypolitikai prioritások, mint pl. a kartellek üldözése, vagy a kiszorító jellegű magatartásokra fókuszálás közvetlenül vagy közvetve a verseny folyamatának védelme által a fogyasztók javára válik az esetek jelentős részében. Bár a versenyhatóságok is szeretik hangsúlyozni azt, hogy a versenypolitika célja a fogyasztói jólét növelése, ne feledkezzünk meg arról, hogy milyen kontextusban jelenik meg e szakpolitika. A jogszabályokban, a soft-law jellegű dokumentumokban és a bírósági ítéletekben ugyanis ez a jogpolitikai cél nem jelenik meg ilyen egyértelműen. Az Európai Unióról szóló Szerződés 3. cikk (3) bekezdése szerint „*az Unió egy belső piacot hoz létre. Az Unió Európa fenntartható fejlődéséért munkálkodik, amely olyan kiegyensúlyozott gazdasági növekedésen, árstabilitáson és magas versenyképességű, teljes foglalkoztatottságot és társadalmi haladást célul kitűző szociális piacgazdaságon alapul, amely a környezet minőségének magas fokú védelmével és javításával párosul*”. A Tpv. preambuluma kimondja, hogy „*a gazdasági hatékonyságot és a társadalmi felemelkedést szolgáló piaci verseny fenntartásához fűződő közérdek, továbbá az üzleti tisztesség követelményeit betartó vállalkozások és a fogyasztók érdeke megköveteli, hogy az állam jogi szabályozással biztosítsa a gazdasági verseny tisztaságát és szabadságát*”.

A verseny nem kizárólagos cél, ahogyan a versenypolitika sem kizárólagos eszköz a fogyasztói jólét növelésére. A hatásos verseny működése azonban a piacialapú demokráciák egyik tartópillére.

## Irodalomjegyzék

- BOND, E.: Trade policy and competition policy: conflict vs. mutual support. In NEUMANN, M. – WEIGAND, J. (szerk.): *The International Handbook of Competition*. Cheltenham: Edward Elgar, 2004.
- FOX, E. M.: The Central European Nations and the EU Waiting Room – Why Must the Central European Nations Adopt the Competition Law of the European Union. *Brooklyn Journal of International Law*, 23, 1997–1998 351–364.

- JONES, A. – SUFRIN, B. E. [2011]: *EU competition law: Text, Cases, and Materials*. Oxford: Oxford University Press, 2011.
- KALBFLEISCH, P.: Aiming for Alliance: Competition Law and Consumer Welfare. *Journal of European Competition Law & Practice*, 2, 2011. 108–116.
- KATSOULACOS, Y. S. – ULPH, D.: Welfare-Based Optimal Legal Standards: A Brief Review of Theory and Applications. In LIANOS, I. – KOKKORIS, I. (szerk.): *The Reform of EC Competition Law*. Alphen Aan Den Rijn: Kluwer Law International, 2010.
- KOVACIC, W. E.: Institutional Foundations for Economic Legal Reform in Transition Economies: The Case of Competition Policy and Antitrust Enforcement Symposium: Theory Informs Business Practice. *Chicago-Kent Law Review*, 77, 2001–2002. 265–318.
- MOTTA, M.: *Versenypolitika – Elmélet és gyakorlat*. Budapest: Gazdasági Versenyhivatal, Versenykultúra Központ, 2007.
- OINONEN, M.: *Does EU merger control discriminate against small market companies?: diagnosing the argument with conclusions*. Alphen aan den Rijn, The Netherlands, Kluwer Law International; Biggleswade: Turpin Distribution Services. 2010.
- ORBACH, B. Y.: The Antitrust Consumer Welfare Paradox. *Journal of Competition Law and Economics*, 7, 2011. 133–164.
- PITOFSKY, R.: *How the Chicago School overshot the mark the effect of conservative economic analysis on U.S. antitrust*. Oxford–New York, Oxford University Press, 2008.
- SAMUELSON, P. A. – NORDHAUS, W. D.: *Közgazdaságtan*. Budapest: Akadémiai Kiadó, 2006.
- SMITH, A.: *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. Ecco. Dublin: printed for Messrs. Whitestone, Chamberlaine, W. Watson, Potts, S. Watson (and 15 others in Dublin). 1776.
- TÓTH, T.: *Az Európai Unió versenyjoga*. Budapest: Complex, 2007.
- TÓTH, T.: Az ordoliberalis iskola palackpostája – a piacgazdaság eszméje egykor és ma. In BALOGH, E. – HOMOKI-NAGY (szerk.): *Emlékkönyv Dr. Ruzsoly József egyetemi tanár 70. születésnapjára*. Szeged: Szegedi Tudományegyetem, 2010.
- VAN DEN BERGH, R. J. – CAMESASCA, P. D.: *European Competition Law and Economics: A Comparative Perspective*. London: Sweet and Maxwell, 2006.
- VISSI, F. (szerk.): *Verseny- és árszabályozás – A versenytörvény és az ártörvény magyarázatokkal*. Budapest: Unio, 1991.
- VÖRÖS, I.: *Verseny, kartell, ár – törvények magyarázata*. Budapest: Triorg, 1991.

# A PÉNZPIACI SZABÁLYOZÁS ÉS VERSENYJOGI HATÁSAI

HALUSTYIK ANNA  
egyetemi docens (PPKE JÁK)

## **A szabályozás egy különös területe: a 'szabályozott piacok' néhány jellemzője**

A szabályozás és állami felügyelet kérdésével számos jogág foglalkozik annak ellenére, hogy a klasszikus állami szabályozás a klasszikus közjog területe volt.

Különösen a kilencvenes évek közép-európai változásait követően, párhuzamosan azokban az országokban a piacgazdaságra való áttéréssel, a jogági korlátok is jelentősen változtak<sup>1</sup>. Ennek oka egyrészt a teljes korábbi tervgazdaságot átfogó jog átalakítása a piacgazdaságban elfogadható normákká, másrészt egyes országok szétdarabolódása és az új államok létrejöttével átfogó államszervezeti változások végrehajtása, harmadrészt az európai uniós csatlakozások előkészítése során az adott uniós jogszabályokhoz történő harmonizáció megszervezése és végrehajtása – hogy csak a legnagyobb hatású és átfogó jellegű jogszabály változásokat nézzük.

Ezek alapján a kilencvenes évek piacgazdaságai számára elfogadható jogi szerkezet magában foglalta az egyrészt globalizáció szabályozási mintáit, másrészt az ún. 'szabályozott piacok' előtérbe kerülését. Ez utóbbi felerősítette a különös szabályok tömeges terjedését az általános szabályok rovására. A felerősödés mellett pedig – a különös szabályokra egyébként jellemzően – megsokszorozódtak azok a piaci modellek, amiket egyes területeken, régiókban különböző állami szabályozók hasonló helyzetekre alkalmaztak (Bönker et al. [2003]).

Így kerül a csizma az asztalra, vagyis a különböző jogágak hasonló területre való alkalmazhatóságának együttes vizsgálata – esetünkben a pénzügyi és a versenyjogi szabályozás egymást erősítő vagy gyengítő hatása a piacra.

---

<sup>1</sup> Az átalakuló kelet-európai országok többségében történelmileg azonnalnak tekinthető jogszabályváltozások többségét a korábbi gazdaságot érintő jogszabályok jelentős részének törlése jelentette, ami nagy hiányokat hozott létre és negatív kihatásokkal járt.

## **A szabályozott piacokon belül a pénzpiacra és még azon is belül egy újabb különös terület: a bankszabályozás**

Ha bankolunk, mindenképpen tudomással kell bírunk arról, hogy tevékenységünk, mint ügyfél (vagy mint bank) szabályozott tevékenység – a bankolás és a bankszabályozás a szabályozott piacok (iparágak) különös alrendszerébe tartozik.

A különös alrendszer a pénzügyi jog keretén belüli normákat, a pénzpiacok, tőkepiacok, biztosítási piacok szabályait foglalja magában.

A három említett terület jelenti a szabályozás főbb gyűjtőhelyeit – de mellettük idetartoznak a magyar szabályozásban is ismert önkéntes kölcsönös nyugdíjpénztár normái. A magyar szabályozásban nem kezelt, de a nemzetközi pénz-, tőke- és biztosítási piacok egyéb termékei (többnyire ún. „hibrid” termékek, az említett piacokon jelen levő kevert, több jogág jellegzetességét is magukon viselő ügyletek) is szabályozott termékek.

A szabályozott iparágak természetesen nemcsak a pénzügyi jog területén jelennek meg különös szabályrendszerként, hanem más területeken is.

Egyéb szabályozott iparágak többek között az energia, távközlés, informatika területei; az informatikán belül például az elektronikus aláírás, elektronikus jogszabályalkotás szabályozása.

Szintén az egyéb szabályozott iparágak területének jegyzik a versenyjogot – habár nagyon sok olyan szakmai – elméleti vélemény ismerhető, amely a versenyjogot, mint szabályozott iparágat az egész piaci viselkedés normáinak klasszikus meghatározó területét kiemeli és a többi szabályozott iparág normáihoz képest általánosoként kezeli (Vörös [2004]). Az általános versenyjogi szabályok mellett ezen a területen is találunk különös szabályozást, ez a fogyasztóvédelem területe (Vörös [2004]).

A fogyasztóvédelem, mint a klasszikus versenyjogi „nagybácsi” „kisöccse” a piaci viszonyokat egy különös, kiemelt oldalról, az egyén, az ügyfél, a fogyasztó – elfogadó oldaláról, vagyis az egyik szerződő fél oldaláról közelíti. A különös szabályok iránya pedig fokozott állami közbelépés egy szerződéses viszonyba: az egyik szerződő fél szerződésen túli, állami eszközökkel (jogszabály) való fokozott védelme.

Az egyéb szabályozott piacok jelentősége semmiben nem marad le a pénzügyi jog normái közé tartozókéval (Kiss [2008]) – de a jelen tanulmánynak nem tárgya.

## **Szabályozott piacok jellemző kategóriái**

A következőkben a szabályozott iparágak / piacok fogalmának néhány jogi jellemzőjét tekintjük át vázlatosan: olyan elemeket, amelyek minden szabályozott piac normarendszerére igazak és ehhez elég általánosok is leírhatók.

### *KÖZ-fogyasztás, elosztás, -ügy, -érdek<sup>2</sup>*

A kiemelt, nagybetűs „KÖZ” meghatározás nem véletlen: a szabályozott piaci viselkedés „köz-dolgokra” irányul.

A közfogyasztás tömeges, általánosítható, egységes szabályozás alá tartozó és egyben szerződés által meghatározott viselkedés.

Az állami szereplők nagyobb súlyával jelenlevő másik jogviszony, az elosztás (pl. energiaipar) az, ami a „köz-dolgok” másik fontos eleme.

A közügy, közérdek fogalma az adott jogviszony egészére vonatkozatható. Ezek a kategóriák a szabályozott iparágak szűken vett jogi határait a fogyasztóvédelem felé tágitják – erre a területre terjed ki a különös állami szabályozás.

### *Állami szabályozás, állami ellenőrzés / felügyelet*

Ezek mind meghatározó fogalmak a szabályozott piacok normáiban. A jogban értelmezhetők és definiálhatók.

Az állami szabályozás klasszikus értelemben állami normaalkotás; a legtöbb esetben törvényalkotás. Általános, mindenkire és mindenre vonatkozó szabály az, ami az egyébként piaci viszonyok között működő szabályozott iparágakat korlátozhatja. Nem piacszerű viselkedés és a szabályozott iparágaknak nem is lehet fogalmi jellemzője az egyedi vagy kivételes állami normaalkotás.

Az állami ellenőrzés vagy felügyelet jogi értelmezése – természetesen általános normákat adó jogszabályi keretek között – többretű is lehet. A bankszabályozásban az állami ellenőrzés, felügyelet kettéválik: egyrészt a pénzügyi állami felügyelő szervezete (magyarországi szervezete a PSZÁF) döntően jogszabályi keretek között és kisebb részben saját joggyakorlatra alapítva jár el; másrészt korlátozott jogával élve a jegybank a bankok jelentéstételi kötelezettségére alapozva végez passzív ellenőrzést.

### *„KÖZ-” kategóriák jogi megközelítése*

A fentebb már emlegetett „KÖZ” kategóriákat a jogban mindenképpen kezelni kell, még akkor is, ha precízen nem definiálhatók (sőt: néha még a kevésbé precíz definíció is jogon kívüli marad) (Cullis et al. [2003]).

Ennek azért van jelentősége, mert a „köz-dolgok” a szabályozott iparágak / piacok fontos jellemzői és a jogi definiálhatóság vagy meghatározási nehézség megoldása körében olyan jogi normák keletkeznek (keletkezhetnek), amelyek

<sup>2</sup> A 'publici iuris' tág értelmében.

a jogalkalmazást több értelművé teszik. Ez abban az esetben jelent tömeges problémát, ha egy adott jogrendszerben nem alakultak ki azok a jogértelmezési módok, formák, eszközök, amik a jogon belüli és kívüli normák együtt alkalmazandóságát körül határolják.

## **Normák közvetlen piaci hatása**

A szabályozott iparágak / piacok normáinak jellemzője egyrészt, hogy közvetlenül a piaci szereplőkre hat, másrészt, hogy piaci viszonyokat szabályoz nem piaci eszközökkel.

A közvetlen piaci hatás egyik oldalról nézve természetes: egy adott jogszabály hatálya közvetlenül terjed ki a szabályozandó személyi körre (Sárközy [2008]).

Másik oldalról nézve, a piaci viszonyok jogi szabályozása alapvetően a kötelemi jog által történik; a közvetlenül alkalmazandó állami akaratkifejeződés eszközei csak általánosan, keretszerűen és a szerződési jog belső viszonyait nem zavaróan jelenhetnek meg (Harmathy [2002]).

## **Önszabályozás**

A piaci viszonyok nem állami normákkal, mint jogi eszközzel való szabályozása is egyik oldalról nézve a piacgazdaságok egyik legalapvetőbb meghatározó eleme (Imre et al. [2007]).

Másik oldalról tekintve a szabályozott iparágak / piacok „szabályozottságának” eleme a nem-piaci eszközzel való szabályozás.

A piacra (a szabályozott piacra is) gyakorolt hatás egyrészt a piac önszabályozása, másrészt az adott piacra vonatkozó állami (esetleg nemzetközi vagy regionális) szabályozó állami hatalom akaratnyilvánítása.

Ez adja a szabályozott iparágak / piacok vonatkozásában az értelmezés állandó kettősségét, a nehézséget annak eldöntésében, hogy mely szabályozó erő a domináns vagy melyiknek legyen elsődlegessége és milyen mértékben egy adott jogviszonyban (Kiss [2008]).

## **Jogi alapkérdések**

A szabályozott piacok / iparágak egyik jogi alapkérdése, hogy a szabályozó állam mennyire tudja egyensúlyban tartani a jogalkotói és felügyeleti szerepét adott jogágon belül.

A pénzüpi piacok egy része, a biztosítási piac nemzetközileg is és hagyományosan is egységes normarendszeren belül működik – nagy törések (kifejezetten nemzetközi hatásúak) nélkül.

A tőkepiac – bár rendkívül hullámzó a szabályozás hatása – egyrészt a tőzsde autonóm, önszabályozó jellemzője miatt, másrészt az utóbbi néhány évtizedben kirobbanó nagyságrendű és nagy tömegű derivatív termékek sikeres önkorlátozó szabályozását legalább részben megvalósító ISDA hatása miatt is folyamatos kiigazításokkal és prudenciális normákkal kezelhető szabályozás képét mutatja<sup>3</sup>.

A klasszikus pénzüpi, a bankpiac szabályozása, a klasszikus és univerzális bankolás keretekben tartása és felügyelete könnyen megvalósíthatónak tűnik, de elég sok buktatót rejt magában.

*Hol az egyensúly a fenti területeken?*

*Hol található a pénzüpi szabályozás a versenyjogi szférával?*

Mind a két fenti kérdés önállóan is megállja a helyét, de a válasz tekintetében már együttes vizsgálatuk is megindokolható azzal, hogy (eltekintve a különös vagy éppen eseti szabályozási területek példáitól – jellemzően a fogyasztóvédelem területén) átfogó szabályozási területekről beszélünk, ahol a szabályozó és felügyelő állam két oldalról közelít, de ugyanahhoz a területhez.

Az első kérdés logikailag is a szabályozás. Ha csak az átfogó normákat tekintjük át, látható, hogy egyetlen harmonizációs igény fedezhető fel, a kilencvenes évek európai uniós jogához való közelítés. A pénzüpi szabályozása és a versenyjog szabályozása máshol nem érintkezett – sőt! A fogyasztóvédelmi területen való kezdeti lépésekkor a pénzüpi piacokra kifejezetten nem szabályoztak – törvényi kivételként kerültek ki a jogszabály hatálya alól.

A felügyelet gyakorlatának áttekintése hosszas – és talán időben későbbre tehető – kutatásokat feltételez, amelynek során talán majd feltárható lesz a különböző gyakorlat piacokra gyakorolt hatása.

Bár jogalkotási kérdések merülnek fel, ezzel együtt a jogalkalmazást és a jog mindennapi, gyakorlati 'létét' is szemügyre kell vennünk.

Az 1990-es évek végéig lezajlott nagybanki privatizációk után és együtt haladva az akkor még csak uniós felkészülést szolgáló jogharmonizációs lépésekkel, a magyar pénzüpi keretszabályok – uniós mintákra épülve – kialakultak. A másik oldalon, a felügyelet oldalán hiányzott a piaci tradíció és ennek alapján az a kör, amin belül maradván a jog oldaláról segített volna az állami felügyeletnek a 'megfelelő piaci viselkedés' megértésében, adaptálásában.

<sup>3</sup> Lásd a több évtizedes múltra visszatekintő és szabályozásában egyre bővülő és mélyülő ISDA-szabályokat.



Kirívó eset volt a bankpiac jogi oldalán egy 2002-es kormányrendeletet követő persorozat elindítása<sup>4</sup>. A jogi kérdés a bank és ügyfél szerződéses viszonyában kötelező jogszabályi elem beépítése és értelmezése, valamint érvénytelenítési kísérlet volt. A gyakorlatban azonnal jelentkeztek mind az állami szabályozásnak, mind az arra adott banki jogi reakcióknak a hatásai: kimutatható versenypozíció változások a piacon.

Más gyakorlati példák után is fontos, hogy a szabályozott piacokon az állam akár szabályozói, akár felügyeleti minőségében való megjelenésének jogi hatásai ne a verseny korlátozása irányába hassanak.

## Szabályozási minták

Melyik jogág dominál a szabályozás mikéntjének meghatározásában? Vagyis a közjog – magánjog dilemmája.

Melyek a közjogi és magánjogi szabályozás azon elemei, normái, amelyekkel kísérletezhet a jogalkotó a egyes szabályozás kialakításában – amikor az alapvető különbség a jogviszony megítélésekor a vertikális vagy horizontális jogviszony; amikor a felek egyenlő jogai egy szerződéses ügyletben a felek alárendeltségi viszonyaival állnak szemben az adózás területén?

Ez a kérdésfeltevés mindig is különböző válaszokat implicált – valószínűleg ez a helyzet nem is változik meg a közeljövőben.

A közjog a pénzpiacok szabályozása terén egyértelműen a szabályozás – ellenőrzés / felügyelet duójában kap szerepet és nem lehet jelen (klasszikus piacszabályozási körülmények között) az ügyletek normáiban.

Pont ellenkezőleg: a magánjog az ügyleti szabályokat uralja kizárólagosan; itt nincs helye közjogi normáknak.

Az alapállás, a kérdésfeltevés fehér és fekete: a pénzpiacok szabályozása épülhet egy ilyen viszonylag egyszerű sémára. Hasonló a helyzet a biztosítási vagy a tőkepiac szabályozásánál is.

De a pénzügyi jog szélesebb körben merít a fentebb emlegetett szabályozott iparágak / piacok területénél: az adójog egész más arányban és hangsúlyokkal épül alapvetően a közjogi szabályozásra; az államháztartás köre pedig jelentős alkotmányossági (és így alkotmányjogi) vonatokkal is bír a domináns közjogi szabályozás mellett.

<sup>4</sup> Mivel a 'class action' intézménye a magyar jogban ismeretlen volt a perek idején, a különböző érintett pénzügyi intézetek stratégiája is részben elkülönült egymástól. Egy közös vonás – több esetben az MNB perlése – alapján azonban az a döbbenetes tapasztalat született, hogy az átlagostól lényegesen hosszabb ideig a perek még kitűzésre sem kerültek, elkerülendő közvetetten az állam szabályozási tevékenységének minősítését.

A versenyjog vonatkozásában a kérdés – ha nem is fehér és fekete, de – más jellegű problémát vet fel: a klasszikus hatósági vagy az ahhoz közelítő eljárás és intézményrendszer nemzetközileg is egységesebb; ezen a területen a piaci tevékenység megítélésében alkalmazott közgazdasági és jogi eszközök egymásmellettisége és egymáshoz viszonyított aránya a fő kérdés (Voelker et al. [2005])<sup>5</sup>.

A pénz-, tőke- és biztosítási piacokra vonatkozó szabályozásnak nem kell a klasszikus hatósági eljárás szabályozási mintáit alapul venni. Ugyanakkor a normarendszer kialakításánál figyelembe kell venni az állami szabályozás és az állami ellenőrzés koncepciója mellett a tevékenység szabad folytatásának alapkövetelményét, vagyis másként írva: az ügyleti, szerződési szabadság normáit.

Így újra és újra az eredeti kérdéshez kanyarodunk vissza: közjog és magánjog, de milyen arányban, mikor, milyen hierarchiában?

### *Néhány lehetséges szabályozási modell*

Közigazgatási eljárás általános szabályai szerint alakított modell: kormányzati szervek hierarchikus viszonyába beépült szervezet.

Ebben a szabályozási modellben megtalálható mind a szabályozás, mind az ellenőrzés / felügyelet problémája. A megoldási lehetőség nem kizárt, hiszen meglévő szervezeti struktúra változatlanul hagyása mellett, annak részeként hozható létre és működtethető a szabályozó szervezet.

A meglévő szervezeti struktúra viszont általában nem alkalmas a különös szabályozási minták, eljárások, folyamatok befogadására – tehát éppen a bankszabályozás különös volta nem tud érvényesülni.

Ugyanakkor nem kizárt olyan államszervezeti felépítés, amely tagolt annyira, hogy a különös szabályozásokat is befogadja – különösen angolszász jogrendszeri elemeket is tartalmazó jogterületen.

## **Klasszikus hatósági eljárás**

Az ellenőrzés/felügyelet problémája jelenik meg ebben a modellben (nem a szabályozásé) – ugyanakkor nincs olyan állami ellenőrzési minta a pénzpiacokon, amely a klasszikus hatósági eljárást modellezné.

A pénzüpi szabályozás (akármennyire rigid és nem piakonform) fogalmából kiindulva nem támaszkodhat kizárólag hatósági eljárás szabályaira az ellenőrzés, felügyelet intézményrendszerének megteremtésekor és működtetése során.

<sup>5</sup> A könyvben tárgyalt német szabályozási modellben is találunk a pénzpiacra vonatkozó restrikciókat a fogyasztóvédelem területén, bár ott már a verseny törvény (GWB, 1957) 1989-es módosításában csökkent a banki szolgáltatások törvény hatálya alóli kivettség.

A piaci viszonyok és működés ellenőrzése, felügyelete nem viseli el a hatósági eljárás alá- fölérendeltségi normáinak közvetlen alkalmazását.

Kvázi hatósági eljárás: jelentése a jogban kikristályosítható-e?

A leggyakrabban előforduló és legjellemzőbb példa, amely alapvető jogi kérdést vet fel: mi az a kvázi hatósági eljárás?

Hiszen a fentebb említett két modell szabályozási elemeinek keveredése kell, hogy megjelenjen az ellenőrzés / felügyelet területén. A szabályozónak kell eldönteni a szabályok közötti „keveredési arányokat”, vagyis létre kell hozni egy különös szabályrendszert anyagi és eljárásjogi szabályokkal a meglévő általános és az adott szabályozott iparág jellemző különös szabályaiból.

Ugyanakkor még ez a modell is a meglévő általános szabályokból építkezik – bár a különös szabályozási részt sokszor egyedi szabályalkotás is jellemzi.

## **Egyes különös szervezet, eljárás létrehozása és szabályozása**

Hogyan illeszkedik egy különös szerepre létrehozott szervezet az állami szervezetek hierarchiájába?

Az ellenőrző / felügyelő feladatot ellátó állami szerv létrehozása, vagyis a feladatra orientált szervezet megkomponálása jelenti a kisebb problémát.

A létrehozott szervezetnek az állami szabályozó és döntési hierarchiába való zökkenőmentes beillesztése már nehezebb, hiszen egy létező és más jogában szabályozott intézményrendszer kell, hogy befogadja az ő normáitól eltérően szabályozott egyes, különös szervezetet. Az adott általános szabályok között különös szabályozásra kerül sor; több szinten eldöntendő kérdések merülnek fel: a „beilleszkedés” során mikor, mely normák kapnak elsőbbséget a jogalkalmazásban.

Erre a kevésbé szabályozott területre koncentrálódnak azok a különös szabályozású szervezetek / személyek is, amelyek – részben hiánypótló szerepet is játszva – színesítik és mindenképpen a komplex szabályozás felé tolják ennek a kérdésnek a kezelését. Ilyen a német bankrendszerbe – eredetileg svéd példa alapján – beépült ombudsman (konkrétan ombudswoman) (Derleder et al. [2007]), vagy a más helyeken is meglévő és egyeztető jellegű szervezetek.

Érvényesül-e és hogyan (különösen eljárások tekintetében) az elv: a ’különös szabály megelőzi az általánost’? (Vagyis: hogyan képes egy szervezet vagy egy eljárás beépülni egy már működőbe a saját és nem az átvett szabályok alapján?)

A kérdés megválaszolása a gyakorlati tapasztalatok alapján is nehéz; különösen, ha a gyakorlati tapasztalatok egy átmeneti gazdaságból vettek, ahol a szabályozott iparágak / piacok szabályozása éppen, hogy elkezdődött.

Magyar bankszabályozási példát véve az elmúlt tizenöt évből (ami már önmagában is groteszken rövid időszak) találunk olyan bankügyleti szabályozást,

ami jellege szerint klasszikusan magánjogi, mégis egy adott időszakban állami akarat, kormányrendelet formájában írt elő kötelező szerződési tartalmat<sup>6</sup>. Más példa az ellenőrzés / felügyelet területéről: a szakmában felmerült a „kvázi jogalkotás” fogalma a szervezet lehetséges jogosítványai között; ez egyrészt már önmagában is abszurd felvetés, másrészt tovább tolt a jövő felé az ellenőrzés / felügyelet fogalmi meghatározását és annak a magyar jogrendbe illesztésének problémáját.

Általánosabb szabályozási probléma, hogy a különböző jogági jellemzők egy szervezet vagy jogviszony kapcsán együtt kell, hogy szabályozzanak; ez az együttesség nem alakult ki. Nincs a szabályozásban olyan gyakorlat, amely a jogágon belül a máshova tartozó, más szellemben szabályozó, más gyökerű vagy kultúrájú normákat sérülésmentesen be tud fogadni saját logikájú normái közé úgy, hogy az együttes alkalmazás ne eredményezzen torzulásokat egyik területen se.

## **Átmenet a tervgazdaság jogából a piacgazdaságéba: vadkapitalizmus? Ezredfordulós új eredeti tőkefelhalmozás?**

Az elmúlt tizenöt év jelentette gyakorlat egyértelműen mutatja – nemcsak nálunk, hanem a rendszerváltó Kelet-Európa minden országában –, hogy a piacgazdaság megteremtésére irányuló, mindenhol aktív állami segítséggel megtett lépések hatása egy részlegesen jogszabályellenes viselkedés. Ez a viselkedés a piac minden szegmensében jelen volt és van: elfogadja a jogalkotó és esetenként utólag korrigál, hogy a jogellenességet megszüntesse; a jogalkalmazó, és adott esetben a jogviszonyban vele szemben álló piaci szereplő is elfogadja (alkalmanként kitalálja) (Bönker et al. [2003]).

Ennek hatása: a jogalkotó és a jogalkalmazó utólagos reakciója, vagyis a szabályozás; a piaci szereplők (sok esetben) 'vadkapitalista' jogkövető magatartása (Sárközy [2008]).

A fenti gyakorlat optimistább olvasatában a magánjog keretszabályaiba belefért a nemzetközi gyakorlatban alkalmazott jogintézmények többsége; adott esetben a jogalkotó utólagos szabályalkotásában a magyar jog részévé tette a gyakorlatban már alkalmazott intézményeket – erre példa a Ptk. zálogjogi szabályainak módosítása még az 1990-es évek első felében (Harmathy [2002]).

A fentiek azonban még mindig nem adtak elég támpontot a jogalkotó számára (az uniós jogharmonizációs törekvéseket is beleértve és eredményüket elismerve) annak eldöntésére: milyen legyen a szabályozott piacok szabályozása; az állami ellenőrzés intézménye melyik hierarchiába és hogyan épüljön be.

<sup>6</sup> A bankkártya tartalmi és formai szabályairól szóló kormányrendelet, 2002.

A fenti problémát még bonyolultabbá tette a központi bankok számára kialakítandó új szerepkör; ezzel együtt a piacgazdaságra való áttérés érdekében kialakítandó fiskális és monetáris politika viszonyának kormányzati meghatározása (adott esetben a négyévi választási ciklusokhoz kötődően egymásnak elmentendő koncepciókkal). A földrajzi régióink országainak együttes csatlakozása az Európai Unióhoz a központi bankok vonatkozásában további tekintetbe veendő szabályozási szinteket kapcsolt be.

Nem könnyített a szabályozás koncepcióját meghatározni hivatott döntéshozók helyzetén az sem, hogy a szabályozás 'szabályozása' maga is átalakulóban volt: meglévő és működő állami szervezetrendszer kellett, hogy befogadja a különböző területek szabályozási újonságait.

Ahogy a horizontális és vertikális hierarchia viszonyait nehéz együttesen jól működő szabályozási rendszerbe foglalni, úgy az új szabályalkotást és a meglévőre ráépülő szabálmódosítást sem könnyű kompakt módon rendezni.

Hiába a bank-, tőzsde és értékpapír- és biztosítási jog szervezeti és működési szabályainak teljes újonsága – az új szabályokat a már működő gazdasági szervezetek, állami szervezetek, stb. alkalmazták, adott időszakban hatályos devizajogi normák, pénzforgalmi szabályok stb. határolták körül<sup>7</sup>.

Az eltelt tizenöt év azonban a világ más részein sem múlt el nyomtalanul: jogalkotónk által a szabályozásba bevonni kívánt piacokon ugrásszerű fejlődés ment végbe: a szabályozásnak amúgy is problémát jelentő elektronika területén.

Megjelentek az elektronikus kereskedelem különböző formái az általános szabályozásban, de a szabályozott iparágak / piacok területén is, ez utóbbin például (már az európai uniós jogalkotásban is) az elektronikus pénzkibocsátó intézmények. Ezek a nemzetközi szabályozásnak is új területei; tehát szabályozónknak is utol kell azt érni és nem lehet ingatag talajra építeni az újfajta struktúrákat – ezeket tükrözik többé-kevésbé időarányosan az Európai Unió irányelvei a kétezres évektől.

## **A bankszabályozás jellemzői a szabályozott piacon belül**

A bankszabályozás a szabályozott piac keretein belül kevésbé kockázaterzékeny normák köré épül, mint a tőkepiaci szabályozás; ugyanakkor kidolgozottabb (szabályozottabb) a banki tevékenységek és ügyletek területe, mint a biztosítási piaciaké.

<sup>7</sup> Az 1990-es évek közepi jogforrási látélet mutatja az akkor már éppen elkezdődött európai uniós harmonizáció kapcsán létrehozott banktvényt (Hpt.) a mellette élő, de hatálya alól lényegében kivett versenytörvényt, amely az első piacgazdaságinak tekinthető szabályozás volt 1984-ben – mindez az állandóan változó koncepciójú állami vagyonkezelési szabályok „bűvkörében” nehéz jogalkotói terepet és még nehezebben alkalmazható jogot jelentett.

Akár ország szabályokat, akár regionális vagy nemzetközi szabályokat veszünk alapul, elmondható, hogy a pénzüpi szabályozás keretei hasonlóak mind a szervezeti, működési vagy ügyleti területen, azzal együtt, hogy természetesen mindenhol az adott helyi sajátosságok, normaalkotási tradíciók határozzák meg a konkrét szabályozást<sup>8</sup>.

A pénzüpi szabályozást jellemzi a szervezeti és működési feltételek részletes meghatározásának igénye.

A szervezeti formától kezdve (ami a társasági jog alapján többnyire az átlátható tulajdonosi kör biztosítását, a korlátolt felelősségre épülő működést jelenti) a prudens és transzparens működést biztosító szabályokon át a banki ügyletek jogi körülhatárolásáig több jogág jellemző szabályainak szellemét is felfedezhetjük, amint összegyűrva és egymásba fonódva egy különös terület: a pénzüpiacok szabályozásának területén kapnak új formát.

Ezek a fenti területek felölelik a magánjogi, társasági jog, versenyjogi szabályokat – némi kitekintéssel esetenként még a munkajogra is (különösen a felelősségi szabályok területén). Esetenként nehéz elhatárolni egymástól ezeknek a maguktól különböző jogágakba tartozó normáknak az egymásra gyakorolt hatását, amint végül is együttesen alkotják a banktörvények esszenciáját. Hiszen hogy lehetne elhatárolni, mi a fontosabb, a bankvezető felelőssége, a prudens banki viselkedés, a banki ügyfelek tisztességes és ügyfélbarát kezelése, a jó banki termékek piacra vitele stb.

A bankügyletek, mint szerződések klasszikus magánjogi szabályozása tradicionálisabb és a hagyományok alapján talán könnyebben felépíthető, mint a tőkepiaci ügyleti szabályozás.

A tőkepiaci ügyletek alapvetően az adásvételi szerződés magánjogi szabályainak körében helyezkednek el; de ami – szemben a bankügyletekkel – kiemeli ezen szerződéseket a klasszikus magánjogi formák közül, az a szerződések „fizikai” tárgya, az értékpapír vagy értékpapír származékok vagy bármilyen formájú referenciái. Az értékpapírok (és minden, belőlük levezethető szerződési tárgy) ügyleteinek egyik fontos tényező-párja az idő és a gyakoriság. Ebből következik az ügyletek tipizálásánál fontos elem: az ügyletek láncolata (Gooch et al. [2002]), mely láncolat valamely lépcsőjénél a klasszikus magánjogi intézmények egy része nem alkalmazható – ilyen például az eredeti állapotba visszahehelyezés. Ehhez egy újabb tipikus ügyleti elem: az anonimitás kapcsolódása csak növeli a klasszikus magánjogi szabályozási elemek alkalmazhatóságát.

<sup>8</sup> A szabályozás általános keretei a polgári jog különös részébe épített szerződésfajták, valamint a külön jogszabályban együttesen vagy elkülönítetten kezelt egyes ügyletek normái.

## Nemzetközi jellemzők

A nemzetközi szabályozás magában foglalja egyrészt a fejlett piacokon kialakult ügyletek és szereplők viselkedési normáinak szabályozását – ez az adott terület fejlődésében későbbi szabályozási mintaként szolgál a fejlődésben később azt a szabályozási lépcsőt elérők számára.

Másrészt adott régiós szabályozás egységesítési törekvéseket jelent és egységesítő szabályozással egységesebb piaci jogi viselkedés szerepmintái teremthetők meg, vagy a már működőknél szabályozhatók. Erre példa az európai uniós szabályozás története is.

A régiós szabályozás egységességre törekvése mellett azonban átütő erővel vannak jelen a szabályozás területén, a 'szabályozók szemé előtt' az adott szabályozott iparág / piac legfejlettebb modelljei a tényleges és valóságos piaci működésükben, piacsabályozó hatásukban.

A pénzpiacok területén angolszász szabályozási modellek 'vezetik a listát': az angol modell az univerzális, az amerikai pedig a klasszikus bankolás intézményeinek és ügyleteinek sokaságával.

A biztosítási piac szabályozásában is történelmileg (a tengeri kereskedelemről kialakult) az angolszász terület, az angol szabályozás területe jelenti a legtöbb, jogalkotó számára általában hasznos mintavételi lehetőséget.

Az értékpapírpiacon vagy tőkepiac szabályozottsága egyértelműen amerikai dominanciájú; azzal együtt, hogy az amerikai (pontosabban USA-beli szövetségi szintű) szabályozás a tőzsdék vonatkozásában az önszabályozó, autonóm testületi forma normáit helyezi előnybe a társasági jogi alapon szervezett és szabályozott típussal szemben.

Az angolszász és kontinentális jogrendszer eltérő sajátosságai leginkább a tőkepiaci szabályoknál mutathatók ki; az értékpapír fogalmának jogi meghatározása és jogági elhelyezése erősen megosztja a szabályozók tevékenységének megítélését. Az angolszász jogban értékpapír fogalom meghatározást kodifikált joganyagban nem találunk. A kontinentális jogrendszerű országok joga is eltérő ebből a szempontból: a tautológiától („értékpapír: amit a szabályozó annak tekint”) a tényleges fogalom kereséséig különböző megoldásokat találunk – csak azt nem lehet elfelejteni, hogy e téren a jog egy, a piacot alapvetően meghatározó és az állandó piaci változásoknak kitett eszközt kíván általános kötelező erejű formában megfogni.

## Európai uniós szabályozás jellemzői

A bankszabályozás az egyik legkorábbi uniós szabályozási terület.

A kezdeti szabályozási célok a „legkisebb közös többszörös” elvén alapultak:

megtalálni az akkori tagállamok jogalkotói számára elfogadható szabályozási minimum szintet a bankok és bankügyletek dzsungelében; ez jelentette mind a működő intézmények és alkalmazott ügyletek áttekintését, kategorizálását és legtöbbjük meghagyását a szabályozott piacokon belül.

Az első szabályozási szint a bankok közös létesítési és működési követelményének általános szabályaira vonatkozott. Ennek jegyében az első banki irányelvek többnyire szervezeti, létesítési feltételeket, közösen megállapodott minimális követelményeket tartalmaztak.

A későbbi lépcsők egyrészt az elmélyültebb szabályozást célozták meg a már korábban elért közös szabályozási alapokon, másrészt újabb fontos bankműködési területeket vontak közös szabályozás alá.

Egyre részletesebb fogalom meghatározásokra került sor a szervezetek vonatkozásában. A közvetlenül pénzüpi tevékenységet végzőkön túlmenően sorra kerültek a holdingok, a vegyes tevékenységű (pénzüpi és más területen működő) szervezeti formák szabályai is; ezek már többnyire más uniós közös szabályozási területtel is összefüggtek (leginkább a számviteli és adószabályokkal).

Jelentős szabályozási egységesítést jelentett a különböző jogágak közös szabályaira való utalások és keresztutalások megteremtése. Alapvetően a számviteli jogi és kisebb részben társasági jogi szabályokra való utalások gyakoriak a bankjogi szabályozásban. Ennek oka részben az előző bekezdésben már utalás-szerűen említett folyamat is: az általános uniós normák és a szabályozott iparágak / piacok különös normáinak összehangolása megkezdődött; ezt a folyamatot a kodifikáció is átvette és elkezdődött a hivatkozások és kereszt-hivatkozások dzsungelszerű áradata. Az alkalmazási nehézségeket elviekben felülmúlta az egységesítés fontossága.

A banki működés alapelveinek a közös szabályrendszer részévé tétele is jelentős közbenső lépés volt: a prudencia, transzparencia elveinek megfogalmazása és egyre mélyebb szintű közös szabályozása<sup>9</sup>.

Ez utóbbira példa a bennfentes kereskedelem uniós szabályozása, amely túlmegy az általános fogalom meghatározásokon és ügyleti szabályokhoz kapcsol és szankcionál viselkedési normákat<sup>10</sup>.

Az állami felügyelet alappillére a szabályozott iparágaknak. A közös uniós felügyeleti szabályozás külön hosszú történetre tekint vissza a banki szabályozásban.

<sup>9</sup> Az ún. Transzparencia Irányelv kezdetben ajánlásként indult és a tagállamok kedvező reakciója nyomán vált kötelező – irányelvi – szabállyá.

<sup>10</sup> Az ún. Bennfentes kereskedésről szóló Irányelv története sok buktatóval teli út: ezt magyarázza részben a tőkepiac uniós szintű szabályozatlansága (ami nem baj) részben pedig – az előbbiből is következően – az ügyletek gyors változása, ami nehézkessé teszi annak a jogalkotói koncepciónak a végrehajtását, hogy a szabályozás átfogó, nemzetközi és folyamatosan végrehajtható/alkalmazható legyen.



Egyrészt mindhárom szabályozott iparág: a pénz-, tőke- és biztosítási piac felügyeletének kialakítása, másrészt már a kezdetektől közös szabályozás megteremtése volt a cél.

Ezt követte a konszolidált, vagyis a három terület összevont felügyeleti szabályozása.

A konszolidált felügyeleti szabályozáson belül nagy és a szűkebben vett szabályozási területről kitekintő lépést jelentett a vegyes tevékenységek részben a szabályozott iparági normák alá vonása.

A 'kitekintések' mellett az uniós szabályalkotó a közös normákban is egyre mélyebb szintekre jutott: az egy döntés elvét és gyakorlatát lehetett szentesíteni; vagyis egy tagállami felügyeleti döntés szervezet létesítéséről a szabályozott iparágakon belül, a többi tagállamra is kiterjed és nincs szükség (és lehetőség sem) egy újabb tagállamban megkezdett működéshez az újabb tagállam felügyeletének újabb engedélyezési eljárására.

Elkülönül egymástól a szervezeti és a működési szabályok története: a szervezet és a konszolidált felügyelet megteremtésének, bevezetésének és – mára már – a korrekciós szabályoknak a sora.

Másrészt a felügyeleti eljárás jogi minősítése válik egyre fontosabb szemponttá azzal együtt, hogy az uniós szabályok az állami felügyelet szervezetének az állami szervek hierarchiájában elfoglalt helyét soha nem határozták meg. Ebben a vonatkozásban a mindenkor uniós irányelvek konzekvensen azt az általános szabályt tartalmazzák, hogy az állami felügyelet az állami szervek rendszerén belül az állami ellenőrzés hierarchiájába kell, hogy betagozódjon. Az, hogy ez parlamenti, kormányzati vagy más hierarchia – az uniós szabályozó számára soha nem érintett terület.

A felügyeleti működési szabályok alapvetően a számvitel területének közös szabályai a banki (és tőkepiaci és biztosítási és társasági jogi) területre átültetve: a konszolidált pénzügyi beszámolók ellenőrzésére épült konszolidált szervezet mintája látható a szabályozásban. A számviteli szabályok ilyen módon való átültetése más jogágakba nemcsak a szabályozott iparágak / piacok vonatkozásában jellemző, hanem más területre vonatkozó uniós jogszabálynak is része.

De a számviteli szabályokon túlmenően jelentőssé vált az uniós jogharmonizáció a felügyeleti működés más területein is, például a felügyeleti közti viszony, a kölcsönös információ áramoltatás vagy a jelentéstételi kötelezettségek és a jelentések egységesített tartalma szabályozásában.

A szabályozás újabb uniós története egyrészt a szabályozott iparágak / piacok térhódítását, új, korábban még nem szabályozott területek kialakulását (elektronikus ügyletelés és elektronikus pénz kibocsátó intézmények) jelenti. Másrészt a korábban már szabályozott területek egymásba mosódását, és ezáltal a korábbi, egyértelműen elkülönült területi szabályok valamelyikének elsődlegességét kérdőjelezi meg (vagy szabályozási disszonanciát esetleg káoszt okoz). Tipikus

példa ez utóbbi fejlődési tendenciára a bank- és értékpapírügyletek némelyikének egymásba mosódása; különösen a betéti és finanszírozási konstrukciók egymásra építése és „értékpapírosítása”.

Egy korábban áttörhetetlennek hitt szabályozási korlát leomlásának jegyei lelhetők fel az uniós szabályokban: a biztosítási ügyletek és a banki finanszírozási ügyletek egy ügyletsorban való megjelenése.

Mindezekhez szükséges az állami ellenőrző / felügyelő szerv és a szabályozott iparágak / piacok többi szereplőinek együttműködése; az ügyletek megérzése, az adott piac működésének ismerete és az annak megfelelő szabályozás kialakítása.

## Magyar szabályozási jellemzők vázlatos áttekintése

Néhány fordulópont az elmúlt bő másfél évtized magyar bankszabályozási történetéből:

### *1. Előbb jöttek létre a kereskedelmi bankok, mint a szabályozás.*

A bankszabályozás és ezzel a szabályozott iparági normák megteremtésének kérdése a tervgazdálkodásból a piactudományba való átmenetben nem egyszerű.

A szervezeti oldalon kezdődött?

Ezzel az 1987-es évet és szabályozási formaként kormányhatározatot jelölünk meg – ami nagyon bizarr bankszabályozási lépés (bár kétségtelenül jó irányt jelentett a későbbi, másfél évtizedes magyar bankfejlődésben).

A működési oldalon kezdődött?

Erre a kérdésre kínosabb választ kell adnunk, mint az előzőre: banktörvényünk jó három évvel a kereskedelmi bankolás megindítása után kodifikálódott<sup>11</sup>.

Az ügyleti oldalon kezdődött?

Ezen a területen kell legkevésbé feszengeni: bár ez talán a magánjogi normák viszonylagos általános alkalmazhatóságának a közvetlen következménye is. A bankügyletek alapszerződésai – legalábbis a betételhelyezés, finanszírozás vonatkozásában – léteztek; bár az 1950-es évek Ptk. szabályozása nem kifejezetten piaci viszonyokra készült, az alapszerződések mintái ugyan korlátozottan, de alkalmasak voltak a kereskedelmi bankolás megindítására (problémát a biztosítékrendszernek a piactudomány kialakulásához képest jelentős szabályozásbeli elmaradása okozott).

<sup>11</sup> Pit.

A bankszabályozás kezdete tehát nem egyszerűen meghatározható a magyar jogban; ahogy nem lehet a bank, mint szervezet nélkül bankolni, úgy nem lehet bankügyletek végzése nélkül sem ez irányú tevékenységet folytatni – nem beszélve arról, hogy a szabályozott iparági szervezet működésére / működtetésére vonatkozó különös szabályok nélkül nemigen beszélhetünk szabályozott iparági működésről. Egy hosszantartó, bár nagyon sikeres ügylet / szerződésfajta tipikus példája lízing vagy pénzügyi lízing esete<sup>12</sup>.

Vegyes, átmeneti és hiányos tehát a magyar bankszabályozás kezdeti néhány éve – ha a szakmában erre visszaemlékszünk, kész csoda, hogy nem került sor az első (éppen hogy létrehozott) nagybankok privatizációjára azelőtt, hogy banktörvényünk létrejött volna. 1989 elejéről és az akkori két legnagyobb portfólióval rendelkező kereskedelmi bankról van szó.

## *2. Vegyes, átmeneti és hiányos szabályozás*

Az ironikus megjegyzések mellett vegyes volt a kezdeti bankszabályozás az alkalmazandó normák tekintetében. Az 1875-ös Kereskedelmi Kódex klasszikus részvénytársasági szabályai képezték a szervezeti alapot az első kereskedelmi bankok megalapításakor. A gazdasági társaságokról szóló törvény hatálya csak 1989. január 1. volt.

A kimúlóban levő tervgazdaság szervezet-működtetésének dokumentációja (a régi „SZMSZ”-ek, vagyis szervezeti és működési szabályzatok) még több évig tartotta magát – már az új banktörvény szabályai szerinti engedélyezési / felügyeleti eljárásban is. 1990-től kerülnek alkalmazásra a valóságosan szabályozott iparági normákat tartalmazó bankszabályok.

Az ügyleti szabályok lassan modernizálódtak – ismételve a fentieket: a Ptk. szerinti szerződések jól működő alapot jelentettek az „új világban”. Az „egyszámla” fogalma és szóhasználata azonban nehezen tűnt el az új kereskedelmi bankolásból más, régi pénzforgalmi szabályokkal együtt.

Átmeneti a kezdeti bankszabályozás abból a szempontból, hogy a kezdeti vegyes szabályokat néhány évre felváltották a kísérleti jogalkotás termékei, majd az európai uniós jogharmonizáció keretében a regionális szabályozási minták magyar jogba beépítése vált az elsődleges feladattá ezen a területen<sup>13</sup>.

A szabályozás hiányosságát még ma sem sikerült leküzdeni – uniós jogharmonizáció ide vagy oda. Nem elég a modern nemzetközi (regionális) gyakorlat és szabályozás egyes elemeit átültetni a magyar jogba – az adott szabályozott

<sup>12</sup> Ha visszakeressük a Hpt. idejéről, 1996 környékéről az akkor hatályos adó- és számviteli szabályokat, nem is lepődünk meg, hogy a pénzügyi lízing szabályozása nem alkotott zárt egységet ezekben a normákban.

<sup>13</sup> Ez volt az 1996-os Hpt. alapszövege – akkor kevés, későbbi módosításra szoruló résszel.

intézmény vagy instrumentum be kell, hogy beépüljön a piaci gyakorlatba, a szabályozott iparága / piacok szerves részévé kell, hogy váljon, ami nélkül nincs normális piaci működés. Mivel a piacgazdaság kiépítésénél tartunk, ezen szabályozási feltétel teljesülése még a jövő fejlődésének kérdése.

A hiányos szabályozás körébe tartozik az egyéb jogági szabályozás „piacosítása” – legalábbis részben. A számviteli jog egyértelműen ez a terület. A hiányok pótlása nem ritkán a kodifikátor (ha még létezik ez a szakma és képviselői) számára elfogadhatatlan módon történt: egészen más logikájú, kultúrájú és más szabályozottsági szinten álló normába történt a beépítés ’életidegen’ módon. Jellemző példák egyike a klasszikus számviteli jog körébe tartozó társasági tőkevédelmi szabályok beépítése általános szabályként (!) a gazdasági társaságokról szóló törvénybe, különös szabályként pedig a banki, tőkepiaci és biztosítási normákba<sup>14</sup>.

Az ügyleti szabályozás kérdése is felveti: a nemzetközi gyakorlat (és persze szabályozás) modern szerződéseinek átvétele és alkalmazása a mégoly tág kereteket adó Ptk. szabályok mellett, de sokszor azokat a „beleértő” jogértelmezés határáig kitégítve helyettesítheti-e az új szabályozás létrehozását?

A szabályozó előtt álló feladat: hazai szabályozási tapasztalat nélkül kiindulva dönteni a klasszikus vagy univerzális bankszabályozás között

A magyarországi kereskedelmi bankolás kezdeti lépéseit a gyakorlati bankügyletekben átvett modern nemzetközi szabályozási minták mindenképpen segítették.

Ugyanakkor a nemzetközi kereskedelmi bankolás azon szabályai, amik nem az ügyletek területén jelentek meg – döntési helyzetet teremtettek a hazai szabályalkotó számára: ezek a fő területek a klasszikus vagy univerzális bankszabályozásról és az állami ellenőrzés / felügyelet helyéről és tevékenységéről szóltak.

A szabályozás első éveit követően hamar megkezdett európai uniós jogharmonizációs munka sem segítette a dilemmán: az uniós szabályozás keretei mind a klasszikus, mind az univerzális bankot magukba foglalják; az állami ellenőrzés / felügyelet szervezeti és működési rendszerének az állami ellenőrző szervek közé való beépítésének milyenségére pedig nem tartalmaznak konkrét irányítást.

A történelmi magyar szabályozás sem jelenthetett igazi kiindulópontot a szabályozó számára, hiszen a modern pénzüpi szereplők és ügyletek piaci kockázata és az annak megfelelő szabályozás nem összevethető a második világháború előtti gazdasági helyzetben alkalmazott akkori piaci mintákkal.

A szabályozó kezét a jogalkotásban a kialakuló piaci körülmények és más, joga kívüli tényezők vezették és évtizeden belüli több, egymástól jelentősen különböző jellegű szabályváltoztatást jelentettek.

<sup>14</sup> AGt. 1997-es módosítása tartalmazta ezeket, az „elegáns úrra” (a Gt.) ráaggatott, oda nem illő alkotórészeket.

### *3. Gyerekszáj: ugye a bankkonszolidáció nem bankszabályozás?*

A magyar bankszabályozás történetének áttekintésekor nem mehetünk el szótlánul a konszolidációs szabályok mellett (az 1990-es évek elején a bankkonszolidáció, hitelkonszolidáció, adókonszolidáció) – de a konszolidációs szabályok a szabályozott iparágak / piacok vonatkozásában nem minősülnek klasszikus szabályozásnak.

A piacgazdaság kialakításának része volt az államnak az a gazdasági beavatkozása, amely a tervgazdasági múltból maradó csontvázak eltakarítását célozta.

Az kétségtelen, hogy – akár a kereskedelmi bankok 1987-es létrehozása – a konszolidáció jogi formája is kormányhatározat volt. Mindkét esetben aktív kormányzati gazdaságpolitikai lépés öltött alakot ebben a – kétségtelenül nem elegáns, de talán a későbbi események fényében hasznosnak mutatkozott – jogi formában.

Ma azonban már világosan látható: ha nincs konszolidáció – nincs privatizáció. A rendszerváltást követő első években az állami szabályozó egészen egyszerűen „nem bírta szuflával”: a piacgazdaság intézmény- és szabályrendszerének kialakítása (még ha a különös szabályokat figyelmen kívül is hagyjuk) és a tervgazdasági intézmények és szabályok megsemmisítése nem egy parlamenti ülészak feladata.

Ezekhez az évekhez és ezekben az években a versenyjog a pénzügyi jog mellett élt, nemigen folyt bele ebbe a tisztogatásba és privatizációra való előkészítésbe, mintegy jelezve, hogy a tervgazdasági múlttal való leszámolás még sehogyan sem a piaci tevékenységbe tartozó lépéssor.

### *4. Uniós csatlakozási törekvéseknek hála! – egységesedett a hazai bankszabályozás*

Az 1994-től meginduló európai uniós jogharmonizációs munkák a szabályozott iparágak területén az átlagosnál többet jelentettek: egy kialakulóban levő iparág szabályozásán kompakt, teljes mintákkal lehetett dolgozni és nem kellett a szabályozás építése mellett rombolni és átalakítani is egyben.

Így a magyar bankszabályozás kezdeti lépéseit kis korrekciókkal folytatni lehetett.

Idetartozik a bankszabályozás kezdeti éveiben az országba betelepedett számos külföldi kereskedelmi bank gyakorlatának értékelése: mind szervezeti, mind működési szabályaik és persze ügyleteik is – bár eltérőek voltak és hazai joguk szerint épültek fel, de – nagy hatással bírtak a magyar gyakorlatra. A hatást fokozta, hogy a pénzügyi befektetők többsége uniós tagállamként önkéntelenül is segítette a magyar munkát az uniós jogharmonizációban.

A magyarországi bankolás dokumentációs fejlődését nem lehet nem észrevenni a kezdeti, állami vállalati mintaszerződésektől a modern bankügyleti dokumentációig. Szintén érezhető az uniós jogharmonizáció kötelező szabályozási lépéseinek hatása a közvetlen állami szabályozás alá nem vont területeken is; ez látható új normák kialakulásánál, de sokszor még fontosabb, hogy ez a hatás korrekciós lépésekben nyilvánul meg.

### Irodalomjegyzék

- BÖNKER, FRANK – EDWARD, ELGAR: *The Political Economy of Fiscal Reform*. 2003.
- CULLIS, JOHN – JONES, PHILIP: *Közpénzügyek és közösségi döntések*. Budapest: Aula, 2003.
- GOOCH, ANTHONY C. – KLEIN, LINDA B.: *Documentation for Derivatives*. *Euromoney Books*, Vol. I.–II., 2002.
- HARMATHY ATTILA: Hungarian Civil Law Since 1990. *Acta Juridica Hungarica*, 43., 2002/1–2.
- IMRE MIKLÓS – PAPP ZSIGMOND (szerk.): *Közigazgatás és gazdaság*. Budapest: HVG-Orac, 2007.
- KISS FERENC LÁSZLÓ: Bevezetés a szabályozás gazdaságtanába. In *Verseny és Szabályozás 2007, évkönyv*. Budapest: MTA Közgazdaságtudományi Intézet, 2008.
- SÁRKÖZY TAMÁS: Post-Socialist „primitive accumulation of capital” and the law. *Acta Juridica Hungarica*, 49., 2008/12.
- VOELKER DIETMAR et al.: *German Tax and Business Law*. Sweet&Maxwell, 2005.
- VÖRÖS IMRE: *A nemzetközi gazdasági kapcsolatok joga*. I.–II. Budapest: KRIM Bt., 2004.



# A MAGYAR JOGRENDSZER ÉS A VÁLLALKOZÁSOK TŐKEPIACI, HITELPIACI LEHETŐSÉGEI

## *Joggazdaságtani elemzés*

SZALAI ÁKOS  
egyetemi adjunktus (PPKE JÁK)

Széchenyi István a *Hitel* című művében a magyar gazdaság, ami abban az időben elsősorban a mezőgazdaságot jelentette, fő problémájának a tőke hiányát látta. Amikor pedig ennek okát kereste, akkor azt a hitelezés lehetetlenségében találta meg: a hitelező nem tudta megterhelni az adós birtokát, hiszen az akkor sem kerülhetett ki az adós tulajdonából, ha nem tudta visszafizetni a felvett hitelt. Széchenyi művének egyik alapgondolata, hogy a hitel magyarul (és más nyelveken is) meglevő kettős jelentése nem véletlen. A köznap értelemben vett hitel (a bizalom, vagyis az, hogy a másik szavára építhetünk, hiszen kevés az esélye annak, hogy ne tartsa meg ígéretét, illetve, hogy emiatt mi nagy veszteségeket szenvedjünk) és a pénzügyi értelemben vett hitel, vagyis a pénz kölcsönzése erősen összefügg. Akinek az ígéreteiben nem bízhatunk, aki esetleg nagy károkat okozhat nekünk, annak hitelt sem adunk. A gazdasági növekedés alapja Széchenyi szerint tehát a hitel – a bizalom és a pénzkölcsönzés (a tőke).

A joggazdaságtan – de általában a közgazdaságtan – egyik legintenzívebb kutatási területe a jogrendszer és a gazdasági fejlődés kapcsolata. A téma ma már a nagy nemzetközi szervezetek, mindenekelőtt a Világbank tematikájában is központi szerepet kap.<sup>1</sup> A joggazdaságtani vizsgálatok általában egyes jogintézmények hatásait elemzik: fő kérdésük, hogy miképpen alakítják ezek át a racionális szereplők ösztönzőit, és ezzel miképpen segítik elő, vagy éppen gátolják a hatékony allokáció kialakulását. Az irodalom másik nagy iránya (elsősorban az ún. law and finance irodalom) elsősorban empirikus vizsgálatokra támaszkodik, és azt vizsgálja, hogy egyes országok gazdasági teljesítménye, bizonyos gazdasági mutatói mennyiben magyarázhatóak azzal, hogy egyes jogintézmények léteznek-e.

---

<sup>1</sup> Lásd az ún. Doing Business jelentéseket, amelyek mögött az ún. jog és pénzügy [law and finance] irodalom eredményei húzódnak meg. Összefoglalásul lásd VILÁGBANK (2010), DIANKOV et al. (2003) és SCHLEIFER et al. (2008)



A mostani elemzésben a hitelbiztosítékok, a zálogjog kapcsán mindkét irányzatot bemutatjuk – nagyobb helyet szentelve a klasszikus joggazdaságtani vizsgálatok tárgyalásának. Ugyanakkor kiindulásként a hitelbiztosítékok, a zálogjog fontosságát kell tisztázni. Ehhez az első fejezetben egy a jogrendszer és a makrogazdasági növekedés közötti összefüggést leíró modellt ismerhetünk meg. Ezt követően a második fejezet a témában talán legfontosabb versenyképességi vizsgálat, a Világbank *Doing Business* jelentése alapján mutatja be és értékeli az egyes országok, így köztük Magyarország hitelbiztosíték-rendszerét. Ezt követően kerül sor arra, hogy vizsgálat kérdéseit értelmezzük, megvizsgáljuk, hogy valóban helyénvalóak-e azok az elvárások, amelyeket a Világbank megfogalmaz, milyen közgazdaságtani magyarázatokat, vagy kritikákat tudunk az egyes „elvárt” jogintézményekhez fűzni. Ennek érdekében a harmadik fejezetben az elméleti közgazdaságtan segítségével megértjük a hitelbiztosítékok fontosságát, majd a negyedik fejezetben – az elméleti problémák és válaszok ismeretében – megvizsgáljuk a zálogjog előnyeit és hátrányait a többi rendelkezésre álló hitelbiztosítékként szolgáló eszközhöz képest. Végül az ötödik fejezetben visszatérünk a Világbank kérdéseihez, és megvizsgáljuk, hogy milyen előnyökkel és hátrányokkal jár, ha az ott megfogalmazott elvárásokat egy jogrend maradéktalanul teljesíteni akarja.

## 1. Jog és gazdaság: a gazdasági teljesítmény joggazdaságtani alapmodelljei

A joggazdaságtan elsősorban a statikus hatékonysággal foglalkozik, dinamikus (gazdasági növekedésre) épülő modellek – a közgazdaságtan, a makroökonómia gazdasági növekedéssel kapcsolatos modelljeinek gyengeségei miatt is – viszonylag ritkák. A legfontosabb kivétel Robert Cooter és Hans-Bernd Schäfer munkája (Cooter–Schäfer, m.a.).

A modell a gazdasági teljesítménnyel foglalkozó közgazdászokat megosztó egyik legfontosabb vitából indul ki: mi a gazdasági fejlődés motorja, minek köszönhető a fejlett világban a szegénység eltűnése, csökkenése. A két egymással rivalizáló irányzat egyike szerint a tőkefelhalmozás, a másik szerint az innováció. A Cooter és Schäfer a joggazdaságtan felől közelítve azt állítja, hogy önmagában egyik sem elég, amíg nem találkoznak, amíg nem kezdenek kooperálni. Kooperáció azonban nem jöhet létre a jogrendszer segítsége nélkül.

A modell persze annyiban nem új, hogy a gazdasági fejlődést tanulmányozó írók régóta a kooperációra helyezik a hangsúlyt. Adam Smith a *nemzetek gazdagságát* a munkamegosztással, illetve az ezt elősegítő intézmények, erkölcsök meglétével magyarázta. Az osztrák vagy a virginiai iskola (Hayek vagy Buchanan) szerint eleve elhibázott azon gazdaságelméleti megközelítés, amely

az *egyéni* hasznosságmaximalizálásból indulnak ki – szerintük a gazdaság alapkérdése a kooperáció legelemibb egysége a csere, a *katalaxis*.

Cooter és Schäfer modellje természetesen annyiban sem új, hogy annak állításai a klasszikus joggazdaságtani vizsgálatokra épül. Ennek a joggazdaságtani (és általában a közgazdaságtani) irodalomnak ma már megkerülhetetlen kiindulópontja az ún. Coase-tétel, amely szintén a kooperáció fontosságára hívja fel a figyelmet. A tétel szerint: ha a tranzakciós költség alacsony, akkor *mindegy, hogy mit mond ki a jog*, a felek közötti együttműködés hatékony lesz.

A tétel két pontját érdemes kiemelni! Hatékonyság alatt itt allokációs, Pareto-hatékonyságot és nem technológiai hatékonyságot („olcsóság termelést”) kell érteni.<sup>2</sup> A kooperáció hatékonyságjavító megoldás: ha a kooperációban mind a két fél önként, szabad akaratából vesz részt, akkor mind a ketten jobban járnak. Amennyiben nincs más, az alkuból kihagyott, meg nem hallgatott érintett, a gazdaság, társadalom hatékonyabb helyzetbe jut.

A tétel másik kulcsfogalma a tranzakciós költség. Ennek ugyan hatalmas irodalma van<sup>3</sup>, de most az egyszerűség kedvéért értelmezzük ezt úgy, mint azon tényezők összességét, amelyek egy kölcsönösen előnyös (vagyis definíció szerint a hatékonyságot javító) kooperációt megakadályozhat. Ha így teszünk, akkor könnyedén megérthetjük a joggazdaságtan egyik normatív – pontosabban normatívnak látszó – megállapítását: a jogrendszernek az emberek közötti kooperációt kell elősegítenie, a tranzakciós költségeket kell csökkentenie.<sup>4</sup>

Ilyen alapokra építve Cooter és Schäfer a gazdasági fejlődést elősegítő együttműködés három szintjét különíti el:

1. Az innovátornak (vagy közeli hozzátartozóinak) van elég tőkéje, és termelni tudnak. Jogrendszerre itt is szükség van. Hiába van ugyanis egy kézben mind a kettő, ha a tulajdon biztonsága nem garantált, ha a feltaláló szellemi tulajdonát a jog nem védi meg, akkor lényegesen kevesebb innováció lesz.
2. Az innovátornak nincs elég tőkéje, de kölcsönt kér mástól. A kölcsön csak akkor elérhető, ha a jogrendszer garantálja a szerződés teljesítését. Ha a kölcsönadó nem kap garanciát, – többek között, de nem kizárólag – jogi garanciákat arra, hogy a másik fél a vállalását teljesíti, a pénzt visszaadja, akkor nem fog kölcsönt adni.
3. Az innovátor már nem csak kölcsönt, forrást kér, hanem azt, hogy a tőkét adó a kockázatokat is részben vállalja fel. (Kölcsön esetén a tőkét adó csak

<sup>2</sup> Allokációs, vagy Pareto-hatékonyság alatt a közgazdaságtan olyan helyzetet ért, amelyből nem tudunk úgy elmozdulni, amelyben nem tudjuk valakinek a helyzetét úgy javítani, hogy valaki másét ne kelljen rontani. Pareto-javulás pedig az a változás, amikor az érintettek helyzete közül senkié sem romlik, de legalább egyvalakié javul.

<sup>3</sup> Összefoglalásért lásd ALLEN (2000)

<sup>4</sup> Ez az ún. normatív Coase-tétel. Lásd COOTER–ULEN (2005)

meghatározott megtérülést vár el. Az, hogy a beruházás hozama ennél alacsonyabb vagy magasabb a kölcsönvevő kockázata – amíg a kölcsönt visszafizeti, addig a kockázatot egyedül az innovátor viseli.) Ez már a közös vállalat létrehozása, ahol a tőkét adó tulajdonos, tulajdonostárs lesz.

## 2. Versenyképességi vizsgálatok és a szerződésbiztosítékok, hitelbiztosítékok

A Világbank a hitelbiztosítékok kapcsán tíz – évente némileg változó, egyre pontosított – kérdést, jogintézményt vizsgál. Mint az 1. táblázatból látható a legtöbb régiós, illetve fejlett ország ezen intézmények közül néhányat nem hívott életre. Vannak, amelyek több kérdésben adnak „hitelezőellenes” választ (például Olaszország), vannak (Lengyelország, Szlovákia, vagy Nagy-Britannia), amelyek alig néhányban.

1. táblázat: A Világbank által vizsgált hitelezővédelmi intézmények egyes országokban (Forrás: Világbank, 2010)

	H	CZ	SK	SLV	PO	RO	AT	D	F	I	E	GB	CH	US
Mindenki adhat és fogadhat <i>ingó jelzálogot</i> ?	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I
<i>Kategóriaként körülírt zálog – konkrét tárgy megjelölése nélkül?</i>	N	I	I	N	I	I	N	I	I	N	N	I	I	I
Vállalatok alapíthat- zálogot a <i>teljes vagyonára</i> ?	I	I	I	N	I	I	N	N	I	N	I	I	N	I
<i>Jövőben létrejövő, beszerzett – helyébe lépő?</i>	N	N	I	N	I	N	I	I	I	I	N	I	I	I
Csak <i>maximális érték</i> meghatározása (keretzálog)?	I	I	I	N	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I
<i>Földrajzilag egységes, átfogó nyilvántartás?</i>	I	N	I	N	I	I	N	N	I	N	I	I	N	N
<i>Abszolút prioritás a csődeljáráson kívül?</i>	I	I	I	I	N	I	I	I	N	N	N	I	I	I
<i>Abszolút prioritás a csődeljárás során?</i>	I	I	I	I	I	I	I	I	N	N	I	I	I	I
<i>Reorganizáció során mentesül-e moratórium alól?</i>	N	N	N	I	I	N	I	N	N	N	N	N	I	N
<i>Bíróságon kívüli végrehajtásban?</i>	I	N	I	I	I	I	I	I	I	N	I	I	I	I

Az 1. táblázat „színessége” is arra utal, hogy nem nyilvánvaló, hogy a Világbank által elvárt intézmények minden körülmények között, mindenhol hatékonyan működnek. Lehetnek ugyan a hitelezővédelemnek politikai okokból ellenálló (más megfogalmazásban: az adósvédelmet politikai okokból előtérbe helyező) országok, de ha a Világbank által elvárt intézmények valóban intézmény és jogrendszerből függetlenül hatékonyak lennének, akkor az országok közötti verseny vélhetően rákényszerítené ezek alkalmazására az egyes országokat.

Miközben az egyes intézmények ugyan esetleg támadhatóak, a „nagy kép” empirikusan igazolhatónak látszik: minél több hitelezővédelmi intézmény létezik annál versenyképesebb egy gazdaság. Az egyes országok, jogrendszerek hitelbiztosítékainak erősségét és a makrogazdasági mutatókat összevető nemzetközi vizsgálatok egyértelműen alátámasztják a hitelgarancia (mindenekelőtt a kézizálog létének) fontosságát: a hitelpiac fejlődését alapvetően meghatározza az, hogy milyen vagyontárgyakat lehet zálogba adni.

A teljesség igénye nélkül: Közép- és Kelet-Európában ilyen vizsgálatokat végzett Haselmann et al. (2006) és Safavian–Sharma (2007). Előbbi 12 közép- és kelet-európai országban (köztük Magyarországon) vizsgálta, hogy milyen hatással van a hitelgaranciák, illetve a csődjog megváltozása a hitel mennyiségére. Eredményeik szerint a hitelgaranciák erősítése egyértelműen növeli a hitelmennyiséget – a hatásuk kifejezetten erősebb, mint a csődjogé. Safavian–Sharma (2007) 27 országban vizsgálja a hitelgaranciák szerepét abban, hogy a vállalatok új beruházásaikat bankhitelből valósítják-e meg (mekkora részét valósítják meg ebből a forrásból). A teljes mintán egyértelmű pozitív összefüggést találnak a hitelezővédelem és a bankhitel nagysága között.

### 3. A hitelbiztosítékok joggazdaságtana

A zálogjog, és általában a többi vagyoni biztosítéki forma (például a biztosítéki célú tulajdon-átruházás, a letét, az óvadék) két olyan elemet rejtnek, rejthetnek magukban, amik miatt a hitelezők számára vonzó lehet. Egyrészt kielégítési elsőbbséget biztosítanak, másrészt dologi jogként védettek. Mielőtt hozzáfognánk a módszerek joggazdaságtani elemzéséhez, vizsgáljuk meg, hogy mit is jelent ez a két elem.

*Prioritás.* A dologi hitelbiztosíték kielégítési elsőbbséget nyújt az ilyen biztosítékkal rendelkezőknek. Amennyiben a károkozó, az adós többeknek tartozna, akkor a biztosított hitelezők azok, akik előbb jutnak a pénzükhöz – kérhetik a biztosítékul adott vagyon kiadását, pontosabban a vagyontárgy elárverezését és a kapott összeg (pontosabban abból a tartozás) átadását, még akkor is, ha nyilvánvaló, hogy az adós vagyona nem elég az összes hitelező kielégítésére.

Kielégítési elsőbbségük van, ők nagyobb valószínűséggel jutnak hozzá a pénzükhöz, mint a nem biztosított hitelezők.

*Dologi jog, abszolút szerkezetű jog.* A dologi jog ún. abszolút szerkezetű jogot jelent. A szerződésből csak annak származnak kötelességei, aki a szerződést köti, ezzel szemben a dologi jog mindenkire kötelezettséget ró. A megértéséhez vegyünk egy egyszerű esetet! Tegyük fel, hogy valaki azt ígéri, hogy amennyiben nem képes visszafizetni a neki nyújtott kölcsönt, akkor eladja az autóját és abból kifizet bennünket. Mi történik, ha ezután egyszerűen eladja az autóját másnak, és amikor mi észleljük, hogy nem fizeti a törlesztést, akkor látjuk, hogy nincs meg az autó, amit fedezetül ígért? Amennyiben a kölcsön felvételekor csak szerződéses ígéretet tett, de az autóját nem adta nekünk zálogba, akkor ezt az ígéretet nem tudjuk az autó új tulajdonosán számon kérni. A szerződésből fakadó kötelezettség az új tulajdonost nem terheli. A végeredmény az lesz, hogy továbbra is a hitelt felvevőtől követelhetjük a tartozását. Amennyiben azonban zálogba adta az autót, akkor hiába adta el azt, az a mi hitelünk fedezete, vagyis amennyiben az adós nem fizet, akkor az új tulajdonostól is kérhetjük az autó átadását, elárverezését. Dologi jog, abszolút szerkezetű jog: nem csak a szerződést aláíró felet, vagyis a zálogba adót terheli, hanem mindenkit, aki az autó aktuális tulajdonosa.

Nyilvánvaló, hogy az adott autó értékesítése meglehetősen nehéz lesz mindaddig, amíg a tartozás fennáll. Nem csak azért, sőt nem is elsősorban azért, mert az új tulajdonosnak számolnia kell vele, hogy esetleg elveszítheti azt. Az, hogy egy vagyontárgy másképpen is elveszhet (például ellophatják) – ez mégsem indok a vásárlás ellen. Az elvesztés kockázatát minden vásárlásnál számításba vesszük: ha ennek veszélye (például a magas autólöpási arány miatt) magas, akkor kevesebbet fizetünk egy ilyen vagyontárgyért. A fő gond tehát nem a kockázat maga, hanem az, hogy a kockázat nem exogén. A zálog érvényesítésének esélye ugyanis attól függ, hogy az adós fizet-e. Márpedig, ha nem az ő autóját viszik el, akkor vélhetően fizetni is kevésbé akar majd.

A záloggal terhelt vagyontárgyak adásvétele tehát lényegesen megnehezedik. Mind a vevő, mind a hitelező ragaszkodni fog hozzá, hogy a zálog kerüljön le róla – a hitelnyújtó természetesen cserébe megfelelő új garanciát is kérni fog.<sup>5</sup> Az ilyen garanciát kikötő szerződésekben épp ezért a hitelező általában a vagyontárgy elidegenítését is erőteljesen korlátozza, saját jóváhagyásához, vagy a hitel esetén, annak azonnali visszafizetéséhez köti.

<sup>5</sup> A hitelező egyrészt ugyanazért érdekelt abban, hogy a zálog ne kerüljön ki az adós tulajdonából, mint a vevő: tudja, hogy ebben az esetben az adóst kevésbé ösztönzi a rendszer a rendes törlesztésre. Másrészt azért érdekelt ebben, mert elképzelhető, hogy a dologi kötelezettség mégsem száll át az új tulajdonosra, és ezért a zálogjog eltűnik. Például, ha az új tulajdonos ún. jóhiszemű vevő, akinek nem kellett tudnia a zálogról, akkor nem kell, hogy kiadja a zálogtárgyat.

*A zálog két formája: kézi és jelzálog.* Az adott vagyontárgyat a hitelező persze úgy tudhatja a legnagyobb biztonságban, úgy védekezhet legkönnyebben annak eladása ellen, ha magához veszi azt – és csak a szerződés teljesítésekor adja vissza. Ez az ún. kézi zálog. Azonban ez nem minden esetben szerencsés megoldás. Tegyük fel, hogy csak olyan dolgot lehet zálogba adni, amely szükséges lenne a szerződés teljesítéséhez. Például az előző példabeli autó az adós munkaeszköze. Nyilvánvaló, hogy amennyiben azt a hitelnyújtáskor elvonnánk tőle, akkor ezzel a szerződés teljesítésének, a hitel visszafizetésének valószínűségét csökkentenénk. Éppen ezért alakul ki a jelzálog intézménye, amikor a vagyontárgy az adós, a kötelezett birtokában marad, és csak akkor kell átadnia, ha a szerződést nem teljesíti. (Az előbb dologi jog kapcsán igazából ezt az esetet elemeztük).

*Kikényszerítés menete.* A garanciák talán legfontosabb kérdése (ld. pl. Diankov et al., 2007), hogy a fedezetként adott vagyontárgyhoz a hitelező milyen mechanizmuson keresztül juthat hozzá. Ennek menetében nagy eltéréseket láthatunk az egyes országok között. A joggazdaságtani irodalom legtöbbször az amerikai jog roppant egyszerű kikényszerítési technikáját tételezi fel, és ezért tekinti majdhogynem nulla költséggel kikényszeríthetőnek a zálogjogot. Eszerint a hitelező szerződésszegés esetén egyszerűen saját maga lefoglalhatja (a seriffel lefoglaltathatja) a vagyontárgyat.

Az eljárás a magyar jog szerint ettől erősen eltér. A zálogtárgy lefoglalásához is végrehajtási eljárásra van szükség – amely alapesetben bírósági döntést feltételez. Ebben a tekintetben tehát a garanciával védett adósok nincsenek jobb helyzetben, mint a garanciával nem védettek. Ők ugyanúgy bírósági végrehajtáson keresztül juthatnak a kintlévőségükhöz. A helyzetük csak annyiban különbözik, hogy a garancia nélküli adósok megválaszthatják, hogy mely vagyontárgyat akarják lefoglaltatni, árverésre bocsátatni, míg a garanciával védette, csak a kijelölt vagyontárgyat vihetik.

Fontos azonban megjegyezni, hogy ez a bírósági út a zálogjog esetén csak diszpozitív szabály<sup>6</sup>. A felek, ha akarnak, megállapodhatnak együttes értékesítésben – gyakorlatilag az értékesítés menetében. Nem meglepő módon ezt gyakran meg is teszik.

Miért kerül a bíróság felügyelő szerepe diszpozitív szabályba? A bíróság gyakorlatilag az adós jogainak védelmét látja el. Mindenekelőtt az ő felügyeletétől (és néhány a zálogjogban szereplő szabálytól – mindenekelőtt a *lex commisoría* tilalmáról<sup>7</sup>) várjuk, hogy a vagyontárgy értékesítésekor az ár a lehető legmaga-

<sup>6</sup> A diszpozitív szabály olyan jogintézmény, amelytől a szerződő felek egyező akaratukkal eltérhetnek. A szabály csak abban az esetben alkalmazható, ha a felek másképp nem rendelkeztek – például nem állapodtak meg az adott kérdés kapcsán semmiben (illetve ezzel hallgatólagosan elfogadták a diszpozitív szabályt érvényesnek magukra nézve).

<sup>7</sup> A *lex commisoría* tilalma az a szabály, amely tiltja, hogy a zálogjogi (vagy mint majd látjuk,

sabb legyen. Ebben ugyanis a hitelező nem minden esetben érdekelt. A magas ár elérése általában költségekkel is jár – lehet, hogy várni kell, lehet, hogy szélesebb vevői kört kell elérni, stb. Ezek a költségek növelik a várható árat. Tudjuk, hogy társadalmi szempontból a költségeket addig érdemes emelni, amíg a várható bevétel emiatti emelkedése nagyobb, mint a költségeké – vagyis amíg az ilyen vevőkeresési beruházások határhasználata nagyobb, mint a határköltsége. Csakhogy az eladó, a hitelező ebben nem feltétlenül érdekelt. Őt a hozam csak addig érdekli, amíg a tartozást nem fedezi a bevétel. Az előtti összeg, vagyis a tartozás és a vagyomból származó bevétel közötti összeg az adóhoz kerül – a hitelező ennek emelésében (különösen az ennek emelése miatti költségek viselésében) nem érdekelt.

Feltehető persze a kérdés: miért baj, ha az adós még többet bukik? Megszegte a szerződést – miért ne veszítsen többet? Ez majd még erősebb ösztönzöt jelent. A legfontosabb joggazdaságtani érv itt a kvázi-biztosítási funkció. Ha az adós nemteljesítés, nemfizetés esetén túlzottan nagy költséggel, veszteséggel szembesülne (nemcsak a tartozását, hanem az alacsony ár miatt a vagyonának egy nagyobb részét is elveszítheti), akkor ez visszatarthatja a kockázatvállalástól. Ha elfogadjuk, hogy a megfontolt kockázatvállalás társadalmilag hasznos, ha elfogadjuk, hogy a kockázatkerülés miatt gyakran ésszerű kockázatoktól is tartózkodnak az emberek, akkor nem érdemes egy ilyen büntetéssel még további elrettentő elemeket a jogrendszerbe építeni.

*A biztosítékok közgazdasági racionalitása.* A biztosítékok előnye, első pillantásra nyilvánvalónak tűnik: amennyiben nem lenne ilyen garancia a szolgáltatásra, akkor a hitelező magasabb kamatot kérne. Tudja, ha a partnere nemteljesít, akkor semmiféle megtérülése nem lesz, ezért a várható hozamot úgy tudja csak elérni, ha teljesítés esetén viszont többet kér. Csakhogy ez a feltevés nem mindig igazolható. Felmerül ugyanis az ún. *fedezeti paradoxon* (Adler [1998] és Armour [2007]) problémája: amennyiben a hitelnyújtók a garanciák miatt csökkentik is a kamatlábat, akkor sem biztos, hogy maga a hitel olcsóbbá válik. A hitelfelvevő számára ugyanis annak teljes költsége a kamatlás és a garancia miatti kellemetlenségek együttes költsége. Láttuk például, hogy a záloggal védett vagyontárgy értékesítése meglehetősen nehéz lesz a szerződés tartama alatt. Egy vállalat számára, amelynek komoly érdeke fűződik ahhoz, hogy rugalmas legye, hogy adott esetben megválhasson egy-egy vagyonelemétől, ez igen jelentős költséget is jelenthet.

Két másik érv érdemel nagyobb figyelmet. Az egyik az információs aszimmetria oldása: a kontraszelekció elleni küzdelem. A másik az ügynökprobléma: a hitelgarancia kellő védelmet jelenthet azzal szemben, hogy az adós tudatos

---

más biztosítéki) megállapodásban úgy rendelkezzenek, hogy a hitelező a lejárat előtti (a nemfizetés, a szerződés felbontása) előtt, vagy a lejáratkor, de elszámolási kötelezettség nélkül szeresse meg a vagyontárgyat.

lépésekkel vagy egyszerűen túlzott kockázat felvállalásával veszélyeztesse a hitel megtérülését. (Armour [2007], Hart [2000], White [2007])

*Kontraszelekció.* A kontraszelekció elleni küzdelem lényege az, hogy az ilyen garancia szűrőként, minőségjelzőként funkcionálhat, szétválaszthatja a jó és a rossz adósokat. Az irodalom általában felteszi, hogy a jobb partnerek, akik nagyobb valószínűséggel teljesítik a szerződést, akiknél kisebb a nemfizetés kockázata jobban hajlanak arra, hogy garanciát adjanak. Mivel ők a rossz adósoknál nagyobb eséllyel teljesítenek rendben, számukra fontosabb, hogy kisebb legyen a kamatláb. És fordítva: a rosszabb adósok érzik nagyobb veszélynek a vagyontárgyuk elvesztését, mivel velük szemben nagyobb eséllyel érvényesítik a zálogjogot. Tegyük azonban hozzá, hogy épp a szerződés teljesítésének nagyobb valószínűsége miatt a jobb adósok számára azok az előbb bemutatott zálogjoggal összefüggő korlátozások is fontosabbak lesznek, amelyek a vagyontárgy forgalmát annak teljesítése alatt is akadályozzák. Emiatt könnyen lehet, hogy a valóságban a garanciák ezen rendszer nem lesz hatékony szűrő, mert nem feltétlenül a jó adósok igyekeznek majd ilyen, a kezüket a hitel fennállása alatt megkötő biztosítékot adni.

*Ügynökprobléma.* Az ügynökproblémának két formája van: az ex ante és az ex post (Hart [2000]). Az ex ante probléma lényege a kockázatvállalás: mennyire kockáztatja az adós azt, hogy nem tudja teljesíteni a szerződést, hogy bebukik a hitel. Az ex post ügynökprobléma akkor jelentkezik, amikor már nagyon közel került a szerződésszegéshez, a csődhöz az adós. Mit fog ekkor tenni? Nem vállal-e fel túl nagy kockázatot?

Mindkét ügynökprobléma alapja az, hogy az adós aszimmetrikusan értékeli a veszteséget és a nyereséget (pontosabban a nemfizetésből származó költséget és a siker esetén számára jelentkező nyereséget). Tegyük fel, hogy egy befektetés érdekében kértünk és kaptunk kölcsönt! A befektetés kockázatos, előzetesen csak a hozam valószínűségi eloszlását ismerjük – de azt tudjuk befolyásolni a jobb munkával, befektetésekkel, stb.. Ahhoz, hogy a hitelt teljesen visszafizethessük, a hozamnak el kell érnie legalább a tőke- és a kamattartozás összegét. Ha azonban kiderül, hogy a hozam e szint alatt marad, akkor tudjuk, hogy hiába növeljük erőfeszítésünket, a hitelező ugyan nagyobb összeghez jut, de mivel a tartozást úgysem tudjuk visszafizetni, így abból nekünk semmi nem jut. Ha a hitelre semmiféle garancia nem lenne (és újabb hitelt sem akarunk felvenni, vagy a hitel egyetlen forintjának vissza nem fizetése eleve ellehetetleníti az új hitelkérelmünket), akkor *semmi nem ösztönözne* minket arra, hogy növeljük az erőfeszítéseinket. Ezzel szemben, amennyiben a hozam meghaladja ezt a szintet, amennyiben a hitelt már teljesen vissza tudjuk fizetni, akkor onnantól minden forint extra-nyereség a mi zsebünkbe kerül. Innentől tehát *tökéletes az ösztönzésünk*.



Ez elvezet a túlzottan kockázatos beruházások problémájához. Lássuk erre egy példát! *Tegyük fel, hogy egy cég 5.000 euro kölcsönt vesz fel egy évre. Egy olyan beruházást szeretne vele indítani, amely ha sikeres 8.000 euro nyereséget hoz ez alatt, ha nem lesz sikeres, akkor a beszerzett gépeket, nyersanyagot egy év múlva 4.000 euróért lehet eladni (ez az ún. zárási, kilépési érték [salvage value]). Az egyszerűség kedvéért mind a két eset valószínűsége egyforma, 50-50%. (A felek kifizetéseit a 2. táblázatban is követhetjük.) A szerződésben nincs más garancia: egy év múlva, ha a hitel bedől, a cégnek nem lesz más vagyona, csak a gépek. A felek tudják, hogy ha az 5.000 eurót nem lehet fedezni a gépek eladásából, akkor a fennmaradó rész behajthatatlan lesz. A hitelt felvevő fél tehát azzal számolhat, hogy egy év múlva mindenképpen megszabadul az 5.000 eurós adósságától: vagy úgy, hogy visszafizeti és megtart 3.000 euro hasznot, vagy úgy, hogy visszafizet 4.000 eurót ezret pedig gyakorlatilag leírnak. A várható hozama tehát 1.500 euró (= 50% \* 3.000).*

*Tegyük fel, hogy a hitel felvétele után megjelenik egy új lehetőség is, az adott gépeket másra is lehet használni, ami gyorsabban amortizálja őket, ezért egy év múlva az értékük csak 2.000 euro lesz. Ennyi lesz a hitelező kifizetése bukás esetén. Ezzel szemben, ha sikeres lesz a program, akkor a hozam 9.000 euróra nő. Az adós várható hozama tehát 2.000 euróra emelkedik. Nyilvánvaló, hogy a kockázatkerülő, de akár egy kockázatsemleges adós is ez utóbbit választaná – miközben a hitelező várhatóan többet veszít ezzel, mint amennyit ő nyer, vagyis a döntés társadalmilag nem hatékony.*

2. táblázat: Kifizetések a példa szerinti helyzetekben

	Eredeti beruházás			Új lehetőség		
	Szerencsés világállapot	Balszerencsés világállapot	Várható kifizetés	Szerencsés világállapot	Balszerencsés világállapot	Várható kifizetés
	Nincs garancia					
Adós kifizetése	€ 3.000	€ 0	€ 1.500	<b>€ 4.000</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 2.000</b>
Hitelező kifizetése	€ 5.000	€ 4.000	€ 4.500	<b>€ 5.000</b>	<b>€ 2.000</b>	<b>€ 3.500</b>
Összesen	€ 8.000	€ 4.000	€ 6.000	<b>€ 9.000</b>	<b>€ 2.000</b>	<b>€ 5.500</b>
	Van garancia					
Adós kifizetése	<b>€ 3.000</b>	<b>- € 1.000</b>	<b>€ 1.000</b>	€ 4.000	- € 2.000	€ 1.000
Hitelező kifizetése	<b>€ 5.000</b>	<b>€ 5.000</b>	<b>€ 5.000</b>	€ 5.000	€ 4.000	€ 4.500
Összesen	<b>€ 8.000</b>	<b>€ 4.000</b>	<b>€ 6.000</b>	€ 9.000	€ 2000	€ 5.500

Megjegyzés: Vastaggal szedve a kockázatkerülő adós által választott beruházás

Hogyan segít ezen a problémán a garancia? Két formában: létezik direkt és indirekt hatása. *Direkt hatása* az, hogy az alacsony hozamú szakaszban, tehát, amikor nem lenne (elegendő) ösztönző, akkor is teremt. Gyakorlatilag lejjebb

viszi azt a pontot, amikor már a hozam emelkedése érinti a döntéshozó, az adós jólétét is. Lássuk erre az előző példa módosított változatát!

*Tegyük fel a példában bemutatott szerződésben kikötik, hogy a hitelfelvevő adjon 2.000 eurós garanciát. Ez megváltoztatja a kifizetéseit. Az eredeti beruházási terv mellett kitarva rossz esetben elbukik 1.000 eurót a kétezer eurós garanciából. Ha tehát nem sikerül az üzlet, akkor a hozama 1.000 euró veszteség, ha sikerül, akkor 3.000 euró nyereség – a várható hozam 1.000 euró. Az új beruházási terv választása esetén rossz esetben elbukik 2.000 eurót, a fennmaradó 1.000-at pedig továbbra is leírják. Ekkor a várható haszna 1.000 euró. A két beruházás tehát ugyanolyan várható hozamot biztosít, de mivel a második esetben a jó és a rossz kimenet különbsége (bonyolultabb példa esetén: a szórása, varianciája) nagyobb, így egy kockázatkerülő döntéshozó inkább az eredeti beruházás mellett maradna.*

Ezen direkt hatásnál azonban az irodalom többet foglalkozik az *indirekt hatással*. (Armour, 2007) Egyrészt a fedezett hitel léte miatt a későbbiekben az adós már csak fedezet nélküli hitelt tud felvenni, ami miatt az újabb (most már nem fedezett) hitelt nyújtók még erősebben fogják ösztönözni és ellenőrizni. Az összefüggés megértéséhez annyit szükséges felismerni, hogy amennyiben az első hiteleken nem lenne fedezet, akkor az új hitelezők arányosan részesednének a hozamból – csőd esetén a felszámolási vagyon értékéből a korábbi hitelnyújtókkal egy szintre kerülnének, és a tartozás arányában részesednének a vagyontól. A bemutatott prioritási szabály miatt azonban a garancia módosít ezen: a garanciával védett hitelek elvihetik a záloggal kötött vagyont – pontosabban annak bevételeiből fedezhetik az adósságukat. A többiek csak a fennmaradó vagyonton osztozhatnak. Ez értelemszerűen erősebb ösztönző számukra arra, hogy jobban ellenőrizzék az adós lépéseit.

Természetesen, felvethető lenne: hogyha az a cél, hogy legyen, aki a hitele bedőlése miatt erőteljesebben felügyeli az adós tevékenységét, akkor nem lenne e szerencsésebb megtiltani az ilyen prioritást adó garanciát, hiszen akkor a mostan a garancia miatt kevésbé figyelő hitelező is jobban figyelne? A válasz: nem. Ennek megértéséhez az ún. *kollektív cselekvés problémáját* kell felidézni. A kulcsfogalom a potyázás. Esetünkben ez azt jelenti, hogyha egy hitelező nem is vállalja fel az adós ellenőrzésének költségét, de valamely társa megteszi ezt, akkor a hasznokból (a morális kockázat csökkenéséből) ő is részesedik. A kollektív cselekvés irodalma – mind közgazdasági modellekre, mind empirikus vizsgálatokra támaszkodva – azt állítja, hogy minél nagyobb egy csoport, minél többeknek lenne ugyanaz az érdekük, annál valószínűbb, hogy a potyázás lesz a domináns és a csoport végül nem részesül a kívánt előnyben. (Olson [1997]) A zálog e logika szerint tehát azért szerencsés, mert csökkenti annak a csoportnak

a nagyságát, amelynek tagjai a menedzsment ellenőrzésében érdekeltek. Kisebb csoportoknál pedig a potyázást leküzdeni egyszerűbb.<sup>8</sup>

#### 4. A zálogjog alternatívái

A hitelgarancia, a zálog sem tárgyalható anélkül, hogy tekintetbe ne vegyük, hogy azok hiányában, azok nem megfelelő kikényszerítése (esetleg tiltása esetén) milyen alternatívák terjednének el.

*Szerződési garanciák: kovenánsok, közvetlen ellenőrzés.* A zálogjog legegyszerűbb alternatívája az, ha a szerződés pontosabb, például ha a szerződés pontosan előírja, hogy mit tehet az adós. A kovenáns épp ezt jelenti: a kölcsönadó megszabhatja, hogy az adós mire fordíthatja a pénzt. A fenti példánkban ez azt jelentené, hogy a hitelező szerződésben tiltja meg, hogy az adós a második kockázatosabb befektetésbe forgassa be a pénzt: vagyis a szerződés nem csak azt tartalmazza, hogy mekkora összeget ad kölcsön, és azt milyen ütemezésben, milyen kamattal, stb. várja azt vissza, hanem például a felhasználását is rögzítik.

A kovenánsok legfontosabb problémája az, hogy csak akkor működőképesek, ha az adós döntéseit a hitelező ellenőrizni tudja. És akarja. Ne felejtjük, hogy ez egy sokkal bonyolultabb, költségesebb kapcsolat, mintha egyszerűen a hitel alapkondícióit rögzítenék, és például záloggal biztosítaná magát a hitelező. (És ezt a magasabb költséget pedig – legalábbis részben – magasabb hitelköltség, kamat formájában maga az adós fogja megfizetni.)

Ezen túl nem feledkezhetünk el arról sem, hogy ezek a szerződéses kikötések éppen azt a két elemet nem tudják teljesíteni, amelyet fent a hitelbiztosítékok legfontosabb előnyeként említettünk: nem adnak tulajdoni védelmet (a szerződésszegés esetén megítélhető szankció fizikai korlátja a szerződésszegő fél adott pillanatban meglévő – esetleg csekély – vagyona), és nem adnak a kiélegítés során prioritást sem.

*Tulajdoni garanciák.* Léteznek olyan szerződési technikák is, amelyekkel gyakorlatilag vagyoni garanciát hozhatunk létre, anélkül, hogy ezt a szerződésben ilyen formában kimondanánk. Ilyen lehetőség a *színlelt adásvételi szerződés*, amikor a hitelező visszavásárlási jog fenntartása mellett megvásárolja az adós valamely vagyontárgyát. Ennél a hitelgarancia nyilvánvalóan szerencsésebb megoldás, hiszen itt a tulajdont át kell adni, ami jelentősen megnöveli a hitelfeltevő kockázatát – például nehezen tud védekezni az ellen, hogy azt a

<sup>8</sup> Nem feledkezhetünk el persze arról, hogy a garanciával rendelkező hitelezők viszont kevésbé fogják azt ellenőrizni. Ez akár visszájára is fordíthatja a hatást. Léteznek éppen ezért olyan magyarázatok is (pl. Adler, 1998), mely szerint az ellenőrzés alól meneküli akaró menedzsment szívesebben ajánl garanciát azoknak a hitelezőknek, akik jobban tudnák ellenőrizni.

hitel visszafizetése előtt a hitelnyújtó el ne adja. Másik oldalról pedig a hitelezőnek vállalnia kell a fenntartási költségeket. Ha olyan vagyontárgyról van szó, amely a termeléshez szükséges lenne, akkor ez a szerződés teljesítésének esélyét is csökkenti.

A másik ilyen lehetőség a *vételi jog* alapítása: a hitelező nem zálogot jegyeztet be a vagyontárgyon, hanem abban állapodik meg az adóssal, hogy nemteljesítés esetén az adott vagyontárgy az ő tulajdonába kerül, megvásárolhatja. Ez már roppant közel van a zálogjoghoz, a valóságban gyakran éppen a zálog kikerülésére használják. A magyar bíróságok például gyakrabban azzal a kérdéssel szembesülnek, hogy a felek azt kötik ki, hogy nemfizetés esetén a hitelező a fennálló hitelköveteléssel megegyező összegért vásárolhatja meg az adott vagyontárgyat. Vagyis elszámolási kötelezettség nélkül (a vagyontárgy valós értékesítése nélkül, annak valós értékére tekintet nélkül) történik a tartozás tulajdonná konvertálása.

A megoldás hátránya az adósvédelem hiánya. És ez nem ex post kérdés. Ugyanis ha az adós ebbe a megoldásba eleve beleegyezett, akkor annak kockázataival is számolt, ezen – a hitelező számára kedvező – kockázatok vélhetően beépültek a hiteldíjakba is... A probléma inkább ex ante merül fel: tudja-e az adós, hogy mit vállal. Feltételezhető-e róla, hogy tudatosan vállalja fel a bukás esetére ezt a többletköltséget, tudatosan vállalja-e fel, hogy ebben az esetben elesik a tartozást meghaladó vagyoneértéktől. Az ilyen megállapodást tiltó gyakorlat<sup>9</sup> tehát elsősorban az adósok korlátozott racionalitása elleni, fogyasztóvédelmi intézkedésnek tekinthető. Ugyanakkor, hogy ilyen fogyasztóvédelmi lépésre a racionálisnak feltételezett vállalkozók esetén, a vállalati hitelezés esetén is szükség van-e az erősen kérdéses.

*Vagyonkimentés elleni jogi védelem.* A fentiekben azt írtuk, hogy a hitelező azért törekszik biztosítékot szerezni, mert ezzel tudja biztosítani a vagyont. Ezt láttuk a fenti kockázatvállalási példában is. És ez igaz is: a biztosíték nagyobb biztonságot ad. De biztosíték nélkül sem teljesen védtelen: az ilyen alapvetően opportunistá lépésekkel szemben a jog akkor is védi, ha nincs biztosítéka. Ekkor ugyanis végrehajtást kezdeményezhet. Ha van vagyon. A vagyon léte ugyanis az adós döntésétől is függ: az ex post morális kockázatnak ugyanis nyilvánvaló (és szélsőséges) formája a tudatos vagyonkivonás, amikor az adós a végrehajtás alá vonható vagyonát áron alul adja el.

A jog elvileg ez ellen véd: ha ilyen vagyonkivonás történt, akkor a hitelező az ilyen módon „eltűnt” vagyontárgy kiadását az új tulajdonostól is kérheti. Pontosabban: követelheti az új tulajdonostól az adós (i) csőhelyzetben (vagy csődközeli helyzetben) és (ii) áron alul értékesített egy vagyontárgyát. A

<sup>9</sup> A magyar bírói gyakorlat viszonylag egyértelmű: a vételi jogot elismeri, de csak abban az esetben, ha a vagyontárgy értékét az adósvételkor (például értékbecslő segítségével) megállapítják és a különbözetet az adós megkapja.

csődközeli helyzet azért fontos elem, mert, ha ez nem lenne, akkor a hitelező minden a vállalat által bármikor a létezése során ajándékként adott vagyont visszakövetelhetne.

A szabályozás igazi érdekessége nem az, hogy a hitelezők helyzetével visszaélő adósok lépései ellen fellép a jog, hanem az, hogy ezt egyszerűen ahhoz köti, hogy az ellenérték megfelelő-e. Nem az adós és a vevő közötti összejátszást kell bizonyítani, hanem azt, hogy áron aluli értékesítés történt. A problémát a kapott ellenértéknek és a vagyon értékének az összemérése jelenti. A piaci ár ugyanis nem minden esetben jelzi pontosan adott vagyontárgy értékét – az csak a piacon megjelenő átlagos minőségű, átlagos kockázatokat tartalmazó jogok, vagyontárgyak értékét mutatja pontosan. Amennyiben a konkrét vagyontárgy jobb vagy rosszabb minőségű, illetve amennyiben annak kockázata magasabb, illetve alacsonyabb a piaci átlagnál, akkor a piaci ár rossz jelzőszám.<sup>10</sup>

A másik elem, a csődközeli helyzet is nehezen értelmezhető fogalom. A közgazdaságtan, és az angolszász bírói gyakorlat is azt vizsgálja ilyenkor, hogy a vállalat eszközeinek értéke elmarad-e a tartozásainak összegétől. Az alapprobléma ugyanaz mint az előbb: a vállalat vagyonát értékelni kell.<sup>11</sup>

*Nyilvántartás.* Ahhoz, hogy valaki fedezetre adjon hitelt, szükséges az is, hogy garanciát kapjon arra, hogy a dologi jogát ki fogják kényszeríteni. Ezt viszont csak akkor ésszerű elvárni, ha a dologi joga megismerhető. Gondoljuk el, ha a dologi jog nem lenne megismerhető (például a felek közötti szerződésben jelenne csak meg), majd az általunk vásárolt vagyontárgyra valaki bejelenthetné az igényét, akkor ez vélhetően jelentősen megváltoztatná a vételi szándékot. Ilyen helyzetben a tranzakciós költségek jelentősen megnőnének. Értelemszerűen, azt a kockázatot, hogy adott vagyontárgy esetén fennáll-e harmadik fél dologi joga lényegesen jobban tudja viselni<sup>12</sup> az eladó – nem hatékony tehát szabályt alkotni, amely ezt a költséget a vevőre hárítja. A dologi jogok

<sup>10</sup> Ráadásul a minőség és a kockázat értékelése sem egyszerű feladat. Lássunk erre egy egyszerű példát! *Tegyük fel, hogy egy cég 100.000 euróért felvásárol egy másik céget, amelynek a vagyona 10.000 euró és van egy olyan bányászati, kutatási jogosítványa, amely, ha a kutatás sikeres 1.000.000 eurót hoz, ha nem akkor értéktelen. Mondhatjuk azt, hogy az eladó áron alul értékesítette a céget? A probléma nyilvánvaló: a válasz függ attól, hogy az adott kutatás sikerének mekkora az esélye. (Illetve attól is, hogy az érintettek mennyire kockázatkerülők, de a továbbiakban feltesszük, hogy minden szereplő kockázatszemleges.) Csakhogy ezt hogyan tudjuk utólag, a bírósági tárgyalás után – már a kutatás sikerének, vagy kudarcának ismeretében – eldönteni?*

<sup>11</sup> Az előző lábjegyzetben szereplő vállalat csődközeli van-e, ha 100.000 eurós tartozása áll fenn?

<sup>12</sup> A joggazdaságtan és az intézményi gazdaságtan egyik alapkérdése a kockázatok hatékony megosztása, annak megkeresése, hogy a két (vagy több) partner közül ki tudja az adott kockázatot a legkisebb költséggel viselni. A legegyszerűbb teszt (POSNER – ROSENFELD, 1977) alapján az a jobb kockázatviselő, (i) aki a kockázatról több információval bír, (ii) aki a kockázatot jobban tudja csökkenteni, (iii) aki a kockázat ellen jobban tudja biztosítani magát (vagy esetleg vagyonnagysága miatt nincs is szüksége biztosításra).

esetén a tranzakciós költségek csökkentésének tehát az egyik legegyszerűbb módja a nyilvántartás.

De a nyilvántartás nem csak a vevőnek, hanem a zálogjogosultnak is nagy szolgálatot tehet – a zálogszerződések tranzakciós költségeit is csökkentheti. Lehetővé teszi ugyanis, hogy a zálogot alapítani készülő hitelező meggyőződhessen arról, hogy az adott vagyontárgyat más még nem terhelte meg, illetve hogy az adott teher őt nem zavarja. Ha a későbbi hitelezők erről nem kaphatnak hiteles információt, hiába elvi lehetőség a hitelgarancia, a hitel vélhetően csak a vagyontárgy átadásával biztosítható (Dam [2006]).

## 5. A zálogjog tárgyai

Az 1. táblázatban megismert kérdések közül néhányal már fenn talákoztunk. Láttuk például, hogy a kikényszerítés nehezítése mellett a túl gyors (az adós érdekeit figyelembe nem vevő) értékesítés megakadályozása szólhat. Láttuk például, hogy az abszolút prioritás<sup>13</sup> mellett szól az, amit a zálog morális kockázattal szembeni indirekt hatásának nevezünk – miközben természetesen a kielégítés nélkül maradó csoportok mindezt igazságtalannak tarthatják. Láttuk, hogy a nyilvántartás miképpen csökkenti a tranzakciós költségeket – miközben természetesen jelentős adminisztrációs költségeket is generál.

A mostani fejezetben a zálog tárgyaival foglalkozunk. A legtöbb jogrendszer ugyanis nem teszi lehetővé, hogy minden vagyontárgyon zálogot alapítsunk. A legtöbb vita három négy kérdés körül bontakozik ki: a különböző későbbi jövedelmek (például a hitelt felvevő cég tulajdonosának későbbi jövedelmeit el lehet-e zálogosítani), a nem pontosan körülírt, esetleg csak később létrejövő (ezért a szerződés alatt „kicsérélhető”) vagyontárgyakon alapított zálog, és a teljes vagyonon (a zálogtárgy pontos megjelölése nélkül) kialakított zálogjog.

*Jövőbeni bér, és szociális juttatás.* Szintén a legtöbb ország tiltja, hogy az adós jövőbeni bérből, vagy állami juttatásból származó bevételei részben vagy egészen zálog alapját képezzék. Az érvek két fontos kérdésre koncentrálnak. Az egyik a morális kockázat, a másik az extern hatás.

Morális kockázat elsősorban a bér esetén bukkan fel – illetve minden olyan esetben, amikor a bevétel függ a zálogba adó döntéseitől, erőfeszítésétől. Amennyiben a bér jelentős részét kell átadni a zálog fejében, akkor ez csökkenteni fogja az erőfeszítések hozamát, ami – a klasszikus feltételezés szerint – csökkenteni fogja az erőfeszítéseket is. Ez a nagyon leegyszerűsített kép két

<sup>13</sup> Az abszolút prioritás szabálya az, amit fent prioriásként ismertettünk: csőd esetén az előbbre sorolt hitelezők teljes kielégítése után kezdődik csak meg a következő hitelezői csoport kifizetése. Az utolsó olyan csoport pedig, amely még valamekkora (esetleg nem teljes) kifizetéshez jut, a hitelek arányában osztozik a nekik jutó vagyonon.

kiegészítést mindenképpen igényel. Egyrészt, egy racionális döntéshozó nem biztos, hogy a hozam csökkenését fogja érzékelni. Az ugyan igaz, hogy a folyó jövedelme alacsonyabb lesz meghatározott ideig, de egyben a tartozása is csökken. Miért különbözne ez attól, hogy köt egy olyan megállapodást, mely szerint a tartozás fejében átadja jövedelme meghatározott részét mindaddig, amíg az ilyen módon átadott összeg nem fedezi az adósságot (és a kamatait)? Utóbbira viszont látunk példát – a diákhitel például ebben a formában működik. Másrészt, miért gondoljuk, hogy ezzel az esetleges erőfeszítés-csökkentő hatással nincs tisztában a zálogot elfogadó fél? Ha tisztában van, akkor vélhetően számol is vele, amikor elfogadja zálogként a bért. Felesleges őt ettől a morális kockázattól megvédeni.

Elsősorban a szociális kiadások kapcsán merül fel, de részben a munkabérezálog esetén is jelentkezik az extern hatás. A probléma az, hogy amennyiben a zálog fejében ezeket a jövedelmeket elveszik, akkor a napjainkban működő szociális rendszer kénytelen lesz azokat valamilyen mértékben kipótolni. A szociálpolitika mai felfogása szerint a társadalom nem engedheti meg magának, hogy valaki gyakorlatilag jövedelem nélkül maradjon – még akkor sem, ha azt esetleg maga idézte elő: vagyis a szociálpolitika úgyis kiegészítené a jövedelmüket. Magyarán a zálogot végső soron nem a zálogba adó, hanem legalábbis részben az állam, a társadalombiztosítás – végső soron az adófizetők – finanszíroznák.

Végezetül nem feledkezhetünk el egy fontos évről: a kényszerről. Ezen érvelés szerint nem a zálogjogosultat, vagy a harmadik személyt (az adózókat), hanem magát a zálogba adót akarják megvédeni ezek a szabályok. Attól védenek, hogy a zálogba adó átgondolatlanul, kényszer hatására fogadja el a feltételeket. Ezzel az érveléssel most nem foglalkozunk, ugyanis meglehetősen nehéz, inkább csak esetileg, empirikusan eldönthető kérdés az, hogy egy *időnként* kényszerrel kicsikart szerződési passzus ellen megfelelő védelem-e az adott lehetőség *en bloc* tiltása (vagyis azok számára is tiltani azt, akik szabadon, nem kényszer hatására vállalják azt fel).

*Nem specializált áru, később létrejövő vagyon, keretzálog.* A zálog alapítása után, mint láttuk, az egyik legfontosabb probléma az, hogy az adott vagyontárggyal a gazdálkodás nehezebb lesz. Értékesítésekor jelentős egyeztetésre lehet szükség, nő a tranzakciós költség. Elvileg ezt a problémát védheti ki az a megoldás, ha nem kell pontosan megjelölni, hogy melyik vagyontárggyról van szó, hanem elég, ha csak fajta és mennyiség szerint (például az adott csordából való adott számú, életkorú, egészséges, stb. tehén) határozzák azt meg. Ha ragaszkodnánk a pontos megjelöléshez (amire marhák esetében például lenne mód), akkor bizonyos dolgokat kizárunk a zálog köréből, vagy roppant költségessé tesszük azon zálogjog alapítását. Gondoljunk arra, ha valaki meghatározott mennyiségű búzát szeretne zálogba adni! A pontos megjelölés legalábbis valamiképpen elkülönített tárolást követelne. A zálogtárgy körülírással való

megjelölése tehát egyrészt a szerződéskötés költségét csökkenti, másrészt csökkenti azokat az adminisztrációs problémákat (például a szerződésmódosítási kötelezettséget), ami azzal járna, ha a zálogot a birtokában tartó tulajdonos azzal gazdálkodni szeretne. Másik oldalról viszont a körülírással meghatározott zálogjog utólagos vitákhoz vezethet. Problémát jelenthet annak megállapítása, hogy mi volt a zálogtárggyal szembeni minőségi elvárás, hogy mi történjen, ha a zálogtárgy valamilyen szerencsétlen esemény miatt időközben megsemmisül? Ha úgy fogjuk fel, hogy körülírással meghatározott zálog esetében, amíg van a kielégítéshez elegendő mennyiség, addig a zálog nem semmisült meg, akkor a megsemmisülés kockázatát másképpen osztjuk meg a felek között – a birtokost, a zálogba adót nagyobb óvintézkedésekre ösztönözzük.

Hasonlóan a szerződéskötést egyszerűsíti a keretzálog intézménye<sup>14</sup> is. A probléma itt abból fakadhatna, hogy az adott vagyontárgyakat a jövőben megterhelni kívánó hitelező nem tudhatja, hogy a keretzáloggal védett hitelkeretből mennyit hívtak le. De ez a probléma ugyanúgy fennáll akkor is, ha nincs keretzálog: akkor az valóban nem lesz kérdés, hogy mekkora kölcsönt hívtak le, de az igen, hogy a lehívott kölcsönből mennyit fizettek vissza. A zálogterhelés ugyanis ekkor is az éppen fennálló adósságtól függ.

*Teljes vagyon.* Az utóbbi évtizedben a legélesebb vita talán az ún. *teljes vagyont terhelő zálogjog (floating charge)* körül alakult ki. A teljes vagyont egyben terhelő zálog esetén nem kell egyik vagy másik vagyontárgyat nevesíteni, mint biztosítékot, hanem a hitelező a vagyon bármelyik elemét, illetve az adósság nagyságától függően az összes elemét lefoglalhatja nemfizetés esetén. Ez természetesen egyet jelent azzal, hogy ő lesz az egyetlen fedezettel rendelkező hitelező, más nem fog fedezett hitelt adni. Másik oldalról: mivel egy hitelező csak olyan vagyontárgyat hajlandó garanciának elfogadni, amelynek könnyen fel tudja mérni alternatív felhasználási lehetőségeit (az aktuális piaci árat), ilyen, a teljes vagyont biztosítékként kezelő, megoldást tehát csak az fog használni, aki a teljes vállalat alternatív működéséről véleményt tud alkotni, illetve aki talál erre megfelelő szakembert. A teljes vagyont terhelő zálog tehát erősen ösztönöz a vállalatspecifikus információk gyűjtésére. Ha a hitelező erre vállalkozik, akkor lényegesen alaposabban ellenőrizheti a vállalat döntéseit, vagyis az egyetlen fedezett hitelező végső soron a többi hitelező „megbízott ellenőréként” jár el (Diamond, 1993): elvonhatja ugyan a vagyont a többiek elől, de jelentősen csökkentheti is a hitel bedőlésének kockázatát (Davydenko–Franks [2008])<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> Keretzálog alatt azt értjük, hogy a zálogszerződés csak egy maximális összeget szab meg, amelyből az egyes hitelszerződésekkel hívnak le újabb és újabb összegeket a felek. A zálognyilvántartásba is csak a maximális zálogteher (keretzálog) kerül be, az, hogy konkrétan mekkora tartozás áll fenn, ezért a zálog aktuális terjedelme mekkora az nem ismerhető ebből meg.

<sup>15</sup> Eredményeik szerint például Nagy-Britanniában, ahol erős prioritási sorrend alakult ki, sőt



## Irodalomjegyzék

- ALLEN, DOUGLAS W.: Transaction Costs. In BOUCKAERT, BOUDEWIJN–DE GEEST, GERRIT (eds.): *Encyclopedia of Law and Economics, Volume I. The History and Methodology of Law and Economics*. Cheltenham, Edward Elgar, 2000.
- ADLER, BARRY E.: Secured Credit Contracts. In *The New Palgrave. Dictionary of Economics and the Law*. Macmillan, 1998.
- ARMOUR, JOHN: The Law and Economics Debate About Secured Lending: Lessons for European Lawmaking? *European Company and Financial Law Review*, Vol. 5. 2007. [Online:] <http://ssrn.com/abstract=1118030>
- BEBCHUK, LUCIAN A.: The Case for Increasing Shareholder Power, *Harvard Law Review* 118, 2005. 833–914.
- COOTER, R. – H-B. SCHÄFER (m.a.): *Law and the Poverty of Nations* elérhető: [http://works.bepress.com/robert\\_cooter/144](http://works.bepress.com/robert_cooter/144)
- COOTER, ROBERT – THOMAS ULEN: *Jog és Közgazdaságtan*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest, 2005.
- DAM, KENNETH W.: Credit Markets, Creditors' Rights and Economic Development. *University of Chicago Law and Economics Olin Working Paper No. 281*, 2006. [Online:] <http://ssrn.com/abstract=885198>
- DAVYDENKO, SERGEI–JULIAN FRANKS: Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany and the UK. *Journal of Finance* 63, 2008.
- DIAMOND, DOUGLAS W.: Seniority and Maturity of Debt Contracts. *Journal of Financial Economics* 33, 1993. 341–368.
- DJANKOV, SIMEON–EDWARD GLAESER–RAFAEL LA PORTA–FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES – ANDREI SHLEIFER: The new comparative economics. *Journal of Comparative Economics* 31, 2003. 595–619.
- DJANKOV, SIMEON–RAFAEL LA PORTA–FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES–ANDREI SHLEIFER: The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 2008.
- HART, OLIVER: Different Approaches to Bankruptcy. *Harvard Institute of Economic Research Discussion Paper, 1903*, 2000.
- HASELMANN, RAINER – PISTOR, KATHARINA–VIG, VIKRANT: How Law Affects Lending. *Columbia Law and Economics Working Paper No. 285.*, 2006.

---

2003-ig a teljes vagyont terhelő zálogjogot is elismerték, kevesebbszer került sor formális csődeljárásra, különösen felszámolásra, mint a másik két nagy kontinentális jogrendszerben (Franciaországban és Németországban). Az ilyen hitelezőnek ugyanis érdeke a leghatékonyabb megoldást megtalálni, könnyebben rávehető a tárgyalásokra, a további működtetésre, ha valóban az a kölcsönösen előnyös megoldás.

- JOHNSON, SIMON – RAFAEL LA PORTA – FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES – ANDREI SHLEIFER: Tunneling. *American Economic Review Papers and Proceedings* 90, 2000. 22–27.
- OLSON, MANCUR: *A kollektív cselekvés logikája*. Budapest: Osiris, 1997.
- POSNER, RICHARD A. – ROSENFELD, ANDREW M.: Impossibility and Related Doctrines in Contract Law: An Economic Analysis. *Journal of Legal Studies* 6, 1977. 88–118.
- SAFAVIAN, MEHNAZ – SHARMA, SIDDHARTH: When Do Creditor Rights Work? *World Bank Policy Research Working Paper* No. 4296, 2007.
- SHLEIFER, ANDREI – FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES – RAFAEL LA PORTA: The Economic Consequences of Legal Origins. *Journal of Economic Literature* 46, 2008. 285–332
- VILÁGBANK: *Doing Business 2011* Washington, D.C.: World Bank, 2010.  
[www.doingbusiness.org](http://www.doingbusiness.org)
- WHITE, MICHELLE J.: Bankruptcy Law. In POLINSKY, A. M. – SHAVELL, STEVEN (eds.): *Handbook of Law and Economics*. Elsevier, 2007.



# ANGOL NYELVŰ ÖSSZEFOGLALÓK – ABSTRACTS

## THE ROLE OF THE COUNTRY IN DEVELOPING THE COMPETITIVE SPIRIT

ÁRPÁD KOVÁCS

As of our days there have been various measuring, rating and qualifying methods for evaluating competitive spirit, these outreaching by far the indices for scaling economic growth and depicting the array of an economy, a country, a region or even the output of a continent. In a certain simplification we can state that the performance of governing for keeping a country on track in its sustainable development can be scaled by the fundamental financial indices qualifying the economic role played by the state. This means that the often quoted “good governance” can exercise its impact by the efficiency of its economy-based, long term social planning, albeit shaping and vindicating the command and control framework for creating appropriate conditions and incentives in order to safeguard a balanced development of the economy and the society. Another qualifier lies in the scale of how successfully the ownership principle and the economic partnership may cooperate, as for an economic player, with the sphere of private entrepreneurs. In the function just mentioned, the output of the state in managing enterprise, its active, precedent-like attitude of state is a factor of competitive spirit. In the same manner, the competitive spirit is an added value to pending of the level of social, economic services, and to effective operation of large scale distribution systems, i.e. upon public finances and the performance of public organizations.

Those described above reveal two facts, as such, two criteria relating the fulfillment of the “role”. Respectively, that the state will fulfill its economic role when the above mentioned three fields of activity serves in an appropriate manner the capacity of economic and social stability. The three vast fields of activity, though mutually dependent augmentative or weakening synergies, represent equal relevance in terms of competitiveness. In relation with one another they project a certain conditional hierarchy. This is how it is nonsense

to represent the economic role of the state and create random priorities in “competitiveness” by side by side positioning certain factors of economic role of the state without pondering their mutual relationship in the actions of governing. On the other hand, in all the three factors of economic role, the performance of training and education, healthcare projected on a longer range, planning and decision support, commanding, directing and managing bodies as well as controls regarding feedback and early warning mechanisms are all relevant presence either on short- or on a long range.

\* \* \*

## THE ROLE OF COMPANY INVESTMENTS IN CREATING COMPETITIVENESS

IVÁN BÉLYÁ CZ

Domestic investment has been stagnating for as long as ten years so far, therefore it has been a custom to attribute no change in competitiveness to this fact, among other constituents. Investments have become part of common knowledge as aggregating qualities like workplace generator, growth accelerator, vehicles of technical development and sources for creating new values. This leads to the idea that it is sufficient to increase investment volume and this will automatically trigger positive impact. Integration of national and international companies into the global economic arena yields a more particular picture of this conventional company investment image accordingly reconsidering fundamental relationships will be a necessity. The vast picture of the international competition arena swallowing companies and projects increases the stake of return criteria, threat of competition, thus raising the hazards. The cost increase in the stake of invested capital entails renouncing to the majority of investment and development projects; however, even when launching these projects, the hazard of market failure will become higher and higher. A huge challenge posed to the return criteria of productive investments is countered by the security investment estimating higher yields and the market opportunities for acquiring considerable yields.

Public knowledge attributes decisions regarding the productive investment to the existence or non-existence of sources /resources, also to the rate of capital interest. This leads to the conclusion that cheap resources i.e. low interest rate will give powerful incentive to investments. Among the proposed solutions a frequently recurring one is the need for immediate state subsidies (attaining

reasonable resources). With regard to the fact that investment projects are mostly dependent on the market – and operation conditions, no solution will be provided by cheap resources attainment.

The lecture introduces a framework of decision making for investments, with the mitigating role of the state regarding the burdens and restrictions of the company and no direct investor. It has been no longer a possibility during the latest two or three decades to react the streams of voluminous changes in the area of investment it has become an inevitable necessity to do so.

\* \* \*

## INTERACTION BETWEEN THE INVESTMENT- AND FINANCING DECISIONS

MÓNIKA KUTI

Along the internal interaction between the investment and financing area, the imperfection of the market area results in areas of tension between the capital allocation and resource acquisition processes which result in different distortions of the investments. Under – and over-investment, evasion and the shift of hazard are formed in the limelight of financing conditions and growth opportunities. Managing flexibility on both on instrument and resource sides while implying simultaneous and sequential decision frameworks is a permanent challenge among capital operators and resource owners as well, since timing and scaling investments by a certain project stake level demands sustenance of flexible funding readiness and solvency from the company and its financing environs whereas these entail permanent scaling and reconsideration of the cash provisions and cost of interest levied upon the debt capacity.

\* \* \*

---

## DECISIONS INVOLVING THE COMPANY CAPITAL STRUCTURE IN RELATION TO THE CASH FLOW

ANDREA BALLA

The lecture focuses on the analysis of decisions taken in the capital structure of the Hungarian processing industry for the data from the period 1992 – 2006. Novelty about the analysis lies in the fact that companies have been grouped according to the indicator of the cash flow stream and review the lifespan of the companies by econometric methods, thus our results do not derive from observing single companies.

The principle of agents seems to gain proof since long-term credits and tangible assets show a positive balance and also prove to be significant both for companies generating either negative or positive cash flow. In terms of short-term credits the same relationship is negative and is only valid in relation with companies generating positive cash flow on the long run. The relationship between profitability and long-term credits is negative and significant, a phenomenon which is stronger in relation with the companies generating negative cash flow. These companies need all the supplementary resources of profit in order to finance their investments by longterm credits. These decisions will inevitably lead to a negative relationship between profit rates and credit rates as of the principle of hierarchy.

The companies generating negative profit on the long run have shown positive correlation with regard to the credits on the long run and their opportunities for growth. These companies will sooner venture for long-term credit facilities and use their opportunities for growth, hence protecting themselves against the impact of recession on the short run.

\* \* \*

## THE ROLE OF THE GOVERNMENT IN MOTIVATING AND IN THE EFFICIENCY OF FOREIGN CAPITAL

KLÁRA KATONA

Governmental policy can be two-fold in terms of the working capital: incentive and restrictive. As for the past years liberalization has been the dominant tendency. Countries have been over-scoring each other by prioritizing foreign investors with benefits higher than ever. Giving an incentive to any investment

can be reasoned when its cost is lower than its total social benefit: an index of this can be volume of state subsidy granted for a newly created workplace. FDI produces optimum spatial distribution as a result of the contest for funding, which would not necessarily be this but for the contest. Bigger countries have bigger chances to become winners of the game than smaller ones do. The state can exercise influence in a direct way by certain steps taken, others will merely affect capital market competitiveness of the hosting country in an indirect way. The study analyzes the presumed motivating - and efficiency boosting factors observing whether their relevance has been supported by empirical facts or whether the competitiveness of the hosting country can be improved by interfering on the level of economic policy. The analysis tackles specifically the success of the countries from the region of Eastern- Central Hungary with regard to the success of Hungarian economic policy dedicating effort to attracting foreign working capital and to increasing efficiency.

\* \* \*

## THE ROLE OF THE COUNTRY IN INCREASING HUMAN CAPITAL POTENTIAL AND RESEARCH AND DEVELOPMENT IN THE EUROPEAN UNION

ISTVÁN KÓRÖSI

The processes of the recent world economy have been ongoing in 4 basic dimensions. These are: 1. Globalization 2. Integration 3. Regionalism and sub-regionalism is gaining in value 4. Radical changes take place in the role of the state (mostly in the volume of undertaking its economic role). Active adjustment is gaining in value while the quality and success of that entails improvement of the criteria regarding competitiveness. Presently fundamental shortcomings deficiencies can be witnessed both about the operation of the state and the market. To do away with these there is urgent need for substantial structural reforms.

When looking at the decisive factors of the economy, it is the human capital that has been gaining in value, training and education, professional training and mostly the role of innovative spirit, research and development. R&D and the results thereof have considerably escalated in value, first in the industry, then in constructing and further developing the system of the service industry. Developing all these areas is determined by the role acquired therein by the state, public education, science policy, state subsidy granted for R&D, promoting innovation. In order to shape the capable and appropriately structured human



resource assets, it is indispensable to enhance the economic role of the state in conjunction with the 21<sup>st</sup> century global economic competition. In connection with the renewed, redefined role of the state, it is important to consider the fact that it is merely a long-range economic policy, one generating sustainable growth and, in the same time, stability-focused that will lead to success. For this purpose a long-range development strategy, credible economic policy, mitigation of structural unbalances, equal chance- propelled, uniform training and development and new workplaces are (or would be ) urgently necessary to establish.

Rise in the expenses bound for R&D and providing the human resources for the R&D is a must, albeit not sufficient by far. Improving utilization of R&D expenses and timely implementation of the results is also indispensable with the new EU 12. Lagging behind of the new EU 12 has been attributable to the slow pace of implementing these innovations. Improving the climate of investment, predictability and consistency of the economic policy has had a crucial role in falling into line of the new 12 EU members, among them, Hungary. An increasingly high accent shall be laid upon the social impact of the new technologies or acceptance of these. From the aspect of executing Europe 2020 strategy major constituents of modernization will be: 1. transfer and implementation of modern technologies, 2. connecting to the global innovative processes, 3. assuring resources for development, 4. level of development and operation of capital markets, 5. assuring dynamic open markets, 6. well-trained and properly motivated work forces.

Training and education, scientific research and development, creating an organic chain for and of innovations, well-defined educational and scientific policy considering local facilities, such as geographic, national and site features are all major tokens of human resources.

\* \* \*

## MONETARY – AND COMPETITION POLICY IN THE CRISIS

KATALIN BOTOS

In the age of globalization the measures for state involvement promoting competition have been narrowing down. We are witness to three significant processes in this development phase: bursting technological development, intensive connecting to the international processing industry and commerce of

the developing countries and those under transformation, escalating international inequalities. Free movement of capital has generated such low price work force in the international labor market that makes it impossible for the developed countries to compete with due to higher level of expectations in their living standard. Simultaneously, free movement of capital brings about dumping of products the technical standard of which might cope with the expectations in the western countries. This enforces the restructure of labor force in the western countries from the traditional industries into service dominated industries of more site-specific character. The triggered phenomenon is a rate of unemployment unprecedented in the developed countries. The competition burdening the labor market and the wages is countered by the state through a decrease in the expenses levied for social security services. Attempts to privatize health care systems and the decrease on the amount of certain fees were aimed to do so. In both cases the state makes these allowances “on the account of the payee” for the very interest of current competitiveness, since competitiveness will be “paid out” by the current and by the predicted decrease in standard of living, especially during retired years. The problem will be aggravated by the fact that the monetary policy conducted by the USA will result in the distortion of capital – labor cost rate. The disproportionately low FED base rate, as the dollar – excess generated in this manner means putting pressure on the rest of the world as well who would merely be able to isolate themselves from the USA monetary policy by exchange rate strategies which, on the other hand, would lead to the collapse of their export-oriented policy and induce further problems of economic competitiveness. No wonder China does not wish to follow this track yet disposes of its opportunity to apply state involvement. Nonetheless, this tendency further enlarges the present case of dollar liquidity worldwide, making it possible for the USA to sustain and finance debt policy thinking in the long run.

\* \* \*

---

## EASTERN CRISIS LESSONS IN THE WEST

*How the baltic countries regained competitiveness after the crisis of 2008*  
*What Europe can learn from the baltic region*

SZILVIA KÁKAI-SZABÓ

The study analyzes how the Baltic, including Estonia, Latvia, Lithuania, sustained financial stability during the global financial crisis of 2008 decades after they had seized the opportunity to detach from the former Soviet Union in 1991 and have been “guarding” over the Baltic area ever since. Signs of overreacting had been present before 2008 even in the economies of the countries, which carried out the transition from planned economy to market economy in a successful way. However applying different policies, still presenting several similarities in their ways, the Baltic countries displayed flexible and efficient attitudes towards the different kinds of difficulties, which has been a cornerstone of their success. After the post-communist transition period, these small countries with open economy have been successfully tracking growth policy. In the mid – 2000, real GDP growth in these countries was about 10%. Their economic output brought forward the qualifier of Baltic Tigers. The prolonged conjuncture period ended as a result of over-reacting toppled by the global crisis. The backlash was drastic, approaching the 20% of the GDP, nevertheless crisis management has prove successful. Similar to the other Eastern-European countries, the Baltic countries have been successful in the transition; their economies have come up with more efficient structures, and managed to overcome the years of crisis by increasing their competitiveness. (Aslund, 2010, pp.43) Reforms enforced in the present situation, which had not been shaped in the transition period, (social benefits, public administration, healthcare, education) would probably have had to be postponed for long. The reviving - nevertheless more moderate, estimating 3-4% GDP growth - pace may come true by more healthy conditions. Competitiveness has been improved by reducing the expenses for public administration, and by implementing specific measures to promote income. In the course of building inner stability, a major role has been attributed to restructuring results achieved by actions as reducing payment costs and commencement of structural reforms. Harmonization that is necessary for tackling crisis measures highlights the relevance of European convergence. How can preliminary protection be granted to countries striving with economic difficulties, thus avoiding larger scale, negative balances? Reconsidering European mechanisms of assistance, the modalities to

institutionalize these factors have still been the crucial topic on the agenda of the European Union. Efficient problem solving of Baltic countries suffering from substantial backlash during the crisis have been noted by the international scientific literature as well.

\* \* \*

## COMPETITION LAW AS FRAMEWORK FOR THE STATE TO ESTABLISH ITS ECONOMIC ROLE IN HUNGARY AS AN EU MEMBER

TIHAMÉR TÓTH

The study argues in favor of the simultaneous presence of market self-control and state involvement motivated by competition policies interpreted in both domestic and in a wider European context. The intervention of the state can not only be viewed by aspects different to those of the macro – and micro economy, law itself has got inner rules, basic principles which should not be neglected or breached without consequences. Both the Hungarian Constitution and the more detailed economic constitution of the European Union contain certain restrictions. In relation to this, whether the state is primary to the market or vica versa is a crucial question. According to the author, the starting point is the market built on human liberty interpreted in the largest context of the word, whereas the intervention of the state shall be secondary always demanding a justification. Following an exposition on major legal requirements of the European Union, views of the Catholic Church on the topic ‘state versus market’ will be discussed.

\* \* \*

---

## SCOPE OF ACTIONS FOR COMPETITION POLICY IN CONJUNCTION WITH COMPETITIVENESS

PÁL SZILÁGYI

It is often a topic for debate how far the Hungarian authorities should represent the interests of national policy while implementing special policies. This question may appear even more emphatic in relation with the competition authority, which often applies severe sanctions towards Hungarian enterprises while enforcing territorial competence.

In enforcing competition law regulations, a dual (domestic and EU) ruling system applies due to which quite severe obstacles hinder the protection of national enterprises. In our views, during the execution of competition policy and competition law it would be more effective to follow strict competition policy guidelines. This means strict enforcement of legality against those infringing the competition rules. It is other sectoral policies, such as industrial policies, which may offer opportunities for protecting domestic markets.

Competition authorities in the same time are offered certain scope of actions while applying competition rules. With regard to the rather limited resources it is a necessity to outline law enforcing priorities along with which certain behavior shall be put forward detrimental to a substantial number of consumers, i.e. being able to considerably reduce the wellbeing and welfare of consumers.

Although on the short term the strict competition policy may cause damage or losses to the domestic enterprises, on the medium and long run it may cause a notable enhancement of these, while promoting a higher quality of competitiveness. Hungary conducts open market policy and as such it is only capable of economic growth providing that the national enterprises are able to offer competitive products without benefiting of state subsidy. The state shall assist in the same time, by the different sectoral policies and subsidizing systems, the non-competitive branches of industry or shall stand by in the process of transforming these to become competitive. Certainly, this may be no criteria of evaluation or matter to be considered in the enforcement of competition rules.

\* \* \*

## FINANCIAL MARKET REGULATIONS AND THEIR IMPACT UPON COMPETITION LAW

ANNA HALUSTYIK

One of the basic questions of the regulated market branches is how far the ruling state can sustain and balance its legislative and supervisory role within the specific legal branch.

Certain parts of the money markets, as the market of insurance works both domestically and internationally within the framework of uniformed normative system – without substantial breaks (of specifically international impact).

Though the impact of regulations is of fluctuating character, the capital market projects an array of ruling only manageable by prudential norms and results of continuous adjustments, partly due to the autonomous, self-regulatory character of the stock market, and on the other hand, owing to the partial success of self-restrictive ISDA impact ruling over recent decades' dump of derivative products.

The classic financial market, regulation of the bank market, keeping universal banking activity within its framework and supervising that may seem easy to execute, nevertheless it involves several hazards.

Where does financial market regulation meet with the sphere of competition law?

Albeit several legislative dilemmas may emerge, we still have to consider the ways of applied law and common ways of practical law.

After the major bank privatization processed during the late 1990s while keeping pace with the pre-accessing legal harmonization measures, the Hungarian financial market framework rules had been formulated – following the examples in the European Union. On the other side nonetheless, speaking about supervision, the market tradition was missing, therefore the circle within which the state supervision could have been supported in understanding 'the appropriate market behavior' and adopting that was missed.

An exceptional case in the legal history of the bank market was when following the issue of governmental regulation as of 2002 a series of litigation cases were initiated. The legal question was to involve and interpret the legal element created in the contractual relationship between bank and customer and to attempt the annulment. Practice involved immediate answers both from the regulation by the state and the legal reaction from the banking sphere: perceivable positional changes in the market competition.

After other practical examples it is still crucial that the legal impact of legal consequences concerning the supervisory role of the state or the state ruling over the regulated market, shall not aim restrictions in the market competition.

---

# THE HUNGARIAN LEGAL SYSTEM AND THE CREDIT MARKET – CAPITAL MARKET

## OPPORTUNITIES FOR ENTERPRISES LEGAL ECONOMIC ANALYSIS

ÁKOS SZALAI

Besides the administration of taxes, the Hungarian legal system is evaluated by the lowest scores in two areas mostly defining the opportunities for the Hungarian companies to avail capital, namely bankruptcy law and protection of (small) business owners. Expectations guiding the analyses dealing with this topic (primarily the World Bank Doing Business program) are often neglected by the Hungarian legislation - this was the case e.g. in 2009 when amendments were made to the bankruptcy law, when rules were introduced worsening the chances for the creditors gaining their return. Whereas, the expectations described by these analyses are rejected by the economic policy of several other countries including Hungary. This lecture, first of all, attempts to reveal the legal economic and theoretical issues underlying these specific requirements posed by the international organizations answering to what extent and how far these factors might be disputed.

After the change of the regime, continuing an earlier tradition, a new (so called continental system) has been implemented, in which companies normally avail capital by the credit market facilities, while the capital market plays a minor role in this. This is why the analysis tackles in detail those legal economic expectations determining the operation of the credit market, concentrating on the legal economic grounds for credit guarantees and bankruptcy procedures. With regard to the former one, we have to deal with the administration and recording, also with the enforcement procedures entailed, as well as with the tax information available for the creditors. (This is the particular issue so poorly rated about the Hungarian credit market.) When talking about bankruptcy procedures in Hungary, it is the rationale and debtor protection under bankruptcy procedures, interest protection of the creditors and the possible legal economic consequences triggered by priority rules that are dealt with.





A *Tanulmányok* sorozat eddig megjelent kötetei:

1. SCHANDA BALÁZS – VARGA ZS. ANDRÁS (szerk.):

*Láttelel közjogunk elmúlt évtizedéről*

Budapest: PPKE JÁK, 2010. 424. ISBN 978-963-308-010-8

2. FRIVALDSZKY JÁNOS – POKOL BÉLA (szerk.):

*Rudolf von Jhering és jogelméletének hatása*

Budapest: PPKE JÁK, 2011. 258. ISBN 978-963-9206-93-9

3. VARGA ZS. ANDRÁS – FRÖHLICH JOHANNA (szerk.):

*Közérdekvédelem – A közigazgatási bíráskodás múltja és jövője*

Budapest: PPKE JÁK – KIM, 2011. 136. ISBN 978-963-308-019-1

4. TÓTH TIHAMÉR – SZILÁGYI PÁL (szerk.):

*A versenyjog múltja és jövője. Jubileumi kötet a modern magyar versenyjog 20 éves fennállására*

Budapest: PPKE JÁK, 2011. 224. ISBN 978-963-308-024-5

5. BELOVICS ERVIN – TAMÁSI ERZSÉBET – VARGA ZOLTÁN (szerk.):

*Örökség és Büntetőjog – Emlékkönyv Békés Imre tiszteletére*

Budapest: PPKE JÁK, 2011. 248. ISBN 978-963-308-027-6

6. PÉTER KOVÁCS (ed.): *International Law – A quiet strenght le droit international, une force tranquille (Miscellanea in memoriam Géza Herczegh)* (angol, francia és magyar nyelvű tanulmányokkal)

Budapest: PPKE JÁK – Szent István Társulat, 2011. 312.

ISBN 978-963-308-047-4

7. WILHELM BRAUNEDER – ISTVÁN SZABÓ (Vgl.):

*Das Staatsoberhaupt in der Zwischenkriegszeit* (német nyelven)

Budapest: PPKE JÁK – Szent István Társulat, 2011. 206.

ISBN 978-963-277-314-8

8. RAFFAI KATALIN (szerk.):

*A nemzetközi gazdasági kapcsolatok a XXI. században. Ünnepi kötet a nyolcvanéves Bánrévy Gábor tiszteletére*

Budapest: PPKE JÁK – Szent István Társulat, 2011. 152.

ISBN 978-963-277-315-5

A tizenkét tanulmány a világméretű pénzügyi válság tapasztalatainak és tanulságainak ismeretében teszi fel a régi kérdést: tehet-e hasznosat az állam az üzleti vállalkozások sikeressége érdekében, és ha igen, mit. A szerzők széles nemzetközi tablót vázolnak fel, kitekintve a fejlett világ dilemmáira ugyanúgy, mint a rendszerváltozáson átesett volt tervgazdaságok fejlődési útjaira; áttekintik a legújabb pénzügyi szakirodalom ajánlásait, de alkalmazzák is a magyar helyzetre.

A jog és közgazdaságtan érintkező témaköreire kitérő igényes elemzések példát mutatnak arra, hogy a két diszciplína összekapcsolásával gazdagabb és életközelibbé válik a társadalom gazdasági jelenségeinek leírása és értelmezése. A tanulmányok tananyagként és kutatási jelentésként egyaránt hasznosak.

BOD PÉTER ÁKOS  
egyetemi tanár, igazgató,  
Budapest Corvinus Egyetem,  
Közgazdaságtudományi Kar,  
Közgazdasági Intézet

ISBN 978-963-277-316-2



9 789632 773162