D O K T O R I (Ph.D.) É R T E K E Z É S

Farmasi Attila

Nyugat-magyarországi Egyetem
2010.

Nyugat-magyarországi Egyetem

Széchenyi István Gazdálkodás- és
Szervezéstudományok Doktori Iskola

D O K T O R I É R T E K E Z É S

A nemzetközi tőkeáramlásról különös tekintettel a magyarországi működő tőke betelepülésére

Farmasi Attila

Nyugat-magyarországi Egyetem
2010.

Tartalomjegyzék

Összefoglaló 6
Tézisek 8
I. A NEMZETKÖZI MŰKÖDŐ TŐKE ÁRAMLÁSÁNAK TÖRTÉNETE NAPJAINKIG 10
I.1. A nemzetközi külgazdasági folyamatok alakulása 10
I.2. A világban meglévő pénzügyi eszközök 11
I.3. A világgazdaságban végbemenő tőkeáramlás modellezéséről 13
I.4 A tőkeáramlás főszereplői 18
I.4.1 Nemzetköziesedésük szerint 18
I.4.1.1 Multinacionális társaságok 19
I.4.1.2 Transznacionális vállalatok szerepe, transznacionalitás 19
I.4.2 Gazdálkodási formációjuk szerint 22
I.4.2.1 A befektetési bankok 22
I.4.2.2 Hedge Fund-ok 26
I.4.2.3 Nemzetközi fejlesztési társaságok 28
I.4.2.3.1 EDFI 28
I.4.2.3.2 Néhány EDFI-tag rövid bemutatása 30
I.4.2.4 Venture capital és private equity, PPP 33
I.5. A tőkeáramlást elősegítő jogi környezet fejlődése 38
I.6. A tőkeáramlás motivációja 39
I.6.1 A tőkekivitel főbb indokai és elméletei 39
I.6.1.1 Dunning eklektikus elmélete 39
I.6.1.2 Froot és Stein modellje 43
I.6.2 Tradicionális elméletek 43
I.6.2.1 Tőkearbitrázs elmélet 43
I.6.3 Fázis-modellek 43
I.6.3.1 Vernon termékciklus-hipotézise 44
I.6.3.2 Ozawa fázis modellje 44
I.6.3.3 Oligopolisztikus versenyhelyzetekkel foglalkozó iparági szervezetek elmélete (Theory of industrial Organisations) 45
I.7. Evolúció vagy optimalizáció a tőkeáramlás? 46
I.7.1 Nem optimális döntések 46
I.7.1.1 Aszimmetrikus fejlődés 46
I.7.1.2 Aszimmetrikus információáramlás 47
I.7.1.3 Politikai hasznosság 47
I.7.1.4 A szürke és feketegazdaság befektetései 48
I.8. Saját következtetések 48
II. A NEMZETKÖZI MŰKÖDŐ TŐKE ÁRAMLÁS ALAKULÁSA 49
II.1. A világ működő tőke áramlása napjainkig 50
II.2. A Merger&Aquisition (M&A) 54
II.3. A működő tőke hatása a világban – globalizáció 57
II.4. Kínai tőkeáramlás - gigantikus fejlődés 58
II.5. Ellenpélda - a tőkeáramlás lassulása ASEAN-5 59
II.6. Az Európai Unión belüli tőkeáramlás 62
II.6.1 Az Európai Unió bővítésének hatása 63
II.6.1.1 Görögország példája 63
II.6.1.2 Spanyolország példája 64

II.6.1.3 Svédország példája ... 64
II.6.1.4 Következtetések ... 65
II.6.2 Közép- és kelet-európai tőkeáramlás ... 65
II.6.3 Az európai unióhoz újonnan csatlakozott országok ... 66
II.6.4 Tőkevonzó elemek ... 71
II.6.4.1 Piacszerzés ... 71
II.6.4.2 Zöldmezős beruházások ... 71
II.6.4.3 Privatizáció ... 72
II.6.4.4 Termelési eszközök olcsósága ... 76
II.6.4.5 Új trend: outsourcing ... 77
II.6.4.6 Adó és járulékverseny ... 78
II.6.4.7 Támogatási eszköztár ... 78
II.7 Magyarország működő tőke áramlásban betöltött helye a rendszerváltástól napjainkig ... 81
II.7.1 Magyarország mint tőkeexportőr ... 84
II.7.2 A magyar tőkekivitel előnyei és hátrányai ... 86
II.7.2.1 A tőkekivitel előnyei ... 87
II.7.2.2 A tőkekivitel hátrányai ... 89
II.7.2.3 Lehetséges forgatókönyvek a magyar működő tőke áramlással kapcsolatban ... 90
II.7.3 M&A Magyarországon ... 91
III. A MAGYARORSZÁGRA ÉRKEZŐ MŰKÖDŐ TŐKE VIZSGÁLATA REGRESSZIÓ ANALÍZIS SEGÍTSÉGÉVEL ... 94
III.1. A regressziós modell felépítése és a kutatás módszertana ... 95
III.1.1 Főbb megállapítások ... 99
III.2. Regresszió analízis számításai és megállapításai ... 100
III.2.1 Regresszió analízis az FDI-ra vonatkozóan, (1992) ... 100
III.2.1.1 Főbb megállapítások 1992-re vonatkozóan ... 100
III.2.2 Regresszió analízis az FDI-ra vonatkozóan, (1995) ... 102
III.2.2.1 Főbb megállapítások 1995-re vonatkozóan ... 102
III.2.3 Regresszió analízis az FDI-ra vonatkozóan, (1998) ... 103
III.2.3.1 Főbb megállapítások 1998-re vonatkozóan ... 104
III.2.4 Regresszió analízis az FDI-ra vonatkozóan (2002) ... 104
III.2.4.1 Főbb megállapítások 2002-re vonatkozóan ... 105
III.2.5 Regresszió analízis az FDI-ra vonatkozóan (2004) ... 105
III.2.5.1 Főbb megállapítások 2004-re vonatkozóan ... 106
III.2.6 A modellből levonható következtetések ... 106
III.2.7 További következtetések ... 109
IV. ESETTANULMÁNY ÉRTÉKELÉSE ... 112
IV.1 Szováta (Románia, Erdély) – megvalósult, működő tőkebefektetés ... 112
IV.2 A Danubius Nyrt. stratégiai befektetései ... 113
IV.3 Értékelés ... 114
Summary ... 115
Fogalommagyarázat ... 116
Források ... 119
MELLÉKLETEK ... 123
1. számú melléklet – Lineáris regresszió táblázatai ... 123
2. számú melléklet ... 148
2.1 A szovátai Balneoclimaterica S.A. megvásárlása – Egy megvalósult működő tőkebefektetés! ... 148
2.2 A privatizációs szerződés feltételrendszere ... 149

2.3 A Társaság szállodáinak és egyéb ingatlanjainak felújítása 150
2.4 A Balneoclimaterica S.A. (szovátai fürdővállalat) tevékenységének bemutatása..... 152
2.4.1 Privatizációs per – romániai jogi zsákutcák 155
2.5 A Salina Invest S.A. bemutatása 158
2.6 A Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt. kivásárlása a Salina Invest S.A.-ből..... 161

Összefoglaló

Doktori értekezésem témaválasztását az a körülmény motiválta, hogy az 1990-es évek kezdete óta, itthon és külföldön egyaránt, a tőkeáramlással kapcsolatosan volt lehetőségem dolgozni.

Az értekezésben tudatosan koncentrálok a nemzetközi tőkeáramlás egy speciális és izgalmas területére a külföldi működő tőke (FDI) globális és regionális mozgására.

A dolgozat munkahelyi védése (2008) óta eltelt időszak rendkívüli megrázkódtatásokat hozott a dolgozat fő témájának számító tőkeáramlás alakulásában. Drámai változás állt be a befektetések volumenében. Megjelent a tőkeáramlásnak a válságokra jellemző formája, amely a csődbe és felszámolásba csúszott vállalkozások alacsony áron való felvásárlását és feldarabolását illetve kiárusítását jelenti.

A jelenlegi helyzetben a korábbi vállaltfelvásárlási és M&A stratégiák vizsgája zajlik azok időt- (válság-) állóságát tesztelve.

A dolgozat két jól elkülöníthető részre tagolódik.

Az első részben a működő tőke statisztikai elemzéseken keresztül történő nemzetközi vizsgálatát, a motivációkat feltárni hivatott elméleti hátterét mutatom be, eljutva szűkebb térségünk Közép- és Kelet-Európa, valamint Magyarországig.

A második részben pedig befejezve és felfrissítve egy korábbi kutatást (Regional Analysis of FDI in Hungary, 1992-1999, Istvan Csato, 2001), – ami regresszió analízis segítségével vizsgálja a magyarországi megyék (utólagosan, röviden kiegészítve azt a régiókra vonatkozóan is) tőkevonzó képességét, – statisztikai adatokkal magyarázom a Magyarországra érkező működő motivációit és gazdasági hatásait. A kutatás legfeszültebb pillanatait a regressziós modellek futtatásának végeredményei jelentették, amelyekből levonható tanulságok a Magyarországon végbement gazdasági környezetváltozásokat modellezik. Módszertanilag a regresszió analízis megfelelőnek mutatkozott arra, hogy látszólag egyszerű statisztikai adatokból a valóságnak megfelelő, de új következtetéseket vonjak le.

Az értekezés elején egy, a folyadékok áramlásának analógiájára felépített matematikai modellt vezetek be, amely a dinamikus rendszerekre jellemző paraméterezéssel beállítva modellezhet jövőbeni tőkeáramlási szcenáriókat.

Az értekezés legvégén pedig egy esettanulmány értékelését végzem el. A mellékletbe került esettanulmány a Corvinus Nemzektözi Befektetési Zrt. és a Danubius Szállodák Nyrt. közötti sikeres privatizációs tranzakciót mutat be.

Számomra a doktori értekezés legfontosabb területe a motivációk vizsgálata, amelyre mind globális mind regionális válaszokat adok. A feltárt gondolatokkal, a befektetői magatartás elemzésével, megértésével valamint az azt kezelő gazdaságpolitikai intézkedésekkel lehet terelni a működő tőkét, amelyre egy-egy forrásszegény célországnak (mint pl. Magyarország) úgy van szüksége, mint egy falat kenyérre.

Abban a versenyben, amely a működő tőkéért folyik, nem maradhatunk ki, sőt sajátos helyzetünkből fakadóan a többi versenytárs előtt kell(ene) járnunk.

"Az arany ott van, ahol megtalálod!"
(Kanadai aranyásó közmondás)

Tézisek:

1. Tőkeáramlás iránya

A tőkeáramlás a hagyományos elmélet szerint a fejlett országok irányából a fejletlenek irányába áramlik. Ez kutatásaim alapján nem mondható kizárólagosnak, ugyanis a perifériákon létrejövő tőkeakkumulációk ellentétes irányban is helyet keresnek.

A hagyományos tőkeáramlási irányok nyugatról-keletre a centrumtól a periféria mutatnak. Az elmúlt közel 30 év fejlődése megmutatatta, hogy a feltörekvő országokban is létre jöttek olyan tőkeakkumulációs központok, amelyek megfordítják ezt az irányt, ha még nem is olyan mértékben, amely elegendő lenne a tétel megdöntéséhez. A gazdasági folyamatok a világ globalizálódásával felborítja a hagyományos tőkeáramlási útvonalakat

2. A fejlett gazdasági övezetek közötti tőkeáramlás

A tőkeáramlás döntő hányada a gazdaságilag fejlett területek között áramlik. A három gazdaságilag legbefolyásosabb térség (Észak-Amerika, Európai Unió, Japán) bonyolítja le a tőkeáramlás meghatározó részét.

Ez nemzeti szinten, Magyarországon is megfigyelhető, ugyanis a fejlettebb gazdasággal rendelkező megyékbe még mindig jelentősen több tőke áramlik, mint a fejletlenebb megyékbe. A magyar esetben a Budapest-Sopron-Balaton háromszög számít az ország legfejlettebb területének. Ez a térség vonzza/vonzotta a vizsgált időszakban a legtöbb tőkét, ide került a külföldi beruházások többsége.

3. A tőkeáramlás motivációja

A befektetési döntések esetében rendkívüli fontossága lehet egy-egy új befektetés szempontjából,

- az új tőkeforrás központok létrejöttének,

- adminisztratív korlátozásoknak a tőke befektetésében,
- kulturális azonosságoknak az eltérő gazdasági fejlettségű területeken,
- vallási és etikai koordinációknak.

E tézis szerint a hagyományosan csak a termelési eszközök olcsósága miatti tőkeáramlás a fenti szempontokkal kibővítve, új motivációkkal bővül.

4. A magyarországi tőkeáramlás összefüggései

A magyar tőkeáramlás fejlődésén keresztül a rendszerváltás óta megfigyelhető az, hogy a korábban fejlett területekre való tőkeáramlás egy része eltolódik a fejletlenebb térségek felé, ami munkaerő piaci okokkal valamint a kormányzati intézkedésekkel magyarázhatók. Az általam használt módszerrel mérhető az a kormányzati törekvés miszerint a fejletlenebb területekre irányuló tőkebefektetést támogatták.

5. A hagyományos tőkeáramlási központok szerepének átalakulása

A korábbi tőkeelosztó központok szerepe átalakul. Igazoltam Budapest és Bécs példáján, hogy a rendszerváltás után a világgazdasági folyamatba bekacsolódó Budapest átvesz meghatározott funkciókat, a korábban Közép- Kelet-Európáért felelős Bécstől.

A megyeközpontok tőkeáramlási szempontból egyre jobban a Budapesttől és nem a nyugati határszéltől való távolságtól függenek. Ez azt jelenti, hogy a korábbi természetesnek mondható nyugat-magyarországi tőkebefektetések (elsősorban osztrák és német befektetők) a kelet-magyarországi régiókat is felfedezik már Budapestről történő koordinációval. Jelentős az infrastruktúrában bekövetkezett változás is, ami már nem indokolja, hogy a fejlett Budapest-Hegyeshalom tengely legyen az egyetlen lehetőség a magyarországi telephelyválasztásra.

I. A NEMZETKÖZI MŰKÖDŐ TŐKE ÁRAMLÁSÁNAK TÖRTÉNETE NAPJAINKIG

A nemzetközi tőkeáramlás kialakulása valószínűsíthetőleg az általános egyenértékes, vagyis a pénz kialakulásának idejére tehető. Ez azt jelenti, hogy a fölös forrásokat felhalmozó jövedelmek birtokosainak erőforrástranszfere jelentette az első olyan befektetéseket, amelyek további jövedelemhez jutatták a korabeli tulajdonosaikat. Az erőforrástranszfer megjelenhetett nemzetközi kereskedelem, valamint a későbbiekben külföldi tőkebefektetés formájában is.

I.1. A nemzetközi külgazdasági folyamatok alakulása

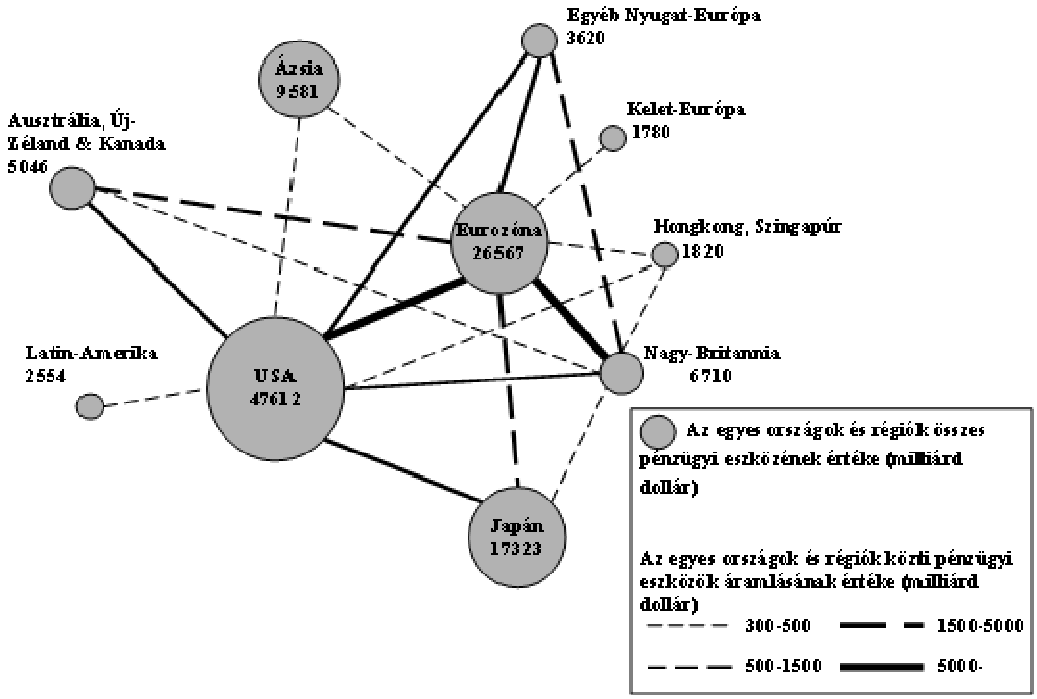
Az egyes országok közötti külgazdasági kapcsolatokat alapvetően két fő gazdasági tevékenység alakulása jellemzi. Az egyik a külkereskedelem, a másik a tőkeműveletek, a tőkebefektetések fejlődése. Az elmúlt évszázadok folyamán egyszerre két eseménynek lehettünk a tanúi: (i) az egyik a teljes körű – a külkereskedelmet és a nemzetközi tőkeműveleteket egyaránt magába foglaló – külgazdasági kapcsolatok folyamatos és dinamikus növekedése, (ii) a másik a határon átnyúló tőkebefektetések szerepének felértékelődése.

Egy-egy ország gazdaságának súlyát és befolyását a nemzetközi gazdasági életben a bruttó hazai termék (GDP) éves nagysága és alakulása mellett elsősorban az áru- és szolgáltatás export mértéke határozza meg. Emellett ugyancsak kiemelkedő jelentősége van az egyes nemzeti vállalatok tőkeexportja aggregát nagyságának is az adott ország világgazdaságban meglévő súlya szempontjából.

I.2. A világban meglévő pénzügyi eszközök

A globális GDP nagyságát 1980-ban érte el először a pénzügyi eszközök összértéke, a duplázást pedig 1993-ban jegyezték fel. 2005-ben a világ 140 ezer milliárd $-t meghaladó pénzügyi eszközökben létező vagyona pedig már háromszorosan haladja meg a világ által termelt GDP nagyságát.

Ez a pénz-, és tőkepiacoknak a reál gazdaságnál gyorsabb növekedését mutatja. A dolgozatom szempontjából érdekes vonatkozása ennek a ténynek az, hogy a fent leírt pénzbőség kellő likviditást nyújt a gazdaság szereplői számára a tőkeáramlás finanszírozására. Viszont komoly mellékhatásai is lehetnek ennek a pénzbőségnek. A részvények túlértékeltsége vagy a gazdasági szereplők (közöttük kormányok is) eladósodottsága fokozza a globális pénzügyi rendszer kockázatát, amely árfolyameséssel és értékvesztéssel járhat.



1. számú ábra – A világ pénzügyi eszközeinek értéke
Forrás: McKinsey Global Institute (2007)

A fenti ábrából kiderül, hogy a tőke legfontosabb gyűjtőhelye az Egyesült Államok. A pénzek több mint harmadát az amerikai részvény- és kötvénypiac, illetve bankbetétállomány adja ezt követi az eurózóna, majd Japán. A pénzügyi eszközök a legfejlettebb országokban összpontosulnak: az Egyesült Államok, az euróövezet, Japán, valamint Nagy Britannia együttes részesedése 80 százalék körüli. A legnagyobb nettó tőkeexportőrnek Ázsia és az Európai Unió, Oroszország és a Közel-Kelet számít (utóbbi kettő súlya a jelentős olajbevételek miatt növekszik).

A tőkeáramlások meghatározó része három nagy centrum között zajlik: az Egyesült Államok, az eurózóna és a változatlanul globális pénzügyi központnak számító Nagy Britannia.

A nemzetközi tőkeáramlás 2005-ben rekordot döntött (6 ezermilliárd $), ami a pénzügyi piacok fejlődése mellett a globalizáció következménye.

A nemzetközi tőkeáramlás három fő összetevője:

- A határokon átnyúló hitelezés,
- A külföldiek értékpapír-vásárlása,
- A közvetlen külföldi tőkebefektetés.

E három csoport közül dolgozatom "csak" a közvetlen külföldi tőkebefektetésekkel foglalkozik, amely nem mindig követi a nemzetközi tőkeáramlás áramlási dinamikáját, ahhoz képest ugyanis tehetetlenségénél fogva tovább tartja azt, vagy éppen rugalmasságának köszönhetően aktivitása hamarabb reagálva megtorpan. Dolgozatomban szintén nem foglalkozok az ún. „hot money” jellemzőivel, amely természeténél fogva lényegesen különbözik a működő tőkétől.

Az általános definíció szerint a forró pénzek pénzügyi alapokhoz köthetők, amelyek rendkívüli volatilitással rendelkeznek. Áramlásuk motivációja lehet a magasabb kamatláb, magasabb tőzsdei árfolyamok (bármilyen tőzsdei instrumentum), vagy bármilyen olyan pénzügyi termék, ahol magas megtérülés várható. Áramlását az adott célország jegybankja és a hazai befektetőkkel ellentétes érdek motiválja. Mozgása jelentősen befolyásolhatja az adott ország devizájának árfolyamát. Az inflow növeli az outflow csökkenti a deviza árfolyamát, aminek az az oka, hogy a mozgás rendkívül rövid időtávon következik be.

Van példa a „hot money” mozgásának korlátozására[1] is főként a feltörekvő gazdaságok pénzügyi hatóságai részéről, ahol a nemzeti deviza hirtelen volatilitásváltozásai súlyos következményekkel járhatnak (pl. Chile). Ezekben az országokban meghatározzák a befektetések minimális időkorlátait. A működő tőkével szemben, ami mindig szívesen látott vendég a forró pénzek ellen jelentős ellenállás mutatkozik meg még a fejlett gazdasággal rendelkező országokban is.[1]

I.3. A világgazdaságban végbemenő tőkeáramlás modellezéséről

A választott téma feldolgozásának módszertanát – az adatgyűjtés után, – az abból levonható következtetések jelentősen megváltoztatták.

Az áramló folyadékok analógiájára (Kornai János, 1980) egy olyan rendszerdinamikai modellt állítottam fel, amellyel közelítőleg leírható a rendszer minden fontosabb tulajdonsága.

A tőke, mint rendszerváltozó a pénz végtelen oszthatóságából kifolyólag egy folytonos változó.

Ez a gondolat alapja: azaz olyan, mint a folyadék!

Van egy természetes növekedése (az az átlag profitráta függvényében exponenciális növekedést mutat, közben fénysebességgel mozog a nemzeti tartályok, vagy pénzintézeti tartályok között. Szemléletesen leírva, a "cső" amelyben mozog, bármikor változtathatja méretét, azaz (mivel a víz összenyomhatatlan), ezért a vastag cső nagy tőkeáramlást, a vékony cső kis tőkeáramlást eredményez. A tartály a volumennel, azaz a piacnagysággal jellemezhető, s minél magasabban áll benne a víz, annál jobban telített a piac, s annál nagyobb az ellenállás a beáramlással szemben.

Ezek a folyamatok, s még egyéb más is rendszerdinamikai módon leírhatóak, megfoghatóak!

A rendszerdinamikai megközelítésnek az volt az oka, hogy a folyamatosan változó tőkeáramlási környezet mozgásának előrejelzése pontatlan és félrevezető akkor, ha csak a múlt-jelen vizsgálatát végezzük el (Nováky-Cserháti 1996).

[1] Cégvezetés 2007/1: Külföldi bankolás, befektetés külföldön

Az adatsorok vizsgálatában a trendek vizsgálata helyett ugyanezen adatsorok stabilitására helyeződik át a hangsúly. Két megközelítési mód kap szerepet:

- statisztikai egyensúly vizsgálat,
- a káoszelmélet gyakorlati alkalmazása, káosz-számítás.

Segítségükkel egy adatsorban számba vehetők az egyes zavarok által keltett erős hatások (pl. bizalomvesztés a nemzetközi tőkepiacon).

A *statisztikai egyensúly* vizsgálatakor arra a lényeges előrejelzési kérdésre kell/lehet megadni a választ, hogy a múlt és a jelen mennyiségi jellemzői várhatóan megjelennek-e a jövőben, vagy vannak-e jelei a feltárt (meglévő) jellemzők várható módosulásának. Ha igen, akkor azok milyen mértékűek: csupán a folyamat egyes paramétereit érintik vagy pedig az alapvető folyamattípus teljes módosulását jelentik.

a) Egyensúlyi helyzet áll fenn akkor, ha a múlt-jelen-jövő kapcsolata változatlan; ekkor az adott jelenséghez rendelt tendencia továbbvihető, azaz a múlt-jelen vizsgálata kiterjeszthető az előrejelzési időtávra is.

Ha a jelenség fejlődésének adott szakaszában a jelen-jövő kapcsolódás folyamatos jellege megszakad, akkor konfliktushelyzet áll elő.

Konfliktushelyzet igen gyakori akkor, amikor valamely jelenség folyamata a fejlődés kezdeti illetve befejező szakaszában van, mert általában jellemző a kezdeti lassú fejlődési ütem későbbi gyorsulása, majd bizonyos szinten lassulása.

b) Részleges konfliktushelyzet áll fenn akkor, ha módosul a statisztikai egyensúlyi helyzet mennyiségi feltételrendszere; így az adott jelenséghez rendelt tendencia nem vihető tovább, azaz a múlt-jelen vizsgálata nem terjeszthető ki az előrejelzési időtávra.

c) Teljes konfliktushelyzet áll fenn akkor, ha felbomlik a statisztikai egyensúly, az adott jelenség korábbi fejlődéséhez rendelt tendencia megtörik; új feltételek által meghatározott egyensúly alakul ki, ezért az előrejelzési időtávra új megközelítés, új vizsgálati módszer alkalmazása válik szükségessé.

Az átmenet időszakában gyakran vagyunk tanúi a teljes egyensúly hiányának, de a részleges egyensúly-hiány is adhat jelzéseket arra vonatkozóan, hogy vajon a vizsgált jelenség milyen hosszú ideig és milyen formában marad még fenn, illetve mikor és milyen módon várható a megszakadása (Rasmussen-Mosekilde 1988).

A káosz-számítások azon az alapgondolaton nyugszanak, hogy valamely idősorban felfedezhető kaotikus viselkedésre a görbe menetéből lehet következtetni. A kaotikus viselkedést olyan idősorban lehet keresni, amelynek lefolyása logisztikus jellegű. A kaotikus viselkedés az idősorokra az alábbi ismert képlet szerint illesztett görbe paraméterértékei alapján mutatható ki:

A káosz-számítás segítségével feltárható, hogy valamely adatsorban megjelenik-e a nem-periodikus, a kaotikus viselkedés, megvizsgálható, hogy vajon a jelenség tényleges lefutását kifejező görbe és a matematikailag generálható pályák egybeesnek-e, továbbá szisztematikusan generálhatók a jövő lehetséges pályái. A módszer segítségével a jövőnek nemcsak a mechanikus extrapolációval előállítható útja hozható felszínre, hanem azok a változatok is, amelyek a múlttól minőségileg eltérő, új pályát jelentenek.

A jövőre vonatkozóan csak azokat a tényezőket lehet jól meghatározni, amelyek általános befolyással vannak a rendszerre. Ezek időben eltérő módon és intenzitással fejtik ki hatásukat. A rendszer érzékenysége ezekre a tényezőkre földrajzilag eltérő lehet.

A globális áramlástól az alrendszerek közötti (EU, Közép, Kelet Európa), valamint a magyar tőkeáramlás sajátosságait is ebből a szempontból vizsgálom.

A működő tőkeáramlás elemzéséhez Kornai: A hiány című könyvében is használt egytartályos modellt használom, mely lehetőséget ad a tőkeáramlás szisztematikus megközelítésére és megteremti egy későbbi, matematikai – mint magasabb szintű – leírási és elemzési eszköz alkalmazását.

Az alkalmazott matematikai apparátus lehetőséget ad mind folytonos, mind diszkrét modell alkalmazására, felhasznált paraméterei pedig elősegítik jövőbeni célzott kutatások és vizsgálatok lefolytatását.

Jelölések:

V = a tőke volumene az adott piacon, amely lehet nemzeti, regionális, de globális is.

V_{kezd} = capital stock

V_{be} = capital inflow

V_{ki} = capital outflow

Volumen:

(1) $V= V_{kezd} + V_{be} - V_{ki}$

A tőke volumenét egy adott pillanatban a kezdeti tőkemennyiség valamint a bevitt és kivitt tőke mennyisége adja.

Az áramlást időbeni dinamikájában vizsgálva megállapítható, hogy mindhárom komponens, amely a volumenváltozást okozhatja, különböző függvényekkel írható le.

V_{kezd} dinamikus változását f(v)-vel írhatjuk le, amely azt jelöli, hogy az adott tőke mennyisége a piac belső értékítélete szerint, - a piaci kamatrátával, de legalábbis az átlagos profitrátával növeli ezt a tőkeértéket.

(2) $V'= pV$,

ahol p az átlagos profitrátával egyenlő

(3) $V_{be} = f(\Pi,V,V_{ki})$

A tőkebeáramlást a piacon lévő tőkemennyiség valamint a tőkekiáramlás függvényeként írható le. A leíráshoz felhasználjuk Π-t, a profitrátára vonatkozó koefficienst, amely az adott piac és a környező országok profitrátáinak viszonyát írja le.

(4) $\Pi = P/p$,

ahol P a globális, a p pedig lokális profitrátát jelzi.

Ha Π nagyobb, mint 1, akkor tőkekiáramlás kezdődik, ha pedig kisebb, akkor a várakozások tőkebeáramlást feltételeznek.

Tovább finomítható a modell, a piacon lévő tőke volumenével.

(5) $V_{ki} = f(\Pi, V, V_{be})$

A tőkekivitel a tőkevolumen, a tőkebehozatal, és a profitráta viszonyaként írható le.

Tekintettel arra, hogy V_{be} és V_{ki} esetében alkalmazott függvények dinamikus alkalmazása esetén nem lineáris, differenciálegyenletekhez juthatunk, a modell elméletileg arra is alkalmas lehet, hogy *kaotikus rendszerű* tőkeáramlási jelenségeket is vizsgáljunk.

A globális tőke volumenére értelemszerűen csak az az egyenlet vonatkozik, ahol nincsen ki-, és befolyó tőke csak a globális tőkeáramlás átlagos profitrátával növekvő összege, míg a regionális és a nemzeti szintű piacokra a be és kiviteli áramlások is hatással vannak.

Ez a többszintű modell alkalmas valamennyi jelenség leírására, amelyek a világ tőkeáramlás szempontjából fontosak. A nemzetgazdaságok számára a feltételek paraméterezésével előre megbecsülhető – a közeli jövőre vonatkozóan és bizonyos feltételrendszer fennállása esetén, – hogy milyen tőkeáramlás valószínűsíthető az elkövetkező években.

A globális tőkeáramlás rendszerezését, irányának meghatározását csak utólag a statisztikai adatok felhasználásával lehet teljes mértékben feltárni.

A rendszert érzékenysége miatt (bizalomvesztés, politikai "default" esetek) nem lehet jól előre jelezni. Ezen tényezők miatt a rendszerről csak olyan valószínűségű előrejelzéseket lehet adni, ami a jelenlegi tudásunkból (statisztikai adatgyűjtésekből) levezethető.

A tőkeáramlás szenzitivitásának ellenére és a 2001. évi jelentős visszaesését figyelembe véve is egyre intenzívebbé vált a tőke útkeresése és mozgásterének bővítés iránti igénye.

A tőke, ha a világgazdaságban bizonytalanság uralkodik, visszafogja terjeszkedését. Mivel állománya nem csökken, hanem növekszik, ezért alternatív befektetési formát keres (példa erre a 2001. év után amerikai ingatlanpiaci drágulás).

A rendszerdinamikai megközelítés valósághű folyamatok kialakításával segíti a helyes következtetések levonását, ezért a modellezés során is ezekre az alapelvekre lehet támaszkodni. Mivel a tőkeáramlás modellezése a nem várt eseményekre rendkívül érzékeny ezért és egyes folyamatok nehezen előre jelezhetőek, egy jól kialakított keretrendszer használata alapvető követelmény. A dinamikus rendszer szempontjából fontos a mintavétel gyakorisága. Mivel a statisztikai adatgyűjtés évente folyik, így a modell is az éves tőkeáramlásokat tudja előre jelezni.

I.4 A tőkeáramlás főszereplői

I.4.1 Nemzetköziesedésük szerint

A tevékenységüket optimalizáló multi- és transznacionális vállalatok a világgazdaság kulcsszereplői. Ők használják ki leginkább a nemzetközi kereskedelem és a tőkeáramlás lehetőségeit, hoztak létre leányvállalatokat a világ különböző pontjain, alakítanak ki globális termelési és szolgáltatási rendszereket. A nemzetgazdaságok számára az egyedüli út a globális rendszerekbe való integráció.

I.4.1.1 Multinacionális társaságok

A multinacionális társaságok fogalma egynél több nemzetiség pontosabban különböző államokhoz tartozó tulajdonosokat feltételez és alapítói, illetve részvénytulajdonosai több ország illetve szuverén állam természetes vagy jogi személyei közötti megoszlása közvetlenül nem befolyásolja a vállalat működését és egységes irányítását.
A Törnqvist-Hymer-modell szerint a multinacionális vállalatokra az alábbi működés jellemző:

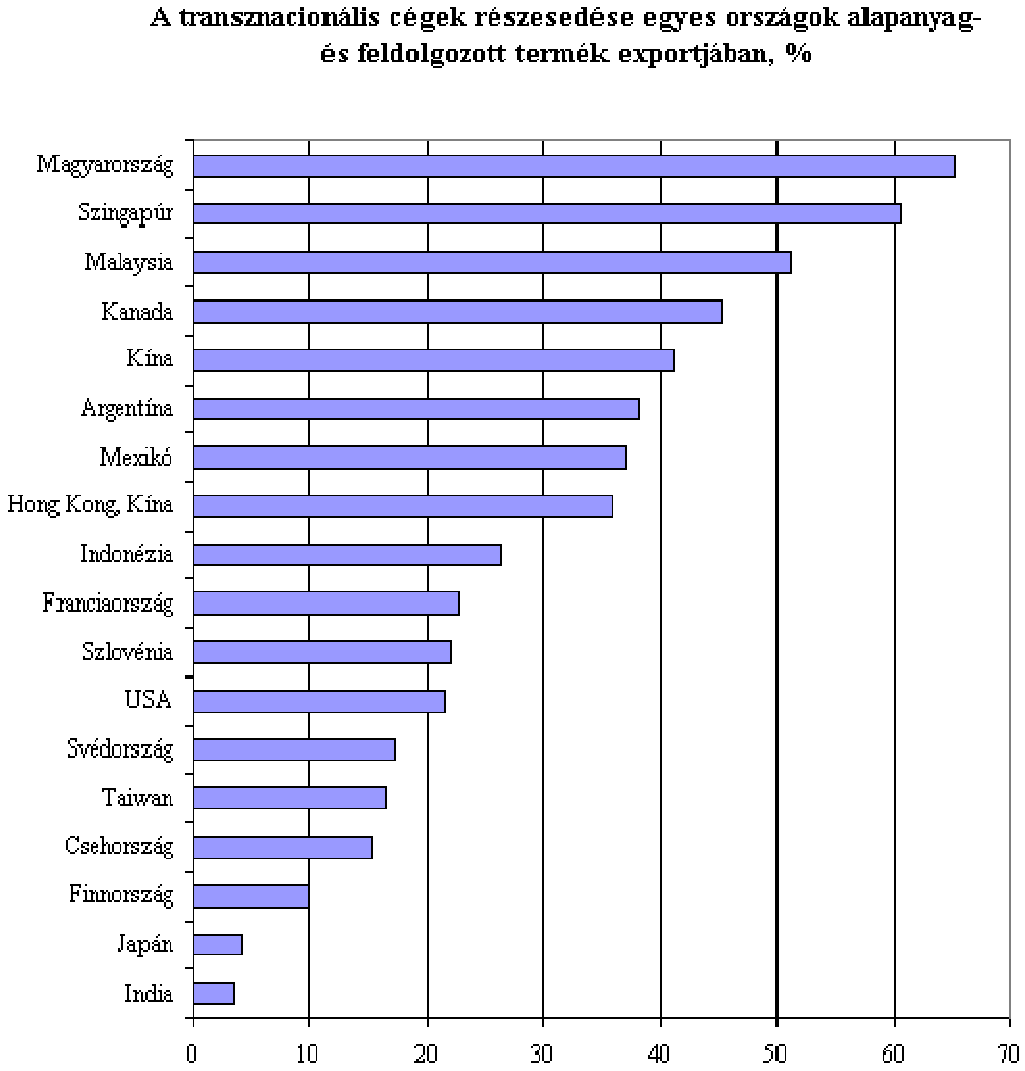
- a legfelső stratégiai döntések a centrum országok néhány városában lesznek jelen
- a termelés a döntő része a periféria országaiban valósul meg
- szintjei:
  – globális szerepkörő nagyvárosok (stratégiai irányítási szint)
  – centrumországok regionális központjai (rutinszerő napi irányítás)
  – gyártás és termelés (félperiférikus ország kis- és nagyvárosai)

I.4.1.2 Transznacionális vállalatok szerepe, transznacionalitás

A transznacionális vállalatoknak azokat a vállaltokat tekinthetjük, amelynek működése – külföldi leányvállalatai révén – egyszerre több nemzetgazdaságra terjed ki, üzletpolitikájának középpontjában pedig a vállalat összműködésének eredményességének, globális optimalizálása áll, és elsősorban az anyagazdaságban lévő bázis, illetve irányító csoport érdekei által meghatározott.
Tehát a transznacionális jelleg a nemzetgazdaságok mikro-integrációja révén realizálódik, az államhatároktól független vállalati stratégiai döntések keretében.

A rendszerváltást követően a nemzetközi vállalatok a privatizáció és a zöldmezős beruházások nyomán Magyarországon is megjelentek. Napjainkban a világ legfontosabb 100 nagyvállalata közül 48 már Magyarországon bejegyzett és működő cég.
Becslések szerint a nemzetközi nagyvállalatok adták 1999-ben a magyar GDP 30 százalékát, az alapanyag és feldolgozóipari export 65%-át, míg például a hazánkhoz

hasonló nagyságú és az Európai Unióba integrálódott Finnország esetében ez az arány mindössze 10%.



2. számú ábra – Transznacionalizáltsági index – export

Forrás: World Investment Report, 1999, UNCTAD

Magyarország transznacionalizáltsági indexe 2003. évben a 13. helyhez volt elegendő. Ez az exporttól, valamint a nemzetközi tőkeáramlástól való jelentős, átlag feletti függőségünket mutatja.

A transznacionális cégek – többek között – abban is különböznek a nemzeti vállalatoktól, hogy az úgynevezett belső árak segítségével, vagyis jövedelmeik országok közötti átcsoportosításával, enyhíteni tudják az egyes országokban meglévő adóterheiket. Ezen vállalatok szervezeti és adminisztratív irányításának szerves részévé vált a kereskedelem, beruházás, sőt a nemzetközi pénz-tőkeáramlás és jövedelemelosztás-szabályozás is. Az innovatívabb iparágak termékeiben és termelési eljárásaiban megtestesülő magasabb szellemi értéket az alkatrészek, részegységek gyártásának cégen belül tartásával igyekeznek megszerezni a transznacionális vállalatok. A termelési és értékesítési körfolyamat minél nagyobb részét igyekeznek az adott érdekeltségen belül tartani, különösen akkor, ha az hozzájárul a vállalat jövedelmezőségének, vagy piaci helyzetének javításához.

A társaságok nemzetközi szervezeti rendszerében a vállalati szervezeti hierarchiák hálózatokká fejlődnek, egyre kevésbé jellemző egy meghatározott "centrum". Multilaterális kapcsolati rendszeren alapuló vállalati struktúrák alakultak ki, melyeket elektronikus információs rendszer köt össze[2].

A világrend fejlődésének ez a tendenciája azt mutatja, hogy a nemzetállamokra épülő, hagyományos politikai rendszer fölött, kiépülőben van egy, a nemzetállami határokat és a nemzetállami kompetenciát átmetsző gazdasági rendszer.

A világgazdaság globalizációjának a transznacionális vállalati rendszer kialakulása mellett a másik lényeges jellemzője a pénzpiacok integrálódása. Az elmúlt két évtized pénzpiaci liberalizációja nyomán a nemzetközi pénzpiac egyre inkább öntörvényű, önálló fejlődési pályára állt. A Nemzetközi Fizetések Bankjának (BIS) adataira alapozott becslések szerint napjainkban az egy nap alatt lebonyolított pénzügyi tranzakciók értéke 1.000 milliárd dollár is lehet, szemben a nemzetközi kereskedelmi és szolgáltatási forgalom napi 25 milliárd dollárjával. Ez az elképesztő aránytalanság a pénzpiac óriási mértékű felfúvódását jelzi.

A nemzetközi pénzügyek öntörvényű mozgásának egyik jelensége a befektetési alapok felduzzadása, a megtakarítások zömének ezen intézmények által való felszívása és azok jórészt spekulatív befektetése. A nemzetközi pénzpiacon a nemzeti keretekben jelentkező pénzügyi problémák magukban rejtik a világra kiterjedő láncreakció lehetőségeit, ahogyan

[2] *Judith Clifton (Universidad de Oviedo)-Francisco Comín (Universidad de Alcalá)-Daniel Díaz Fuentes (Universidad de Cantabria): Transforming Public Enterprises: Networks, Integration and Transnationalisation. "From Ugly Duckling to Swans" 2006 http://altea.daea.ua.es*

azt a 2008. végén kialakult pénzügyi válság is jól mutatja. A nemzeti kormányoknak nincs elegendő befolyásuk arra, hogy ezeket a válságokat felszámolják, a folyamatok "kezelése" egyre inkább a nemzetközi pénzügyi szervezetek feladatává válik.

A pénzpiac liberalizációjával párhuzamosan erőteljes tőkekoncentráció zajlik a pénzpiaci szereplők körében.[3] A bankok összeolvadásának, egyesülésének több irányzata érvényesül. Az egyik a horizontális integráció, a hasonló profilú pénzintézetek közötti egyesülés, melynek célja a versenyképességnek a tőkeméret növelése, illetve ezáltal a költségcsökkentés útján való erősítése. Másik típusa, amikor különböző bankok, illetve pénzügyi szolgáltatók azért egyesülnek, hogy megvalósítsák az ügyfelek teljes körű univerzális kiszolgálását, amely kiterjed a lakossággal, a beruházásokkal kapcsolatos finanszírozási tevékenységre, bróker műveletek folytatására, lízingelésre és a biztosításra. Megfigyelhető a bankok külföldön való terjeszkedése, a más országokban lévő pénzintézetek felvásárlása is.

I.4.2 Gazdálkodási formációjuk szerint

I.4.2.1 A befektetési bankok

A befektetési banki piac (corporate and investment banking)[4] a kilencvenes években felgyorsult nemzetköziesedési folyamatok által kiváltott átalakulása még nem záródott le. Ennek oka, hogy bár a folyamatot elindító technológiai változások mára már beépültek a bankok működésébe, a technológiai változások továbbra is folyamatosan alakítják, újrastrukturálják a bankok működési rendszerét.

Technológiai oldalról e folyamat lehetőséget ad arra, hogy a bankok egyre kisebb költséggel, egyre nagyobb volumennel kínálják a termékeiket, míg ennek üzleti következménye az, hogy az egy egységnyi termék eladása kisebb hasznot jelent a bank számára.

---

[3] *Prospects for Foreign Direct Investment and the Strategies of Transnational Corporations, 2004-2007 (UNCTAD, 2004)*

[4] *Dr. Gál Péter – Moldicz Csaba: MFB makrogazdasági elemzések: A befektetési banki piac jellemzői az ezredforduló után (2005 április)*

Az elmúlt években a befektetési banki piac jellemzője volt a csökkenő jövedelmezőség, a profittömeg, valamint a nem kamat-jellegű bevételek jelentőségének növekedése.

Ma a befektetési bankok két alapvető bevételi forrása, az értékpapír-kereskedelem és a bank tőkéjének befektetése, ami erőteljesen függ a piac rövidtávú változásaitól – ellentétben a korábbi helyzettel, amikor a piac likviditása volt a döntő. A 90-es évek közepe óta jellemző nagyon alacsony kamatszint miatt a világgazdaságot a keresleti oldalon a finanszírozási lehetőségek javulása, a kínálati oldalon pedig az erősödő verseny határozza meg.

A bankok a csökkenő jövedelmezőségi szint ellen a következő stratégiai elemek érvényesítése révén próbáltak meg hatni:

- a forgalom növelésével,
- a tevékenységek diverzifikációjával,
- egységes termékpaletta révén létrejövő szinergiák növelésével,
- koncentrációkkal és "merger"-ekkel.

Mind a befektetési bankok, mind pedig az univerzális bankok területén az amerikai bankok a legsikeresebbek.

Ennek következők a főbb okai:

1. A világ legnagyobb pénz- és tőkepiaca előnyt jelent az amerikai bankok számára a termékek kialakításában, disztribúciójában, és a méretgazdaságossági előnyök érvényesítésében;

2. A termék-innovációk többsége továbbra is az amerikai bankoktól származik;

3. Az amerikai pénzügyi rendszer nagy hatékonysággal gyűjti össze a forrásokat.

A jelenlegi piaci helyzetben a piac kisebb szereplői – a befektetési bankok – két oldalról konfrontálódnak a versennyel.

Egyrészt a nagy univerzális bankok egyre intenzívebben jelennek meg az befektetési banki és asset managmenti tevékenységek területén, másrészt keresleti oldalról is megnövekedett igényekkel találkoznak.

E bankok számára további kihívás, hogy a nagyobb, kereskedelmi bankok az elmúlt években számos esetben egyesültek befektetési bankokkal, vagy vásároltak fel befektetési bankokat abban a reményben, hogy új ügyfelekhez jutnak, vagy hogy termékpalettájukat kiegészítve – szinergiákra való koncentrálás révén – megteremtik a vállalati jövedelmezőség alapját. (Az akvizíciók utáni problémák nagy részét az okozta, hogy a befektetési bankok bevételei 2001-ben és 2002-ben a fúziók piacán és a részvénypiacon csökkentek. Ez a helyzet 2003-ban megváltozott, amikor ismét enyhe növekedésnek indultak ezek a bevételek.)

A befektetési bankok számára a bevételek növelésére lehetőséget a hagyományosan a bevételeik legnagyobb részét adó kötvénykereskedelem és részvénykereskedelem nyújtja. A tevékenység diverzifikációját az asset managmenti (befektetési alapok kezelése), és alternatív befektetési lehetőségek (pl. kockázati tőke alapok működtetése) adja.

Az univerzális, és a legnagyobb befektetési bankok stratégiájukban a korábban is alkalmazott corporate és befektetési banki tevékenység integrációját helyezik előtérbe. E folyamatot elősegíti a költségcsökkentés, a hatékonyság, jövedelmezőség növelésének kényszere, (A banki termékek integrálása – cross-selling – az előfeltétele a 20% körüli össztőkearányos jövedelem elérésének. Ezt 2000 és 2004 között a Citigroup-nak – 19,76% –, a Morgan Stanleynek – 17,1% – sikerült elérnie az univerzális bankok közül, illetve a Lehman Brothers-nek – 17,96% – a befektetési bankok közül) valamint az ilyen termékek iránti növekvő kereslet. (A tevékenységek integrációjára hatással van, hogy a nagy vállalati ügyfelek támasztják a legnagyobb keresletet mind a vállalati banki termékek (hitelek, specializált finanszírozási termékek), mind pedig a befektetési banki termékek (részvény-hitelpiaci termékek) iránt.)

A tevékenységek integrációja annak ellenére megy végbe, hogy a jelenlegi trendek azt mutatják, hogy az univerzális bankok corporate és befektetési banki tevékenységekből származó bevétele csak csekély mértékben, vagy pedig a bankok többi egységéhez képest nem olyan nagymértékben növekedtek.

Ebben a helyzetben a bankoknál két alapvető stratégiai válasz figyelhető meg:

A befektetési bankoknál a részvény- és kötvény kereskedelmi (befektetési banki), valamint az asset managementi (és az alternatív befektetési) tevékenységek előtérbe kerülése a jellemző.

Az univerzális bankok a hagyományos banki tevékenység viszonylagos alacsony tőkejövedelmezőségi szintjének ellensúlyozására a lakossági, valamint a részvény- és kötvénykereskedelmi tevékenységeiket erősítik.

A részvény- és kötvénykereskedelmi tevékenységek nagy volumene a viszonylagosan alacsony profitrés mellett is nagy nettó jövedelmeket eredményez.

Az elmúlt években nagyon jövedelmezőek volt az asset management jellegű tevékenységek. Ezek, bár a bankok tevékenységének kisebb részét teszik ki, a befektetési alapok kezelése, – azok egyes fajtáinak felfutása pl. a hedge fund-ok – pozitív hatással vannak a vállalatok finanszírozási lehetőségeire.

Az univerzális bankoknál határozott törekvés érzékelhető az integrált szolgáltatási platformok teljes körűvé tételére. A termékpaletta egységesítése lehetőséget nyújt az economics of scope jellegű előnyök érvényesítésére. Ez a folyamat azonban nem megy minden esetben zökkenőmentesen, ez különösen jól látható egyes európai bankok eredményeiben. Ennek oka, hogy e bankok tevékenysége elsősorban az elmúlt években igen gyenge gazdasági fejlődést mutató országokba irányul, valamint hogy e bankok az új – igen jövedelmező termékek bevezetése területén lemaradásban vannak elsősorban az amerikai vetélytársakkal szemben. (Pl. Németországban az eszköz- és jelzálogalapú értékpapírok piaca gyakorlatilag még nem tekinthető teljes értékű piacnak, miközben 2003-ban a befektetési bankok bevételeiben e termékek aránya már 10,3% volt.)

A befektetési bankok és univerzális bankok által kezelt befektetési alapok egyre jelentősebbek a vállalatfinanszírozás szempontjából, ez a folyamat jól érzékelhető a bankok kezelt eszközarányának megváltozásában is. Ezek az alapok lehetőséget adnak a befektetési bankok számára egyrészt a nem kamatjellegű jövedelmek gyarapítására, másrészt a bankok tevékenységének diverzifikációjára.

Ez a folyamat ellentétes a kilencvenes évek pénzügyi trendjével; a dezintermediációval, s a bankok a nem banki pénzügyi szolgáltatók rovására végbemenő előretörését valószínűsíti.

A befektetési alapok finanszírozási tevékenységének határozott ágazati és iparági megoszlását azonban nem minden esetben lehet egyértelműen kimutatni, mivel csak ezen alapok töredékénél figyelhető meg világos ágazati szelekció. A határozott ágazati orientációjú alapok befektetései elsősorban a pénzügyi szolgáltatásokba, az információs technológiába, és az egészségügyi szolgáltatásokba irányulnak, de jelentős részt

képviselnek a feldolgozóipari, a fogyasztási javak-, fogyasztási cikkek nyersanyagainak előállítását érintő, és az energiaipari befektetések.

Ettől némileg eltér a közép-kelet-európai, valamint magyarországi befektetések ágazati orientációja. Itt nagyobb hangsúllyal szerepelnek az energiaipari, feldolgozóipari befektetések, és a telekommunikációs befektetések. Jelentős különbség, hogy az információs technológiai befektetések aránya viszonylag alacsony, illetve az egészségüggyel kapcsolatos befektetések aránya is kicsi Magyarországon.

Az európai kockázati tőke alapok és társaságok ágazati orientációjának vizsgálatakor célszerű külön kezelni a létrehozott alapok 73%-át adó a kivásárlásokat. Amennyiben ezeket nem vonjuk be a vizsgálatba, a nem technológia-intenzív, a vállalatok fejlődése során az expanzió és a felfutás szakaszára (expansion and development stage) koncentráló alapok a dominánsak. (2004-ben a létrehozott alapok 16,2%-a volt ilyen jellegű alap.) 2004-ben tovább növekedett a kockázati tőkeként befektetett összegek nagysága (2004: 30,6 milliárd euró), miközben az ebben az évben létrehozott alapok által kezelt összegek nagysága az előző évhez képest némileg visszaesett. (2003: 27 milliárd euró; 2004: 24,6 milliárd euró)

A magyarországi kockázati tőke piac igen kis piac, így ennek jelenleg egyik legfőbb jellemzője a hektikus fejlődés, melyet elsősorban a nyugat-európai és globális piaci folyamatok alakulása befolyásolja. Ennek megfelelően pl. a 2005-ös év kedvező volt a magyar piac fejlődése szempontjából. A befektetések ágazati megoszlását tekintve az ágazati preferencia nélküli befektetések a jellemzők Magyarországon. A tőkefinanszírozások nagyobb volumenek irányába való eltolódásának globális trendje Magyarország esetében is megfigyelhető, 2003-ban a magántőke piaci befektetések 0%-át tették ki a 2,5 és 5 millió euró közötti befektetések, miközben az ez alatti befektetések a piac 14%-át, az e felettiek pedig 86%-át.

I.4.2.2 Hedge Fund-ok

A Hedge Fund-ok sokáig olyan speciális jogi keretbe ágyazott befektetési alapok voltak, amelyek kizárólag a milliárdosok, vagy a rendkívül magas jövedelműek számára voltak elérhetőek. Sokan közülük még ma is 250.000–1.000.000 dollár közötti összeget határoznak meg minimum befektetési összegként. A Hedge Fund-ok hőskora a 60-as évek

végére tehető, amikor is Soros György társával saját alapot indított, amely a kilencvenes évek végéig szinte példa nélküli sikertörténetet hozott, nem ritkán évi 50-60%-ot elérve. A XXI. századhoz közeledve azonban a hedge fund-ok száma egyre szaporodott, és hozamuk egyre alacsonyabb lett, ahogy egymás elől vitték el a befektetési lehetőségeket. Ráadásul éppen 1998-ra tehető az egyik legnagyobb bukás, amelyet a Long Term Capital Management (LTCM) nevű cég követett el. A több közgazdasági Nobel-díjas alapkezelő, és Wall Street-i guru egyetlen nap alatt közel 1 milliárd dollárt veszített, és nem sok híján magával rántotta több ország pénzügyi rendszerét a szakadékba.[5]

Mára a helyzet jelentősen megváltozott, hiszen a nyugat-európai mércével mérve kisbefektetők is részesedhetnek a hedge fund-ok hozamaiból. Mintegy kontrasztként az LTCM bukására, mára az az egyik legsikeresebb alapkezelő, amelyik már 1000 eurótól is lehetővé teszi az alapok megvásárlását,

A legnagyobb különbség a „hagyományos" befektetési alapok, és a hedge fund-ok között az, hogy amíg az előbbiek valamilyen index teljesítményét szeretnék megverni (pl. BUX, RAX, Nasdaq Composite, FTSE 100), addig az utóbbiak minden évben abszolút, vagyis pozitív hozamra törekszenek. Emellett igyekeznek a visszaeséseket és a volatilitást minél alacsonyabbra szorítani. Ezt határidős és opciós termékekkel, deviza kereskedelemmel, és gyakran magas tőkeáttétellel próbálják elérni. Sokáig sikerrel, hiszen a hozamok jobbak voltak, mint a legtöbb befektetési alapé.

Míg 1987 és 2004 között az amerikai részvénypiac átlagos teljesítménye (osztalékokat és visszaforgatást figyelembe véve – total return számítás) 11,9% volt, addig a Hedge Fund-ok átlagos éves teljesítménye 14,9% volt. Az utóbbi években azonban egyre inkább az alulteljesítés a jellemző. A tavalyi évben 8,3%-ot értek el, a részvénypiac 10%-os hozamához képest.

[5] *PricewaterhouseCoopers: Global hedge fund valuation & risk management survey 2004*

I.4.2.3 Nemzetközi fejlesztési társaságok

I.4.2.3.1 EDFI [6]

Valamennyi fejlett ország létrehozott olyan intézményt (fejlesztési tőketársaságot), amelynek feladata az adott ország vállalatainak segítése külföldi befektetéseik végrehajtásában. Az EDFI 1992-ben alakult Brüsszelben. Tizennégy európai fejlesztési társaság szövetsége, amelynek tagjai hosszú távú finanszírozást nyújtanak a fejlődő és átalakuló országok magánvállalatai számára, miközben elősegítik saját országuk vállalkozásainak gazdasági fejlődését is.

Ennek alapján az egyes EDFI-tagok célkitűzése, küldetése az alábbiak szerint fogalmazható meg:

- elősegíteni az adott ország működő tőke kiáramlását, ösztönözni a hazai vállalatok nemzetköziesedését az egyes vállalati kezdeményezések támogatásán keresztül,
- hozzájárulni a gazdaságilag fejletlenebb országok, gazdaságok fejlődéséhez, felzárkózásához.

Az állami közreműködés (finanszírozás) ezen társaságokon keresztül az alábbi eszközök biztosításával valósul meg:

- közvetlen külföldi tőkebefektetések társbefektetői formában
- közép- és hosszú lejáratú hitelezés a befektetési partnernek, vagy a célvállalatnak
- garancianyújtás a befektetési partnernek, vagy a célvállalatnak
- befektetési tanácsadás
- egyéb (állami támogatások közvetítése)

Az egyes európai fejlesztési tőketársaságokat (EDFI-tagokat) és az általuk eszközölt befektetések értékét a következő táblázat (1. számú) mutatja. A táblázat utolsó sora tartalmazza a Magyarországon létrehozott fejlesztési társaságot, a Corvinus Nemzetközi Befektetés Zrt.-t is.

[6] *http://www.edfi.be/EDFI-Members-2006.pdf*

1. számú táblázat – Az EDFI-tagok befektetései

Intézmény*	**Ország**	**Portfolió bruttó értéke** (EUR)
CDC	Nagy-Britannia	2 250 000 000
DEG	Németország	1 752 000 000
FMO	Hollandia	1 340 000 000
FGG	Ausztria	460 000 000
IFU, IO	Dánia	317 000 000
PROPARCO	Franciaország	191 000 000
SIMEST	Olaszország	98 000 000
Finnfund	Finnország	70 000 000
APAD (BPI)	Portugália	50 000 000
Swedfund	Svédország	39 000 000
COFIDES	Spanyolország	32 000 000
SBI, BMI	Belgium	23 000 000
EDFI összesen	**EU**	**6 622 000 000**
Corvinus	Magyarország	11.548.000

Forrás: EDFI, éves jelentés (2005) alapján saját számítás

A fenti táblázatból látható, hogy a Corvinus Zrt.-hez képest az egyes fejlesztési társaságok mérete lényegesen nagyobb. A legnagyobb eltérés több mint 200-szoros (angol CDC), a legkisebb eltérés közel kétszeres (belga SBI, BMI).

A szövetség legfőbb célkitűzése, hogy a tagok közötti együttműködést elősegítse és az Európai Unió intézményei közötti kapcsolatot erősítse. A szövetség egyik legfontosabb feladata az Európai Beruházási Bankkal (EIB) való együttműködés. Az EDFI fejlesztési tőketársaságok az EDFI közreműködésével és koordinációjával tudnak kapcsolódni az EU, illetve az EIB által, a fejlődő országok számára biztosított pénzügyi források megszerzéséhez és felhasználásához.
Az EDFI folyamatosan képviselteti magát az EU-programok tanácsadó testületeiben, és tárgyalásokat folytat az Európai Bizottsággal olyan projektekben való nagyobb részvételről, melyek az Európai Unió és a fejlődő országok magánszektor vállalatait támogatják.

Bár a célok, a méretek, a regionális megoszlás, az alkalmazott eszközök, stb. számottevően különböznek a tagországok különböző intézményei között, mégis sok fontos terület van, ahol olyan közös erőfeszítéseket hajtanak végre a célok elérése érdekében, amelyek megvalósításában a szövetség is jelentős szerepet tud játszani. A társaságok tulajdonosi

szerkezete is különböző, de általánosan elmondható, hogy részben vagy egészben állami tulajdonban vannak.

I.4.2.3.2 Néhány EDFI-tag rövid bemutatása

Az egyes társaságok széles körben végeznek pénzügyi műveleteket. Az egyik legjobb példa erre az olasz ***Simest***, amely pénzügyi támogatást nyújt exporthitelekhez, külföldi projektek megvalósíthatósági tanulmányainak készítéséhez, finanszírozza a nemzetközi tendereken való szerepléseket. Ugyanakkor a működő tőke befektetéseket illetően 25%-ig társtulajdonosként csatlakozik a nem EU-tagországokban megvalósított befektetésekhez, vegyes vállalat alapításokhoz, amellyel elősegíti az olasz gazdaság nemzetközi expanzióját. Kamattámogatást, illetve hitelgaranciát nyújt ugyanezen befektetésekhez. Az olasz társaságok által felvett 8 évet meg nem haladó futamidejű hitelhez nyújtható kamattámogatás mértéke: 50%. A Simest olasz befektető partnerének kötelezően vállalnia kell a Simest részesedésének szintén maximum 8 év elteltével történő kivásárlását.
A társaság fő működési területe Közép- és Kelet-Európa. Ezen belül portfoliója erősen diverzifikált, 13 országban vannak befektetései. Szám szerint a legtöbb befektetése Romániában és Lengyelországban található, a befektetett összeget tekintve Lengyelországé az elsőség (22,6 m EUR). Magyarország 5,4 millió euróval a középmezőnyben foglal helyet. A Simest az Inter-Európa Bank Rt. 7,75%-ának tulajdonosa, mely egyben a legnagyobb magyar befektetése volt (befektetett összeg 2,6 m EUR).
A Simest fejlesztési társaság 1991-ben alakult. A kft. formában működő társaság többségi tulajdonosa az olasz Külkereskedelmi Minisztérium, de a tulajdonosok között megtalálhatók a vezető bankok, társaságok, munkáltatói szervezetek és kereskedelemi szövetségek is.

A német ***DEG*** az egyik legnagyobb európai fejlesztési pénzügyi társaság, amely az egyik legkiterjedtebb szolgáltatásokat és legnagyobb volumenű támogatást nyújtja. A befektetési portfolió legnagyobb hányadát – a Simesthez hasonlóan – a hosszú lejáratú kölcsönök teszik ki. A tulajdonosi részesedések aránya mintegy 20%-ra, a garanciavállalásé 2%-ra tehető.
A DEG a német KfW-csoport (Kreditanstalt für Wiederaufbau állami fejlesztési bank) tagja, már 1962 óta végez hosszú távú projekt- és vállalat finanszírozást. Mivel Európa

egyik legnagyobb fejlesztési tőketársasága, nemcsak Közép-Kelet-Európában, hanem Afrikában, Ázsiában, Latin-Amerikában is részt vesz a magánszektor befektetéseinek finaszírozásában. Európai portfoliója diverzifikált, gyakorlatilag minden közép- és kelet-európai országban rendelkezik érdekeltséggel. Magyarországon négy befektetést valósított meg, ezek közül a legjelentősebb volt a Globus Rt.-ben való tulajdonszerzés.
A DEG tulajdonosi részesedés szerzéskor kisebbségi – 5-25% közötti – részesedés szerzésére törekszik, a befektetés időtartama általában 8-12 év. A társaság általában vételi és eladási opciós megállapodást köt befektetési partnereivel a céltársaságból való kiszállás biztosítása érdekében. A hosszú lejáratú kölcsön jellemző futamideje: 4-10 év, a kamatláb alapvetően a célország és a projekt kockázatától függ. A DEG teljes finanszírozásból való részesedése maximum 35%. A társaság mindezek mellett vegyes finanszírozással (mezzanine finance) és garanciavállalással is segíti azon társaságok működését, amelyekbe befektetett. A DEG a finanszírozási tevékenység mellett – a világ számos pontján megtalálható – képviseleti irodáin keresztül befektetési és jogi tanácsadással is támogatja a külföldi projektek megvalósulását.
A DEG célja, hogy elősegítse a magánvállalatok terjeszkedését a fejlődő és átalakuló országokban, ami a fenntartható gazdasági növekedés és a helyi lakosság életfeltételei tartós fejlődésének alapja. A DEG tevékenysége teljes ideje alatt mintegy 1.000 vállalattal működött együtt, 4,7 milliárd eurós tőkeági finanszírozásával összességében – befektető partnereivel együttesen – 30 milliárd eurós befektetés valósult meg.

Harmadik példaként a szintén elsősorban csak a fejlődő országokban tevékenykedő ***Finnfund*** tevékenységét mutatom be, egy olyan ország intézményét, amely a nemzetköziesedést elsősorban a tőkekivitel és kevésbé a tőkebehozatal ösztönzésén keresztül kívánja elősegíteni. A Finnfund kockázati tőkebefektetéssel és hitelnyújtással vesz részt finn érdekeltséggel rendelkező projektekben. A „finn érdekeltség” széleskörűen értelmezhető, finn társbefektetők nélküli projekteket is befogadhatnak, ha bármilyen finn érdekeltséget be tudnak mutatni. A Finnfund szolgáltatása kiterjed az ipari és a szolgáltatási üzletágra is. A Finnfund a fejlődő és az átalakulás alatt lévő országokban folytatja tevékenységét, és csak kivételesen nyújthat finanszírozást EU-tag és az Unióhóz csatlakozó országban levő projektek számára. A Finnfund 1979-ben alakult, a társaság jegyzett tőkéje 54 millió euró. A részvényesek: a finn állam (79,9%), a Finnvera Plc állami pénzügyi társaság (20%) és a Finn Iparosok és Munkaadók Szövetsége (0,1%).

A Finnfund a céltársaságban maximum 25%-os részesedést szerezhet, amely az esetek nagy részében nem haladja meg a társbefektető részesedését. Az "exit" a társbefektetővel közösen, előre egyeztetett feltételek szerint történik. A Finnfund a befektetések mellett közép- és hosszúlejáratú hitelt is nyújt, versenyképes feltételekkel. A hitel futamideje jellemzően 8-12 év, a türelmi idő 1-3 évig terjed. A vegyes finanszírozás eszköztárában az alárendelt kölcsöntőke, az elsőbbségi részvények és az átváltható kötvények találhatók meg.
Gyakran előfordul, hogy a projekt finanszírozási szükséglete meghaladja a Finnfund kockázatvállalási hajlandóságát, ekkor más társfinanszírozó intézményeket is bevon az ügyletbe.

Végezetül negyedik példaként egy, – Magyarország méretéhez közelebb álló – a működő tőke kivitelre nagy hangsúlyt helyező ország, Portugália fejlesztési intézménye szolgál.
Az ***APAD*** a portugál fejlesztési támogatások állami intézete, mely a fejlődő országokban finanszíroz stratégiai infrastrukturális projekteket. Mind az állami, mind a magánszektor számára finanszírozási lehetőségeket kínál hitel- és garancianyújtás, illetve tőkebefektetés formájában. Az APAD – felismerve a pénzügyi intézmények jelentős szerepét a magánszektor fejlődésében – többnyire a fejlődő országok pénzügyi szektorában fektet be portugál bankokkal közösen. Befektetési portfoliója elsősorban kelet-ázsiai és afrikai, valamint brazil (volt portugál gyarmatokbeli) befektetéseket tartalmaz. A fejlődő országokban történő befektetésekhez kapcsolódóan, a kockázatok megosztása érdekében az APAD garanciát nyújt a kereskedelmi kockázatok (nemteljesítés vagy a fizetésképtelenség kockázata) ellen. A garancia igénybe vehető mind a hitelfelvevők, mind a tőkebefektetők számára.

A fentieket összefoglalva el kell mondani, hogy valamennyi fejlesztési társaság hangsúlyozza, hogy elsősorban jövedelmező befektetésekben vesz részt, hiszen csak sikeres, hosszú távon jövedelmező vállalkozások eredményeznek gazdasági növekedést (pl. munkahelyet teremtenek, versenyképes termékek előállításával hozzájárulnak az ország külkereskedelmi mérlegének javulásához, növelik a hozzáadott értéket). Mindemellett az összes fejlesztési intézmény kiemelt figyelmet fordít a kis- és közepes vállalatok segítésére, összhangban az EU-támogatás politikájával. A cégeknek általában

hazai székhellyel kell rendelkezniük, de ezen túlmenően nincsenek elvárások a tulajdonosi szerkezettel kapcsolatosan.[7]

I.4.2.4 Venture capital és private equity, PPP

Magántőke (private equity)

Nem nyilvános, de intézményesített tőkealapú finanszírozást nyújt tőzsdén nem jegyzett vállalatokba. Az alacsony likviditásból fakadó magas kockázatért az átlagosnál magasabb megtérülés kompenzálja a befektetőt. A befektetők a vállalkozások különböző életciklusaiban azzal a céllal fektetnek be, hogy közép-, hosszú távon jelentősen növeljék a vállalkozás értékét, és ezt az értéknövekményt sikeres tulajdonértékesítés (exit) során realizálják.

Kockázati tőke (venture capital)

Befektetéseket hajt végre komoly növekedést ígérő vállalkozások életciklusának korai fázisában. Különböző fázisai: az első (seed capital), a vállalkozás indításának előkészítő időszakát finanszírozza, a második az indulást (start-up). További befektetési fázis, amikor már késztermékeket előállító, de korai szakaszban lévő vállalkozás finanszírozásáról van szó (early stage capital).

Befektetési területek gazdasági ágazatokként

A befektetők fő célpontja a szolgáltatások terén (pénzügyek, telekommunikáció, ingatlan) van (56%), de a legjelentősebb növekedést a természeti kincsek kiaknázásában (bányászat) figyelhetünk meg (2004-ben 5%, míg 2005-ben 16%). A feldolgozóiparba áramló tőke részaránya – az előbb említett főként a petrolkémiai iparba áramló tőke növekedésének ellenére – 28%-ra esett vissza (UNCTAD WIR 2006).

7 Nem csak hazai tulajdonban levő vállalatokat támogatnak. Portugáliában például kifejezetten ösztönzik a multinacionális cégek portugáliai leányvállalatainak külföldi terjeszkedését.

Ágazatonkénti megtérülés

Az feldolgozóiparba áramló tőkének az alábbi ágazatonként meghatározott megtérülési ráták alapján várható a megtérülése. A Harvard Business School által készített amerikai iparági megtérülési rátái a legjobban jövedelmező iparágakat gyűjtöttem ki.

2. számú táblázat – Jövedelmezőség iparágak szerint

Iparág	ROE (return on equity) %	ROA (return on assets) %	ROS (Return on sales) %
Gyógyszergyártás	21,4	11,8	13,1
Nyomdai és kiadói tevékenység	15,5	7,1	5,5
Élelmiszeripar	15,2	6,6	3,9
Vegyipar	15,1	7,5	7,2
Olajipar és finomítói tevékenység	13,1	6,5	6,5
Gépgyártás	12,9	7,2	6,9
Papíripar	12,5	6,0	5,1
Repülőgépgyártás	12,4	4,1	3,7
Szerszámgépgyártás	12,3	5,7	3,7
Jármű és motorgyártás	11,6	5,6	3,7

Forrás: Anita McGahan: "Selected profitability data on U.S. Industries and companies" Harvard business School 9-792-066 1992

A fenti táblázat jól mutatja azokat a kedvelt portfólió elemeket ill. a működő tőke befektetési célpontjait, amelyekben a nemzetköziesedés a legelőrehaladottabb. A jelentős beruházásokat vonzó iparágakban a méretgazdaságosság érvényesítése is kikényszeríti a nemzetközi integrációt.

PPP

A Public-Private Partneship (rövidítve PPP) megfogalmazásánál a legfontosabb elem, ahogy annak angol neve is mutatja, hogy a magán- és a közszektor együttműködéséről van szó. A közszolgáltatások biztosításának olyan új formáját takarja e fogalom, amelyben a közfeladathoz ellátásához szükséges létesítmények és/vagy intézmények, eszközök tervezésébe létrehozásába, fenntartásába, finanszírozásába és üzemeltetésébe – az állammal kialakított komplex együttműködés keretében – bevonja a magánszektort. A klasszikus magán finanszírozású PPP-rendszerben mindezt egyetlen cég vagy csoport végzi el. Közszereplő, vagy végfelhasználó a beruházás értékét és az üzemeltetés költségeit

az üzemeltetőnek fizetett díj formájában téríti meg. Az üzemeltetési periódus végén (20-25 év) a vagyon és az üzemeltetési jogok a közszereplőre szállnak át (vissza).

A PPP keretében a vállalkozó szolgáltatást nyújt az államnak, átvállal tőle bizonyos feladatokat, s mindezért díjat kap. Az állam megrendelőként azt határozza meg, hogy a magánvállalkozótól adott minőségű szolgáltatást mennyi ideig kívánja igénybe venni. A PPP-ben a felek – vagyis az állam és a magánszféra – a közszolgáltatás nyújtásának felelősségét és kockázatát közösen viselik, a hagyományos gyakorlattal ellentétben az állam a közszolgáltatás hosszú távú biztosítását rendeli meg a magánszférától. Ilyenkor – például egy infrastrukturális fejlesztésnél – a magántársaság felelőssége például a tervezés, a kivitelezés, a működtetés, valamint – legalább részben – a projektek finanszírozása, az állam és a szolgáltatásokat igénybe vevő intézmény pedig a díjat fizeti. A magánszférabeli szerződő fél a megvalósításhoz általában projekttársaságot alapít, biztosítja hozzá a szükséges saját tőkéjét, a kivitelezéshez a finanszírozási forrásokat.

A felek – a közszférabeli és a magánvállalkozó partner – közötti szerződésben rögzítik az építményekkel és/ vagy a szolgáltatás színvonalával és mennyiségével kapcsolatos állami elvárásokat, valamint az állam által fizetendő díj összegét, illetve annak ütemezését. A projekttársaság a szolgáltatási díjból fedezi az üzemeltetés költségeit, hitelkötelezettségeit, a fennmaradó rész a beruházásban részt vevő befektető által realizálható hozam.

A szerződés, mint minden kapcsolat esetén, alapjaiban határozza meg a partnerek hosszú távú kapcsolatát.

A szerződések futamidejének hossza elvileg garantálja a választásokon átnyúló együttműködés fenntartását.

A való életben és főként Magyarországon a PPP szerződés feltételrendszere a futamidő alatt folyamatosan vitatott!!!

Ennek oka a közfeladat ellátásához való privát hozzájárulás költségoptimalizáló hozzáállása, valamint az állami elvárások maximalizálása közötti ellentét. A hosszú távú szerződések természetüknél fogva kevéssé alkalmasak arra, hogy minden a futamidő alatt felmerülő váratlan eseményre írásos garanciát nyújtsanak a szerződő feleknek.

A felek között létrejöhet hitelszerződés is, a külső források bevonásának legjellemzőbb formája a bankhitel. Ilyenkor a gyakran alkalmazott eljárás a hitelminőség javítása állami szerepvállalással, ami viszont olcsóbbá teheti a finanszírozást. A bankhitel mellett egyre inkább terjedő mód a kötvénykibocsátás, ezt különösen autópálya-projektek esetén alkalmazzák.

A PPP struktúrák fejlődése rendkívül dinamikus, szektoronként és projektenként változó konstrukciók alakultak ki, különböző szerződés-rendszerek jöttek létre és ezek mindegyike egyedi jellegzetességeket mutat.

A PPP elmélet célja, hogy a magánszektor gazdasági hatékonyságát, projekt megvalósítási és üzemeltetési tapasztalatait, innovatív eljárásait bekapcsolja a közszolgálati feladatok ellátásába; a költségvetés kímélése, hiányának csökkentése a feladatok ellátása közben oly módon, hogy a beruházás finanszírozásának terhei hosszabb időtávon és kizárólag az előre meghatározott feltételek teljesülése esetén terheljék a költségvetést. Célja ezen túl a projekt megvalósítás során jelentkező kockázatok jelentős részének áthárítása a magánszektorra; a tisztán állami konstrukcióhoz képest összességében kedvezőbb ár-érték arány realizálása (a pénzért több érték, Public Sector Comparator). Az elmélet lényegét tehát az adja, hogy a magánszektor a piac törvényeihez igazodva profitmaximalizálásra törekszik, s ezt a hatékonyságot igyekszik átültetni a közszektorba is. Ezeket a célokat az elmélet szerint a privát szektor a szakértelme, magasabb innovatív képessége és menedzsment ismeretei révén éri el. Az állami tőkejavak kereskedelmi logikájú hasznosításából eredően magasabb szintű hozzáadott érték keletkezik. Az egész koncepció arra törekszik, hogy a felek haszna ne a másik fél kárából származzon, hanem mindkét fél „nyertes” legyen.

A közszolgáltatások PPP-ben történő biztosítását az Európai Bizottság napjainkban egyre inkább támogatja, ennek elősegítésére indította el a Bizottság Energiaügyi és Közlekedési Főigazgatósága (DG TREN) a PPP típusú beruházások elméleti és gyakorlati kérdéseivel foglalkozó, rendszeres, magas szintű kapcsolattartásra irányuló kezdeményezését („Informal PPP Exchange Meetings”). A Bizottság elkötelezettségét ezt mutatja az is, hogy a DG TREN által kezelt TEN-T támogatások körén belül 2007-ben már PPP projekt előkészítésének támogatására is lehetett pályázni. A fenti díj ismutatja, hogy Magyarország az Európai Unió aktív, és az új tagállamok között vezető tagállama mind a PPP programok és azok továbbfejlesztése, mind a nemzeti szakértői bázis létrehozása tekintetében. Ehhez

jelentős mértékben hozzájárul a PPP Tárcaközi Bizottság munkája is, amely fontos szerepet vállal a kormányzati PPP szaktudás fejlesztésében és a PPP projektekkel kapcsolatos döntés-előkészítésben is.

Magyarországi tapasztalatok[8]:

- Budapest Sportcsarnok (Papp László Sportaréna)
- M5-ös autópálya
- M6-os autópálya

Magyarországi tervek

- börtön,
- kollégium,
- környezetvédelem (szenyvíztisztító, szemétégető)
- bérlakás program

Nyugat-európai tapasztalatok:

Autópálya és egyéb közlekedési infrastruktúrális (pl TGV Est Franciaországban) fejlesztések

Oktatási intézményfejlesztések

Egészségügyi intézményfejlesztések

Városrehabilitációk (Birmingham)

[8] *Báger Gusztáv: Hungary's Audit Experience with PPP. In: Public Investment and Public-Private Partnerships. Ed. by G. Schwartz, A. Corbacho, K. Funke., International Monetary Fund. Palgrave Macmillan, New York ISBN 0-230-20133-4, pp. 160-180*

I.5. A tőkeáramlást elősegítő jogi környezet fejlődése

Az UNCTAD 2006-ban kiadott jelentése szerint (World Investment Report 2006 Overview 9. oldal) a világban a működő tőke áramlását kedvezően befolyásoló jogi folyamatok az előző évekhez hasonlóan továbbra is segítségére vannak a befektetőknek.

A befektetéseket érintő szabályzói környezetről elmondható, hogy a liberalizáció továbbra is folytatódik. A befektetéseket sújtó adóterhek nemzetközi viszonylatban csökkennek, az országok egyre könnyebben engedik piacaikra a külföldről áramló tőkét.

A kétoldalú befektetési megállapodások (BIT's: Bilateral Investment Treaties) száma 2.495, a kettős adóztatást elkerülő megállapodások (DTT's: Double taxation Treaties) száma is jelentősen növekedett (2.758).

Ezen megállapodás-hálózatok vezetnek el a későbbiekben egy-egy régió még mélyebb szintű integrációjához, amely először szabadkereskedelmi megállapodásokhoz és egyéb komolyabb szintű (pl. valuta unió) együttműködéshez. Erre láthatunk példákat a latin-amerikai, valamint a dél-ázsiai térségben.

Megfigyelhettünk azonban – főként a fejlett világban található országokban – olyan folyamatokat is, amelyek különböző nemzetgazdasági érdekekre hivatkozva protekcionista, piacvédő intézkedéseket vezetnek be. Az Egyesült Államok például a saját nemzetbiztonságára hivatkozva tilt meg rendszeresen akvizíciókat. Ezek főként az infrastruktúra és az olajipar területén létre hozandó vállalti fúziókat és vállalat felvásárlásokat érintik. Hasonló módon jár el formálisan vagy informálisan az Európai Unió több tagországa is. A protekcionista gazdaságpolitikában élen járó Franciaország például 2005 nyarán olyan javaslatot terjesztett az EU döntéshozói elé, amelyben azt javasolja, hogy olyan módon kell az EU tagországainak eljárni a külföldi működő tőke esetében, mint azt a küldő ország jogrendjében alkalmazzák a tőkeimport (UNCTAD 2006 WIR) vonatkozásában.

A liberalizált tőkeáramlással kapcsolatos aggályok lépten-nyomon tapasztalhatók, mind a politikai döntéshozók, mind egyre több civil szervezet (pl. ATTAC) részéről.
A mára nem csupán elszigetelt jelenségek mögött a nemzetgazdasági kereteket szétfeszítő globalizáció ellenes csoportok komoly befolyásra tettek szert az utóbbi időben.

A nemzetközi tőkeáramlás szabadságát megregulázni hivatott javaslatokkal is előálltak (Howard M. Wachtel 2004):

- Tobin adó – a közvetlen külföldi beruházások megadóztatását szorgalmazó sikertelen törvényjavaslat (USA),
- Univerzális adó – minden nemzetközi pénzügyi tranzakció után kivetendő adó,
- Tranzakciós adó – olyan befektetéseket adóztatná meg, amelyeket rövid távra fektetnek be, majd kivonnak az adott országból.

A fenti elképzeléseket Keynes "A részvényvásárlás egy életre szóló házasság aktusa kell, hogy legyen" naivnak tűnő gondolata vezérli.
A nemzetközi tőkeáramlás, – mint a fentiekből kitűnik – megállíthatatlanul fejlődik, saját, belső logikája mozgatja. Szabályok és keretfeltételek megalkotásához globális konszenzus szükséges. Ennek eléréséhez szükséges közös politikai akarat jelenleg nem tűnik reálisnak.

I.6. A tőkeáramlás motivációja

I.6.1 A tőkekivitel főbb indokai és elméletei

A tényszerű információk, statisztikai adatok mellett meg kell vizsgálni azokat a tényezőket, amelyek a működő tőkekivitel alakulását és folyamatos bővülését magyarázzák. Ennek érdekében célszerű áttekinteni a tőkekivitelre vonatkozó fontosabb elméleti modelleket.

I.6.1.1 Dunning eklektikus elmélete

A hetvenes években született meg Dunning ún. eklektikus elmélete, a Dunning-féle OLI (Ownership-Location-Internalization) paradigma, amely megkísérli, hogy a működő tőke áramlást legjobban magyarázó elméleteket egybeolvassza. Ez az elmélet három csoportba gyűjti azokat az indítékokat, amelyek egy vállalatot külföldi működő tőke befektetésre késztetnek. Ezek mindegyike abból fakad, hogy egy terjeszkedni készülő vállalat valamilyen szempontból előnyben van mind a célország vállalkozóival, mind az oda exportáló vállalkozókkal szemben.

A stratégiai helyzetelőny forrásait Dunning három csoportba sorolja:

- A ***tulajdonosi előnyök*** a vállalkozás azon termékeit, termelési eljárásait foglalják magukba, amelyekkel más cégek nem rendelkeznek, mert azok vagy jogi védelem alá esnek, vagy másik vállalkozás nem képes azok előállítására (pl. szabadalom alá eső termékek, márkanév). A tulajdonosi előny tehát már akkor a vállalat birtokában van, amikor még nem döntött a külföldön történő közvetlen befektetésről.

- Az ***elhelyezkedési előny*** csak akkor áll a vállalat rendelkezésére, ha a külföldi közvetlen tőkebefektetést végrehajtotta. Ha a fogadó országba csak magas szállítási költséggel lehet exportálni, vagy a fogadó ország hatóságai a belső piac védelmében importkvótákat vagy magas importvámokat tartanak fenn, akkor előnyösebb lehet a helyszínen termelni, mint exportálni. Elhelyezkedési előnyöket biztosít az olcsó termelési tényezőkhöz való hozzáférés (alacsony bérköltségek, jó nyersanyag- és energiaellátottság). A szolgáltatást nyújtó társaságoknál a piachoz, illetve a fogyasztókhoz való közvetlen kapcsolat lehetősége is idesorolható. Az alapvetően szolgáltatásokat nyújtó vállalatok külföldi működő tőke befektetésről való döntéseiben ez döntő szempont lehet, miután a szolgáltatások egy jó részét csak azok előállításának helyszínén lehet értékesíteni.

- Végezetül az ún. ***internalizációs előnyök*** szólnak egy cégnél külföldi működő tőke befektetésről való döntés mellett. Az internalizációs előnyök azt a pótlólagos költséget kompenzálják, hogy a licenc (közös vállalat) helyett a szóban forgó vállalat mégiscsak közvetlen megjelenés mellett dönt az adott piacon, nem sajnálva az óhatatlanul felmerülő fix költségeket. Ha egy cégnek mind a tulajdonosi, mind az elhelyezkedési előnyei jelentősek lennének a célpiacon megvalósítandó esetleges működő tőke befektetésben, még mindig felmerül annak lehetősége, hogy jelentős fix költségek megspórolásával inkább licenc útján, egy az adott piacon belföldinek számító vállalaton, vagy az adott

gazdaságban belföldinek számító vállalattal alkotott közös vállalaton keresztül lássa el abban az országban termékének fogyasztóit.[9] (Oszlay 1999)

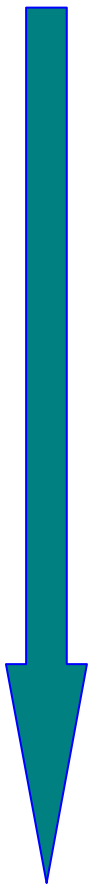
Upsala-modell

A működő tőke kivitel magyarázata során fontosnak tartom bemutatni a nemzetköziesedés folyamatát leíró ún. Uppsala-modell ismertetését (Antalóczy-Éltető 2002[10]). Ezen modell szerint a cégek különböző szakaszokban nemzetköziesednek. A nemzetköziesedés gyakorlatilag nem más, mint a vállalatok nemzetközi üzleti tevékenységben való részvétele. A legkülönfélébb műveleteket foglalja magába, az exporttól és importtól a nemzetközi szövetségeken keresztül egészen a külföldi működő tőke befektetésekig. A „kifele irányuló" nemzetköziesedés az elméleti szakirodalom szerint négy fokozaton keresztül valósul meg. Ezek a fokozatok időben egymásra épülnek, lépésről lépésre követik egymást és számos fokozatra, ügylettípusra bonthatók. Az első periódus az exportálás, a második szakaszban értékesítési vállalatok alapítására kerül sor külföldön, a harmadik szakaszban licenc- vagy alvállalkozói szerződések köttetnek, a negyedik szakaszban pedig a vállalat külföldi termelő-leányvállalatot alapít.

[9] Ha egy külföldi cég a külföldi termelés beindításához szükséges költségek elkerülése céljából licenc-jellegű megállapodást köt a célpiacon belföldinek számító vállalattal, akkor nagy részben fel kellene fednie termékének jellegzetességeit, termelési eljárásainak részleteit. Ezzel azonban jelentős kockázatot vállal fel, ami leginkább a megbízó-ügynök között felmerülő ún. erkölcsi kockázathoz hasonlatos. Ezt a kockázatot a multinacionális vállalatok legnagyobb része nem vállalja fel, ezért az internalizációból (vagyis az „ügynök" kihagyásából) származó előnyök a leghangsúlyosabban járulnak hozzá egy külföldi működő tőke befektetés melletti döntéshez.

[10] Johanson–Vahlne (1977), Luostarinen (1978) alapján

3. számú táblázat – A kifelé irányuló nemzetköziesedés fokozatai



Fázisok	A nemzetköziesedés fokozatai
I.	***Áruexport*** ❖ közvetett export ❖ közvetlen export ❖ saját export
II.	***Külföldi értékesítő leányvállalatok létesítése*** ❖ kereskedelmi irodák ❖ konszignációs raktárak ❖ szolgáltató leányvállalatok ❖ értékesítő leányvállalatok
III.	***Licenc-, egyéb (al)vállalkozói szerződés*** ❖ licenc-értékesítés ❖ franchise ❖ alvállalkozói szerződés ❖ kooperáció
IV.	***Külföldi termelő leányvállalat létesítése*** ❖ összeszerelő leányvállalat létesítése ❖ termelő leányvállalat

Forrás: *Luostarinen (2000) alapján részben Antalóczy saját összeállítás (Antalóczy 2001)*

Ami a magyar vállalatokat illeti, az általános tendencia a fentebb említett nemzetköziesedés szakaszainak betartása. Az első lépés általában képviseleti irodák, raktárak nyitása külföldön (ez több esetben már a hetvenes-nyolcvanas években megtörtént). Mindez segít a célországgal kapcsolatos információk gyűjtésében, a szabályozórendszer megismerésében, a piaci igények felmérésében. Ezek után a következő lépés a kereskedelmi, majd termelő-leányvállalatok létrehozása. A szakaszos külföldi jelenlétre jó példák a gyógyszergyárak. (Antalóczy-Mohácsi-Voszka 2000).

A nemzetköziesedés fenti szakaszolását azonban több szempontból kritika érte. A legfontosabb szempont a szakaszok sorrendje: a vállalatok megmaradhatnak egy bizonyos szakaszban, vagy át is ugorhatnak szakaszokat, illetve meg is fordíthatják a sorrendet valamilyen külső vagy belső ok miatt. A nyolcvanas években több vállalkozás korábban kezdett el külföldön értékesíteni és befektetni, mint más, hasonló társaik. Az ilyen

„koraérett” nemzetköziesedés részben a multinacionális cégekhez való beszállításnak, részben a termékdifferenciálásnak, részben a vállalatvezetés tapasztaltságának köszönhető.

I.6.1.2 Froot és Stein modellje

Froot és Stein modelljében kijelenti, hogy bizonyos várakozások alapján a befektető társaság egyszerűen meghozza a beruházási döntést, ezáltal létrejön a termelő egység. A várakozások megváltozásának hatása a külföldi működő tőke befektetések ciklikusságát idézi elő, hiszen kedvező változások hatására a vállalatok előrehozzák beruházásaikat, míg kedvezőtlen környezetben elhalasztják azokat. Az elmélet szerint mivel a létrehozott leányvállalat bevételei és költségei is nagyrészt az adott ország devizájában merülnek fel, az árfolyamkockázat csak a repatriált profitokat érinti. A külföldi működő tőke beruházás előnyt élvez a portfolió-befektetésekhez képest, hiszen az árfolyam és egyéb külső kockázati tényezők pozitív korrelációban állnak a befektetés volumenére nézve, addig a kapcsolat a portfolió-beruházások esetén épp negatív.

I.6.2 Tradicionális elméletek

I.6.2.1 Tőkearbitrázs elmélet

Az elmélet a portfólió-befektetésekhez hasonlóan az alábbi feltételezéseket alkalmazza.

A magas tőkeellátottságú, alacsony tőkeköltséggel rendelkező országok vállalatai gyengébb tőkellátottságú, de magasabb tőkehozadékú biztosító országokba telepítik termelésüket. Az arbitrázs kiegyenlítődést hoz létre, amely egy idő után logikusan a folyamat leállítódásához vezet. A portfolió tőkéhez való hasonlítás ezen módja rossz következtetések levonásához vezet a működő tőke ugyanis természetéből fakadóan másképp viselkedik napjainkban. A kiegyenlítődés csak szerény mértékű és csak bizonyos országok, országcsoportok esetében következik be. (a szerző)

I.6.3 Fázis-modellek

Az érintett országok és vállalatok eltérő fejlettségi szintjének következtében a tőkeáramlások különböző szintjei figyelhetők meg.

I.6.3.1 Vernon termékciklus-hipotézise

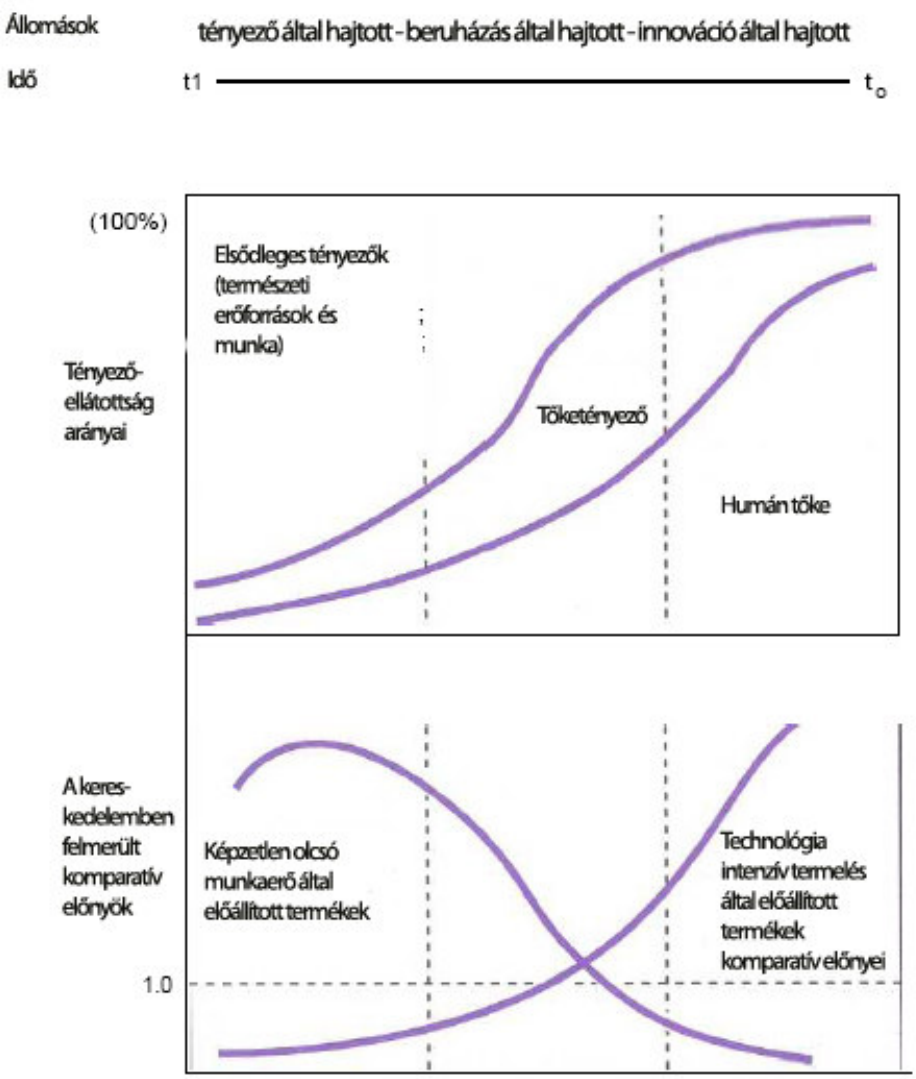
Az innováció által létrejött új termék csak egy rövid ideig jelent versenyelőnyt az adott terméket gyártó vállalat számára. A piacon megjelennek hasonló termékek, konkurenciát jelentve az első gyártónak, ugyanakkor a gyártás standardizálódik és ugyanolyan termelési eszköz költségszint mellett már nem jelent elegendő előnyt. A következő fázisban a gyártó részegységek, ill. alkatrészek gyártását helyezi külföldre csökkentve ezzel gyártási költségeit (pl. olcsó munkaerő). Ez szerinte a tőkeáramlás motivációja.

I.6.3.2 Ozawa fázis modellje

Az elmélet szerint két fázisra bontható a működő tőkeáramlás:

(i.) olcsó termelési tényezők utáni kereslet (fejletlenebb országok irányába),

(ii.) piac kereső működő tőke áramlás (fejlettebb országok irányába).



3. számú ábra

Beáramló FDI	Tényező kereső	Piac kereső	Piac/technológia kereső
Kiáramló FDI	Kereskedelem támogató, erőforrás kereső	Alacsony költségű munkaerő kereső	Piac/technológia kereső, többletprofit befektetés

Forrás: Ozawa 1992. Foreign Direct Investment and Economic Development. Transnational Corporations (1) No. 1. www.unctad.org/en/docs/iteiitv1n1a1_en.pdf

I.6.3.3 Oligopolisztikus versenyhelyzetekkel foglalkozó iparági szervezetek elmélete (Theory of industrial Organisations)

A vállalati befektetési döntéseket stratégiai megfontolások mozgatják. Helyzetüket meghatározó döntéseik, (mint pl. külföldi működő tőkebefektetés) versenytársaikkal szembeni piaci pozíciójuk értékelésének folyamatos eredményként születnek.

Az oligopolisztikus verseny a fejlett piacok jellemzője, így ez magyarázatot nyújt arra, hogy miért a fejlett piacok között a legnagyobb a tőkeáramlás.

I.7. Evolúció vagy optimalizáció a tőkeáramlás?

A tőkeáramlás korábbi elmélettörténetének kutatói sorra azon a gondolati síkon mozogtak, mint ami a XIX. század egyéb tudományos területein végbement. Darwin óta a szerves, evulatív fejlődést szem előtt tartó közgazdasági irányzatokhoz kapcsolódó elméletek uralták a közgazdaságtan ezen területén dolgozók fő gondolati irányát is.
Az evolúciós elméletek viszont soha nem tudtak mit kezdeni olyan részterületekkel, amely például azt taglalja, hogy ma miért nem változik a tőkeáramlás iránya pl. az USA vagy esetleg az EU esetében, amikor is a tradicionális elméletek alapja az, hogy a tőkeáramlás a fejlettebb területek felől a fejletlen gazdasági térségek felé áramlik.
Miért nem ismétlődik meg az az USA-ban a XIX. század végén és a XX. század végbement fejlődése a világ jelenleg fejletlenebb országaiban. Miért csak néhány szerencsés ország (pl. Kína) az, ahol a tőkebeáramlás nem jár egyenlőre a teljes ország lerablásával, mint ahogy ez az észak afrikai vagy esetleg az arab kőolajtermelő országok esetében a 60-as, 70-es években történt.
Ami azt jelenti, hogy a főbb irányvonalak ugyan az evolúció egyes jellemzőit mutatják, a háttérben viszont egy egész más erő mozgatja a tőkeáramlást.
Ez az optimalizáció, amit hogyha a fontos jellemzőnek kiálltunk ki, egész más megvilágításba kerül egy sor motivációs tényező.
Az optimális megoldások ugyanis nem csupán gazdasági szempontokat jelenthetnek.

I.7.1 Nem optimális döntések

Néhány példa a gazdasági optimalizáción kívül eső területekre:

I.7.1.1 Aszimmetrikus fejlődés

Cél lehet az aszimmetrikus fejlődés fenntartása azon államok számára, amelyek jelenleg jóval nagyobb részesedéssel rendelkeznek a világ szűkös javaiból, mint azt népességük

vagy akár területük indokolná. E törekvés megítélése nem erkölcsi kérdés, hanem gazdasági. A jelentős gazdasági érdekérvényesítő képességgel rendelkező államokban ez természetes és elfogadott szemlélet. Nemzeti gazdaságpolitikájuknak ez az egyik fő konszenzuson alapuló iránytűje.

I.7.1.2 Aszimmetrikus információáramlás

A multinacionális társaságok – lévén ők is a fejlett világ részvénytulajdonosaik érdekeit képviselik – célja az, hogy az információáramlás aszimmetrikus legyen, tehát a technológiai és fejlesztőközpontok az anyaországból irányítsák az esetleg a fejlődő országokba kihelyezett gyártókapacitásaikat. A technológiai transzfert a benne lévő információk miatt egyirányúsítják, a periférián feltűnő innovációt gyorsan a döntéshozó központhoz kanalizálják.

A külföldi leányvállalatokhoz telepített technológiák önálló piaci tevékenységre nem alkalmasak. Az eljárások és technológiák a piacon vagy eladhatatlanok, vagy nem akarják ezeket értékesíteni.

Innovatív késztetés nem tanulható és nem tanítható a külföldi működő tőke-befektetési védekezés a versenyképesség erodálódása ellen új stratégiák a felzárkózó országok számára (Svetlicic 1998) Ennek ellenére az innováció fő iránya nem kizárólagosan a centrumtól a periféria felé mutat! A végeken születő újdonságok a kényszer szülte megoldáskeresés termékei, és a fejlett országok adszorpciós képességén múlik, hogy az adott ország fejlődése mennyit profitál az ott születő új gondolatokból. A jelenlegi helyzetben az innovatív gondolatok megalkotói még csak a központban tudnak karriert csinálni, de az informatika kiteljesedésével a helyhez kötöttség eltűnik.

I.7.1.3 Politikai hasznosság

A nemzeti kormányokat adó pártok érdekeltek a választási eredményeik optimalizációjában, ami jelentősen deformálja a gazdaságilag racionális vállalkozói környezet létrehozását. Egy Németországban 1990-ben megjelent tanulmány (Wallraff) már rávilágít arra a politikai törekvésre, ami ezt „a munkanélküliek szavazatainak

meghódításáért semmi sem drága” (korlátlan környezetszennyezés – munkahelyteremtő beruházásért cserébe) gondolkodásmódot igazolja.
Az önkormányzatokat és a központi kormányzatokat ilyen módon befolyásoló érdekek nem mindig találkoznak a soron következő választásokon megnyilvánuló népakarattal.

I.7.1.4 A szürke és feketegazdaság befektetései

A államok és adóhatóságaik által nem látható rejtett gazdaság szereplői által termelt jövedelem is befektetéseket keres. A befektetések útja elágazhat. Vagy visszaforgatják a szürke szférába vagy tisztára mossák és úgy kerül be az ellenőrzött csatornákba. A visszaforgatott tőkeáramlást nem ismerjük. A tisztára mosott vagyonokat viszont hatalmas tranzakciós költségek terhelik. A világgazdaságban tisztára mosott tőkék költsége elérheti a teljes összeg 25-30%-át.
Jó példa erre néhány kelet-európai rendszerváltó ország (Románia vagy Oroszország), ahol a „off shore” államokból érkezett beruházások (pl. Ciprus, Svájc stb.) a külföldi befektetői rangsorban az első öt legnagyobb között szerepel (Unctad WIR 2004).

I.8. Saját következtetések

A fent leírt elméletek mind különböző aspektusból vizsgálják a működő tőkeáramlás motivációit. Az általánosan elfogadott Dunning féle OLI elmélet jól összegzi a legfőbb tényezőket, amelyek előnyt biztosítanak a befektetőknek. Ezek után pedig ki-ki az általa legfontosabb tőkeáramlási előnyt kiemelve nyújt képet a befektetői motivációról. A működő tőke sokat emlegetett *semleges* és *objektív* áramlása nem modellezhető egyszerűen. A disszertációm annak a vizsgálatát szeretné adni, amelyben a részterületekre jellemző lehet a tőkeáramlás fő irányaitól való eltérés is.

Motiváció szempontjából rendkívüli fontossága lehet egy-egy új befektetés szempontjából az ***új tőkeforrás központok létrejöttének, a tőke befektetések adminisztratív korlátozásának, eltérő gazdasági fejlettségű területeken meglévő kulturális azonosságoknak, valamint vallási, etikai befektetési-koordinációknak.***

II. A NEMZETKÖZI MŰKÖDŐ TŐKE ÁRAMLÁS ALAKULÁSA

A külföldi közvetlen működő tőke befektetés körébe azok a tőkebefektetések tartoznak, amelyekben egy adott gazdaság befektetője egy másik gazdaság gazdálkodó egységében tartós érdekeltséget szerez, a vállalatirányításban pedig effektív részvételét feltételezi. Mindkét kritérium: a hosszú távú érdekeltség és a vállalatirányítás jelentős mértékű befolyásolása egyaránt fontos. Ez tehát azt jelenti, hogy a befektető stratégiailag gondolkodva és tevékenykedve, közvetlenül is részt vesz a befektetése hasznának kitermelésében.

A vállalatirányításban való meghatározó szerep értelmezése kissé nehéz, és nemzetközileg nem is egészen egységes. Általában a 10 százalék, vagy az azt meghaladó tulajdoni arányt jelentő befektetést tekintik ilyennek, s ezt a mértéket alkalmazza a Magyar Nemzeti Bank is statisztikáiban. Ez a befektetés azonban többféle formában is megvalósulhat: befizetett alaptőke (alapításkor vagy tőkeemelésként), valamint a 10 százalék feletti tulajdoni részt megtestesítő értékpapírba történő befektetés, az anya- és leányvállalatok közötti hitelnyújtás, újra befektetett jövedelem, továbbá az ingatlanbefektetés és a fenti mértékű tárgyi apport. (ITDH 2002)

Nem tartozik az FDI körébe az úgynevezett portfolió befektetés (jellemzően pénzügyi, gyakran spekulációs befektetés), valamint a nemzetközi (államközi) hitelnyújtás és segélyezés (támogatás), ezért ezek nem is képezik a dolgozat tárgyát.

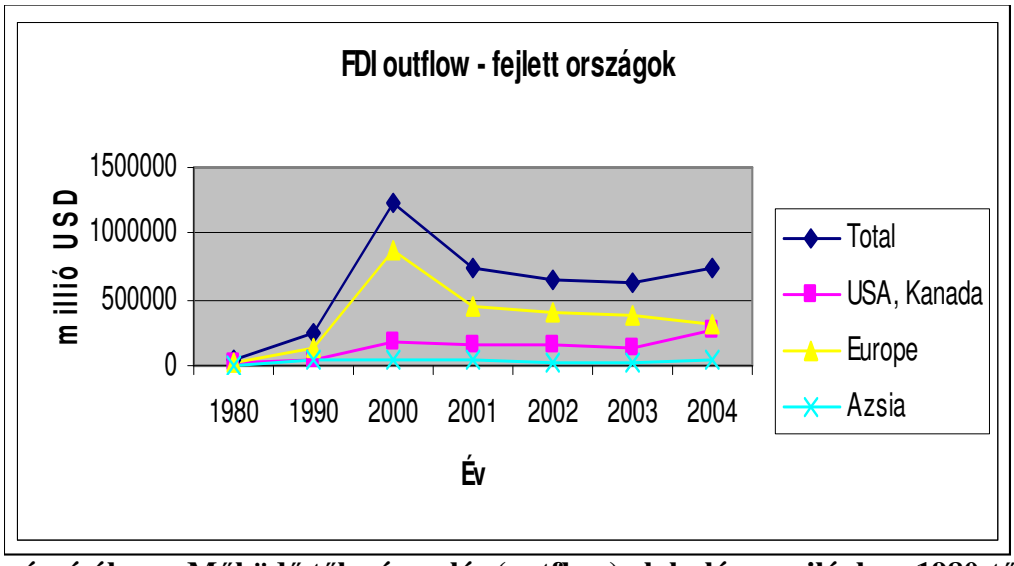
II.1. A világ működő tőke áramlása napjainkig

Az 1980-as évek közepétől kezdődően egyre inkább meghatározó szerepet tölt be az FDI a világgazdaságban. Növekedési üteme és jelentősége meghaladja mind a világkereskedelem, mind a nemzetközi pénzügyi műveletek bővülését és jelentőségét. Mindez azt is jelenti, hogy az FDI vált egyre inkább a világgazdaság motorjává, s egyre meghatározóbb szerepet tölt be a világgazdaság integrációjában, azaz a globalizációban.

1970-ben a világgazdaságban áramló működő tőke 12 milliárd dollár volt. 2000-ben ennek az értéknek már 118-szorosa, de az 1980-ban mértnek is 27-szerese, sőt 1990 és 2000 között hétszeresére nőtt a működő tőke nemzetközi áramlása. Ennek alapján elmondható, hogy a működő tőke befektetések növekedési üteme jelentősen – az elmúlt tíz évben mintegy háromszorosan – meghaladja a nemzetközi kereskedelemét.

Ez a fejlődési ütem, kisebb ingadozásoktól eltekintve (pl. ázsiai, orosz, majd a latin-amerikai válság) alapvetően egyenletesen gyorsuló volt, azonban 2001-ben – a gazdasági recessziónak köszönhetően – jelentős mértékű visszaesés tanúi lehettünk.

A következő grafikon a működő tőke kiáramlás alakulását mutatja be a világ különböző fejlettségű területein.

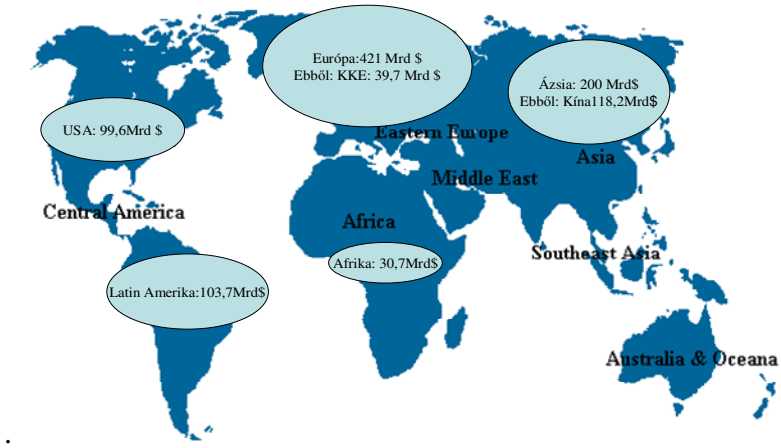


4. számú ábra – Működő tőke áramlás (outflow) alakulása a világban 1980-tól napjainkig (m $)

Forrás: UNCTAD WIR2006

A működő tőke nemzetközi áramlásának a grafikonon bemutatott 24 éve négy szakaszra tagolható. 1980-től 1986-ig a növekedési ütem meglehetősen alacsony (az éves átlagos növekedés 10,7 %). Az ezt követő második szakaszban, a 80-as évtized második felétől kezdődően a működő tőke áramlás dinamikus növekedésbe kezd (ekkor az átlagos növekedési ütem 19,3 %). A harmadik szakasz 1997-ben kezdődik. Rövid idő, mintegy három év alatt a működő tőke kiáramlás éves átlagos növekedési üteme 46,1 % (!). Ekkor éri el csúcspontját A globális FDI-kiáramlás 1999-ben átlépte az 1.000 milliárd $ összeget. 2000-ben a növekedés lendülete nem állt meg, 1380 milliárd dollárra növekedett, elérve az áru- és szolgáltatás export értékének mintegy 23 %-át.

A negyedik szakaszt 2001-ben egy jelentős visszaesés (WTC katasztrófa és az azt követő bizonytalanság, "tech" szektorban kialakult "buborék") követi. 2001-ben a működő tőke kivitel 620 milliárd dollárra, az előző évi mintegy felére esett vissza. Tíz éve először fordult elő, hogy csökkent a tőkeáramlás összege.



5. számú ábra – Működő tőke beáramlás régiónként 2005-ben
forrás: UNCTAD World investment report 2006)

A működő tőke áramlás a 2001-ben bekövetkezett visszaesést (2000-ben még 1,380 mrd $) mind a mai napig nem heverte ki. De a 90-es évek végéhez hasonlóan ismét dinamikus fejlődést tapasztalhatunk (2004-ben 27%-os 2005-ben 29%-os növekedés).

A működő tőke áramlás nagyságrendje 2005-ben elérte 916 Mrd $ értéket. A tőkebeáramlás (inflow) oldaláról a 2005-ös évben a korábbi évekhez hasonlóan a fejlett országok tudhatják magukénak a legmagasabb arányt (542 Mrd $), miközben százalékosan kifejezve a legmagasabb fejlődési ütemet a fejlődő országok mutathatták fel (334 Mrd $).

A tőkebefektetések a 2001. évben tapasztalható visszaesés időszakában egyéb, biztonságosabb befektetéseket kerestek és találtak. Példa erre az ebben az időszakban megélénkült ingatlanpiaci kereslet az Egyesült Államokban

A működő tőkeáramlásból az alábbi táblázat által bemutatott módon részesülnek a világ fejlettség alapján meghatározott régiói:

4. számú táblázat – Befektetések fejlettségi régiónként

Országcsoportok	%
Fejlett országok	59
Fejlődő országok	36
Kelet és Dél-Európa & FÁK országok	4

Forrás: UNCTAD World Investment Report 2006

A fenti trendek mellett az is kimutatható, hogy a növekvő FDI-áramlás nagymértékű koncentrációt takar. Mindössze tíz országból származik mintegy 80 százaléka, s a fejlett országokból csaknem 92 százaléka. Azt is tudni kell a folyamatok megértéséhez, hogy az FDI meghatározó hányada a fejlett világon belül mozog (60-70%). Fő fogadó az Európai Unió, s az Egyesült Államok – egyébként hanyatló teljesítményével – még mindig az előkelő helyen áll a tőkebefogadók listáján a maga 99,6 milliárd dollárjával. Általában is jellemző, hogy az Egyesült Államok és az Európai Unió a legnagyobb működő tőke forrás egymás számára.

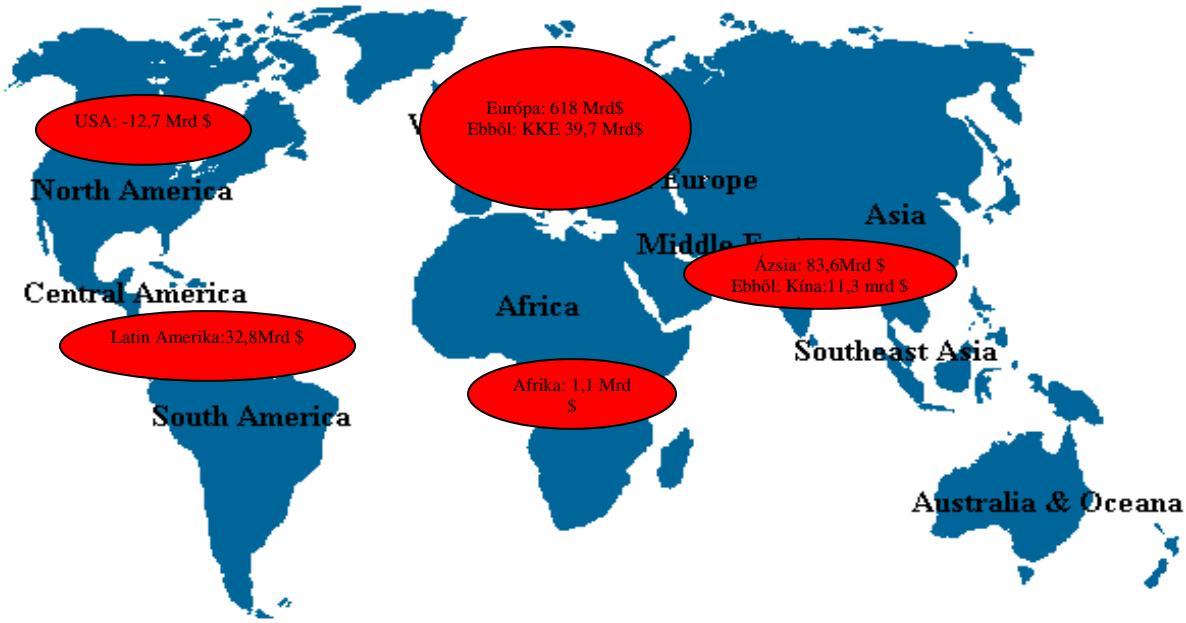
A világ legnagyobb tőkeimportőr országai az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság. Az elmúlt három évben meghatározó tőkeexportőrré vált Belgium és Luxemburg, tekintettel arra, hogy számos befektető és befektetési alap Luxemburgot választja székhelyéül.

Az öt legnagyobb tőkekihelyező, illetve tőkebefogadó országot 2005-ben a következő táblázat tartalmazza.

5. számú táblázat – Tőke beáramlás, kiáramlás 2005-ben

Unctad World Investment Report 2006 alapján saját kigyűjtés

Inflow 2005		**Outflow 2005**	
Országok	*Összeg (Mrd $)*	*Országok*	*Összeg (Mrd $)*
Egyesült Királyság	165	Hollandia	119
Egyesült Államok	99,6	Franciaország	116
Kína	60	Egyesült Királyság	101
Franciaország	58	Japán	44
Hollandia	42	Németország	43



6. számú ábra – Kihelyezett működő tőke régiónként 2005-ben
(csak a jelentősebb régiók)
Forrás: UNCTAD World Investment report

II.2. A Merger&Aquisition (M&A)

A határokon túlnyúló befektetéseket jelentős mértékben (63%) a M&A tranzakcióknak köszönhetjük. M&A ügyletek keretében 776 Mrd $-nak megfelelő tőkét fektettek be 6.134 tranzakcióval. Ebből 1 Mrd $-t meghaladó ügylet 141 valósult meg, ami a tőkeáramlás jelentős értékbeli koncentrálódását jelzi. Az M&A piac fontos és egyre jelentősebb szereplőivé váltak a befektetési alapok, privat equity alapok. Ennek oka a fejlett országokban kialakult alacsony kamatráták valamint a növekvő pénzügyi integráció. Az M&A tranzakciók 14,5%-át köthetjük a befektetési alapokhoz 2005-ben, miközben mindez 2000-ben még csak 8,1% volt[11].

A megtakarító és egyben kihelyező országok mellé egyre több, még fejlődő országként jegyzett állam is kezd felzárkózni.

Az alapok megjelenése a befektetési piacon ugyanakkor azt a veszélyt is magában hordozza, hogy a szakmai befektetőkhöz képest más befektetési attitűddel rendelkeznek. A portfólióbefektetők ugyanis 5-10 év közötti maximális befektetést terveznek. Azután viszont – a statisztikák szerint – átlagosan 5,5 év után értékesítik a befektetést.

Az M&A piac másik hagyományosan jelentős szereplői a transznacionális vállalatok (TNC's). Döntő többségben magántulajdonban álló több országban gyártó vagy szolgáltató bázissal rendelkező vállalkozások anyavállalatai és azok külföldi leányvállalatai (77.000) működtetik a világgazdaság egy jelentős részét befolyásuk az általuk foglalkoztatott 62 millió munkavállaló miatt is jelentős mind gazdasági, mind gazdaságpolitikai szempontból.

Jelentősnek mondható azon TNC's vállaltok köre is, amelyek mind a mai napig állami vagy közösségi tulajdonban vannak. Ezen országok közül az ázsiai Hong Kong (Kína), Malajzia, Szingapúr, Dél-Korea, és Kína is rendelkezik olyan transznacionális vállalattal, amely a Top25 TNC's listán van.

---

[11] *Global M&A's 2005 M&A Advisory Wins for International 08 December 2005*

A legnagyobb TNC's az Európai Unió, japán és az Egyesült Államok alkotta úgynevezett "Triád" országát tekinti székhelyének.

A fent nevezett "Triád" ad a 100 legnagyobb TNC közül 85-t. Öt országban (Franciaország, Németország, Japán, az Egyesült Királyság, és az Egyesült Államok) van 73 a legnagyobb 100 transznacionális vállalt közül.

A Thomson Financial (2007) kimutatása szerint május első hetének végére átlépte a kétezer milliárd dollárt (360 ezer milliárd forint) a világszerte bejelentett új M&A-tranzakciók összértéke. Ez 63 százalékos emelkedés a tavalyi azonos időszakban mért 1235 milliárd dolláros egyesülési és felvásárlási értékhez képest.

Egyedül 2007. év áprilisában 647 milliárd dollár értékű új M&A-ügyletet jelentettek be a cégek világszerte, ez minden idők havi rekordja. Az előző havi rekord 2007. év márciusában volt, 577 milliárd dollárral.

Tavaly egész évben meghaladta a négyezer milliárd dollárt a globális M&A-tevékenység összértéke; ez az eddigi éves rekord, de londoni elemzők szerint – a még mindig olcsó hitelek és a globalizációs folyamat kényszere által hajtva – 2007-ben ez is minden bizonnyal megdől.

A legnagyobb aktivitást a pénzügyi szektor mutatja, amelyben az idén eddig több mint 400 milliárd dollárnyi egyesülési és felvásárlási ügyletet jelentettek be.

A rendkívül erőteljes egyesülési és felvásárlási tevékenység ugyanakkor nem arat osztatlan sikert az elemzői körben. A Standard & Poor's nemzetközi hitelminősítő tavaly év végi londoni elemzése szerint a megállíthatatlan, adósságból fedezett M&A-hullám miatt az idén várhatóan tovább romlik az európai vállalati szektor adósminősége. A decemberi S&P-elemzés szerint az európai vállalati szektorban tavaly végrehajtott adóskockázati leminősítések 40 százaléka M&A-tranzakciókkal volt összefüggésben.

Az M&A piac lebonyolítói

Az ilyen jellegű tranzakciók első számú szervezői befektetési bankok, amelyek legjelentősebb képviselői az amerikaiak.

6. számú táblázat – Az M&A piac tanácsadói

Tranzakció szervező	**Ügyletek értéke (mrd $)**
Goldman Sachs	**847,6**
Morgan Stanley	**720,2**
JP Morgan	**679,2**

Forrás: UNCTAD.org 2007

7. számú táblázat– A világ M&A üzletei

	Üzletszám	**Érték (Milliárd $)**
1999	20.256	3120,2
2000	25.196	2902,2
2001	21.130	1605,3
2002	18.595	1129,7
2003	19.251	1227,3
2004	15.894	2366,5

Forrás: http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid

Mint a fenti táblázatból is kitűnik a Merger & Aquisition (M&A) területen is rendkívüli módon érződik a világgazdasági konjunktúra, sőt ha valamit igazán befolyásolnak a jövőbeni várakozások, akkor ez a terület talán a legérzékenyebb.

II.3. A működő tőke hatása a világban – globalizáció

A földrajzi távolságok csökkenésével, a külföldi tőkebefektetések könnyítésével – a pénzügyi dereguláció és liberalizáció hátterével –, a technológia robbanásszerű fejlődésével a kockázatok és a piacok nemzetközivé váltak. Ennek hatására a közvetlen, globális tőkebefektetések 1990-ről 2000-re, azaz 10 év alatt mintegy hétszeresére növekedtek.

Fontos jellemző, hogy míg az FDI-áramlás 1970-ben a világgazdaság GDP-jének 1 százaléka volt, addig 2000-ben már közel 4 százalékra nőtt. Látva azt is, hogy ez időszakban a világkereskedelemnek a GDP-hez viszonyított mértéke nagyjából állandó maradt, nyilvánvaló az FDI meghatározó szerepe a növekedésben, a globalizációban, a nemzetgazdaságok nemzetközi összefonódásában.

Ebben a folyamatban meghatározó a transznacionális vállalatok szerepe. A transznacionális vállalatok outputja 1998-ban a globális kibocsátás 25 százalékát tette már ki. Maguk a transznacionális vállalatok külföldi leányvállalatai adták a globális kibocsátás 7 százalékát. Részben ok, részben pedig kényszer, hogy ezen adatok hátterében számottevően az 1990-es évek közepén megindult vállalatfelvásárlási és -egyesülési hullám áll.

A működő tőke áramlás sajátos hatással van a világkereskedelem alakulására, mind annak mértékére, mind pedig struktúrájára. A kevésbé fejlett országokba beáramló működő tőke nagymértékben hozzájárul az adott célország exportjának jelentős bővüléséhez. Sokszor olyan arányban, hogy esetleges tőkekivonásuk az export teljesítmény csökkenését is okozhatja. Kínában például a multinacionális vállalatok leányvállalatai 1999-ben még a teljes kínai exportnak a 17 százalékát produkálták, 2000-ben azonban már 50 százalékát. Külön érdemes figyelmet fordítani a kínai fejlődésre, amelyet a következő alfejezet tartalmaz.

II.4. Kínai tőkeáramlás - gigantikus fejlődés

Kínában a működő tőke megjelenését először az 1978-ban meghirdetett „nyílt kapuk politikája" tette lehetővé, de egészen 1992-ig marginális szerepet játszott a gazdaságban az FDI. Dengsziao Ping liberalizációs politikája és néhány restrikció eltörlése lehetővé tette a tőke nagymértékű beáramlását, amit jól jelez, hogy 1992-93-ban 150%-kal növekedett a külföldi működő tőke befektetése értéke. A kilencvenes évek folyamatos növekedése utáni sokk nem eredményezett olyan nagy mértékű visszaesést a befektetésekben, mint az világszinten jelentkezett. Az alacsony költségű munkaerőt kereső befektetők számára jelenleg az elsődleges célpont tehát Kína lett, ahová (Hong Konggal együtt) a régió beáramló tőkéjének 64%-a (2004) került. Így a távol keleti ország a fejlődő világ legnagyobb tőkeimportőrévé vált. Az erőteljes gazdasági növekedés, a szabályozási környezet javulása, valamint bizonyos szektorok megnyitása a külföldi befektetők előtt tovább erősítette a befektetési kedvet és eredményezte az egy év alatti a kilencvenes évek elejéhez hasonlítható 150%-os növekedést. A szolgáltató szektorba érkező tőke mennyisége is rekord összegű volt (2004-ben 38 milliárd dollár).

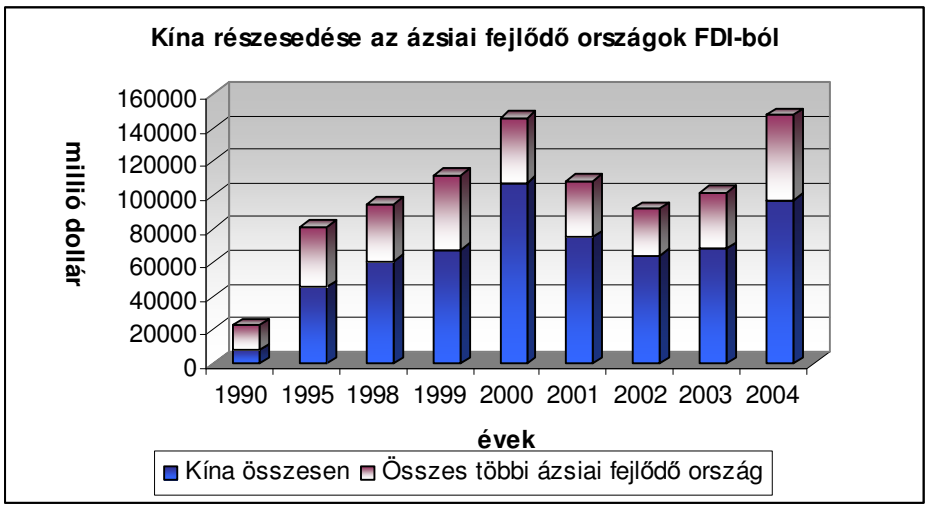
A banki és pénzügyi szektor megnyitása 3800 millió $ befektetést generált egy év alatt. A kockázati tőketársaságok egyre nagyobb és fontosabb szereplővé lépnek elő. Elsősorban úttörő szerepük és magas kockázatvállalási hajlandóságuk miatt gyorsítják az adminisztratív akadályok lebomlását, további járulékos tőkebeáramlást generálva. Jelentős összegű befektetéseket eszközöltek különféle részvényalapok.

Az FDI befektetések másik két erőteljesen bővülő része az autóalkatrész gyártás, valamint a félvezető ipar, ahol nagyberuházások által óriási termelőkapacitást hoztak létre a transznacionális vállalatok. Ezen invesztíciók a tartósan fennálló alacsony munkaerő költségekre épültek. A TNC-k a globális munkamegosztás keretén belül optimalizálják a termelésüket, így amíg a termelési tényező ára ilyen alacsony Kínában, és amíg a gazdaságpolitika egyre jobban liberalizálja a piacot, addig a működő tőke áramlani fog az országba.

A pénzügyi szolgáltatási szektor megnyitása ezért is rendkívül fontos lépés a kormányzat részéről. A felzárkózásban a pénzügyi szektor fejlettségének kulcsszerepét hangsúlyozza Hermes és Lensik [2000][12] tanulmányában. Következtetéseik szerint a gazdasági felzárkózási folyamatban kiemelt szerepe van a terület a gazdasági többi elemével legalább

[12] *Hermes N., Lensink R. [2000]: Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth. University of Groningen, SOM Theme E Working Papers, No. 27. – idézi: Sass Magdolna [2003]*

párhuzamos fejlődésének. Erre példa a kínai gazdaságban most megfigyelhető folyamat. Az országban lévő 800 milliárd dollárt kitevő beruházáshoz kapcsolódó elengedhetetlenül szükséges, minden igényt kielégíteni képes pénzügyi szolgáltató szektor kialakulása.



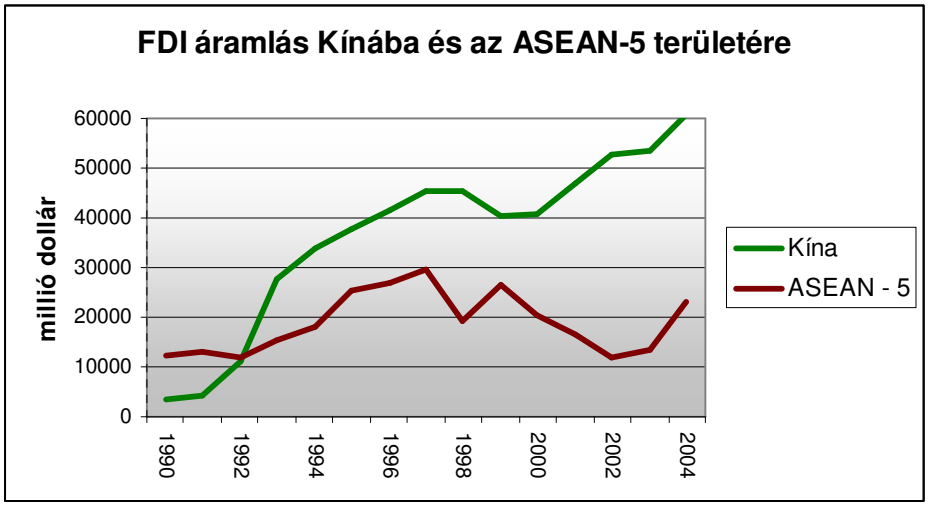
7. számú ábra

Forrás: UNCTAD FDI Database (Kína kiterjesztett értelemben Hong Kong adatait is tartalmazza)

II.5. Ellenpélda - a tőkeáramlás lassulása ASEAN-5

A távol keleti felzárkózó gazdaságokat vizsgálva is találhatunk olyan országotokat, ahol a kilencvenes évek elején a fellendülés jelentős volt, megalkották a külföldi tőke beáramlásához szükséges jogszabályokat, például Myanmarban az 1988-as Törvény a Külföldi Befektetések Szabályozásáról[13], mégsem tudtak az 1997-98-as ázsiai pénzügyi válságot követő visszaesésből gyorsan kilábalni.

[13] *ASEAN Secretariat,* www.aseansec.org*, 2005. november 10.*



8. számú ábra

Forrás: UNCTAD, FDI/TNC adatbázis (www.unctad.org/fdistatistics)

Ahogy a grafikonon is látszik, az 1998-as töréspont után folyamatos csökkenés volt tapasztalható, az első növekedést mutató év a 2003. év volt. Ugyanebben az időszakban Kína folyamatosan növekedni volt képes és 2002-ben ötször annyi tőke áramlott az országba, mint ugyanebben az időpontban az ASEAN-5 országaiba. Amíg az általam versenyképességi szempontok alapján vizsgált Szingapúr az 1988-1990-es években az UNCTAD tőkevonzási képességek szerint rangsoroló listáján az első helyen szerepelt, addig az 1998-2000-es évekre a 18 helyre szorult vissza. Ugyanez Malajzia esetén a 8. helyről a 44. helyre való visszaesést jelentette. Egy népszerű elmélet szerint az Ázsiába áramló külföldi tőke mennyisége állandó, és egy zéró összegű játékot eredményez, így az egyes országok illetve régiók csak a másik kárára képesek növekedést elérni.[14] Ugyanakkor a válság utáni évektől eltekintve a két régióban a trend megegyezik, ami nem támasztja alá a beáramló tőke meghatározottságáról szóló elmélet szigorú értelmezését.

Ha a befektetések eredetét vizsgáljuk, figyelembe kell venni azt, hogy a Kínába érkező FDI nagy része Hong Kong-on keresztül érkezik és távozik, míg az ASEAN-5 országoknál ilyen kapunak Szingapúr tekinthető, így ezen országokba érkező tőke eredetét kell vizsgálni, valamint az innen a vizsgált országokba áramló FDI-t – az adatok duplázódásának elkerülése érdekében – nem szabad teljes egészében figyelembe venni. Az ASEAN-5 országok elsődleges befektetője Japán, ahol már közel egy évtizede tart a gazdasági stagnálás, recesszió. Kína esetében a legnagyobb befektető (Hong Kongon

[14] *PERC [2001]: How Foreign Direct Investors Are Treated in Asia, No. 598.*

keresztül) az Egyesült Államok, ahol nem éreztette hatását az 1998-as ázsiai pénzügyi válság. Az adatokat megvizsgálva[15] egyértelmű, hogy az elmaradó Japán invesztíciók okozták az elsődleges visszaesést, amit a 2001-es világméretű meredek zuhanás követett, így az együttes hatás az ASEAN-5 régió ország gazdaságainak általános visszaesését eredményezte. Az EU országokból érkező éves átlagos 4 milliárd dollárt kitevő működő tőke egyenlően oszlik el a két vizsgált terület (Kína és ASEAN) között, kisebb fluktuációkkal.

Megfigyelhető tehát, hogy tőkeáramlás szempontjából is nagy jelentősége van nem csupán a célországok gazdasági helyzetének, stabilitásának, pénzügyi intézményrendszerének, támogatáspolitikájának, valamint nyitottságának az FDI irányában, hanem mindezek megléte ellenére is – a tőkegazda ország gyengélkedése esetén – tapasztalható a jelentős visszaesés. Az ASEAN-5 esetében ez a beáramló tőke eredetének túlzott egyoldalúsága is okozta, hiszen Japán volt a legfőbb befektető. Az ott történt visszaesés pedig az egész térségre hatással volt, ráadásul egybe is esett a pénzügyi válsággal. Kína esetében a beérkező tőke sokkal diverzifikáltabb, így – sok más tényező együttes megléte mellett – jobban el tudta kerülni az egy régióban keletkező krízis következményeit. Látható, hogy egy centrum ország gazdasági problémáitól elválaszthatatlan a hozzá tartozó holdudvar, ami pedig a közös érdekek mentén elinduló mélyebb gazdasági integrációs törekvéseknek nyit utat.

[15] *Pénzügyminisztérium, Japán* http://www.mof.go.jp/english

II.6. Az Európai Unión belüli tőkeáramlás

Az Európai Unió tőkeáramlása szerves és meghatározó része a világ tőkeáramlásának. Az előző fejezetben leírtak alapján megállapítható, hogy a világ tőkeáramlásának legfőbb generálói a nagy uniós tagállamok. Ezért ebben a fejezetben csak azokkal a sajátosságokkal foglalkozom, amelyeket a korábbiakban csak érintőlegesen tárgyaltam.

A befektetők körében még mindig az Európai Unió a legvonzóbb befektetési célpont. Az alábbi táblázat egy felmérés (Ernst&Young 2005) adatait tartalmazza, amelyben a legvonzóbb régiókat és befektetési célországokat rangsorolja a megkérdezett vállalati vezetők szempontjai alapján.

8. számú táblázat – Befektetési elégedettségi rangsor

Rangsor	Régiók, országok	Elégedettségi mutató
1.	Nyugat-Európa	63%
2.	Közép- és Kelet Európa	55%
3.	Kína	52%
4.	USA	45%
5.	Kanada	45%

Forrás: Ernst&Young 2005. Investment Satisfaction ranking

Regionálisan tekintve a működő tőkebeáramlást az Európai Unió 25 tagállama volt a legnagyobb fogadó országcsoport 422 Mrd $ (UNCTAD WIR 2006) értékű tőkével.

A kihelyező országok statisztikáját 2005-ben Hollandia vezeti (119 Mrd $), amelyet Franciaország és az Egyesült Királyság követ.

II.6.1 Az Európai Unió bővítésének hatása

Az Unióhoz való csatlakozás előtti két év, valamint az uniós csatlakozást is magában foglaló három, már tagként eltelt éveket vizsgáltam a három ország esetében.

II.6.1.1 Görögország példája

Görögország 1981-ben csatlakozott a Európai Gazdasági Közösséghez, akkor, amikor a világgazdasági konjunktúra valamint a nemzetközi tőkeáramlás nem mutatott kedvező tendenciákat.

9. számú táblázat – Görögország

	FDI (millió $)	
	Beáramlás (Inflow)	***Kiáramlás (Outflow)***
Év		
1979	593	-
1980	589	-
1981	**489**	-
1982	399	-
1983	423	-
Jelenleg	*≈1.200*	*≈1.000*

Forrás: Unctad: World Invest Directory 2002

A görög tőkeáramlásról, – ha nem ismernénk az akkori, általános világgazdasági környezet alakulását – azt állapíthatnánk meg, hogy nem hatott rá pozitívan a csatlakozás. Az országból külföldre befektetett tőke nagyságrendje pedig nem volt mérhető az adott időszakban.

Az ország fejlettségi szintje a csatlakozás időpontjában még nem érte el az a fejlettségi színvonalat, amelyben tőkeexportra lett volna képes.

II.6.1.2 Spanyolország példája

A következő példa Spanyolország, amely 1986-ban lett az Európai Gazdasági Közösség tagja. A görög csatlakozás időpontjához képest jóval kedvezőbb nemzetközi makrogazdasági környezet nagyban segítette a működő tőke beáramlását.
Az ország a csatlakozás időpontjában már tőkeexportra is képes volt. A jelenlegi helyzet pedig azt mutatja, hogy magasabb tőkeexporttal rendelkezik, mint amennyit fogad.

10. számú táblázat – Spanyolország

	FDI (millió $)	
	Beáramlás (Inflow)	***Kiáramlás (Outflow)***
Év		
1984	1772	248
1985	1968	250
1986	**3451**	**378**
1987	4571	745
1988	7021	1235
Jelenleg	*≈21000*	*≈27000*

Forrás: Unctad: World Invest Directory 2002

II.6.1.3 Svédország példája

Svédország 1995-ben csatlakozott az Európai Unióhoz. A táblázatban jól látható az a hatás, amelyet egy szerencsés időpontban (a világgazdasági konjunktúra szempontjából) végrehajtott csatlakozás okoz egy ország tőkeáramlásában. A beáramló valamint a kiáramló tőke mennyisége is jelentősen növekszik a csatlakozásig. A visszaesés is tapasztalható, szemben a spanyol tőkeáramlási példával, amely a csatlakozás után is megtartotta dinamizmusát.

11. számú táblázat – Svédország

	FDI (millió $)	
	Beáramlás (Inflow)	***Kiáramlás (Outflow)***
Év		
1993	3705	1471
1994	6269	6685
1995	**14939**	**11399**
1996	5492	5112
1997	10271	12119
Jelenleg	*≈13000*	*≈6959*

Forrás: Unctad: World Invest Directory 2002

II.6.1.4 Következtetések

A tőkeáramláshoz való viszonyt a fenti adatokból fakadó következtetések alapján két fontos tényező befolyásolja lényegesen.

A világgazdasági konjunktúra, valamint az adott csatlakozó ország fejlettsége. A legutóbbi bővítési folyamat különböző módon hatott és hat az új európai uniós tagokra. A világgazdasági környezet, az UNCTAD tanulmánya szerint (*FDI flows 2004*) a 2004-2007 évek dinamikája visszaállt a 2001-2003. években bekövetkezett visszaesés előtti szintre.

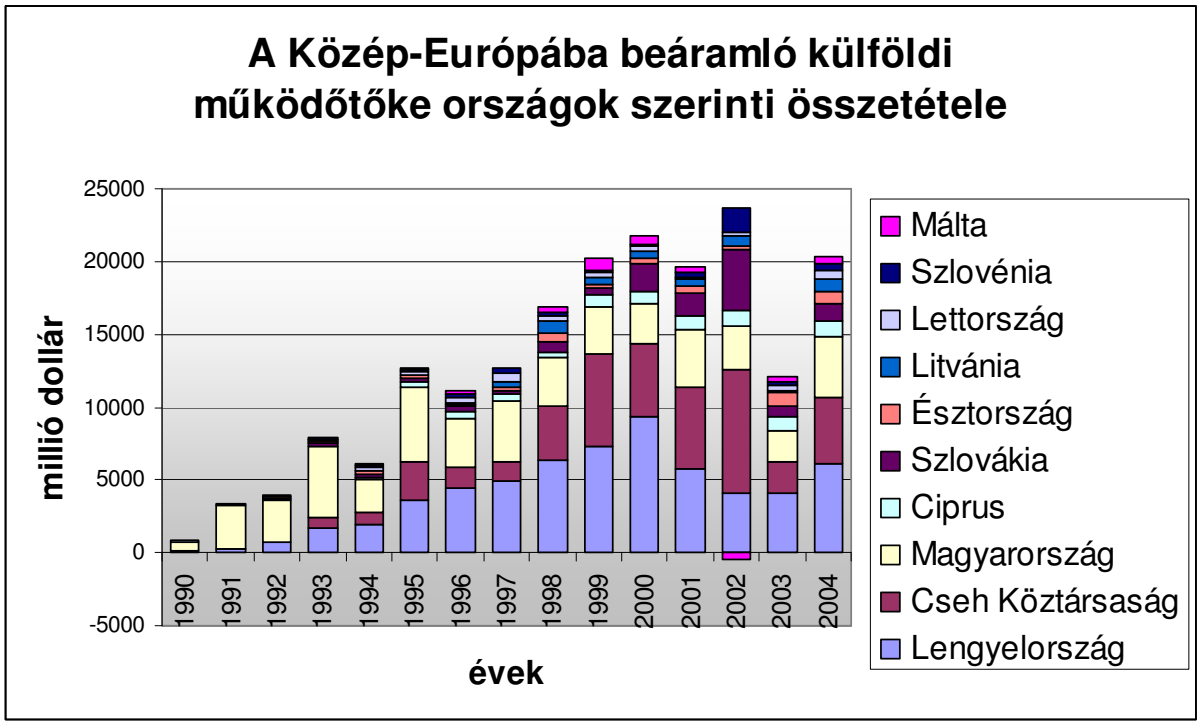
Tehát ha hihetünk a 84 szakértő által összeállított tanulmánynak, akkor a világgazdasági környezeten nem múlik majd, hogy megismétlődjön Spanyolország vagy Svédország sikeres példája, mint ahogy azt az aktuális adatok is mutatják.

Pótlólagos EU forrásra – a 10+2 ország gyakorlatilag együttes felvétele miatt – senki sem számíthatott. Az országok tőkeadszorpciós képessége viszont jelentősen eltér egymástól.

II.6.2 Közép- és kelet-európai tőkeáramlás

Az Európai Unióhoz 2004-ben csatlakozott tagállamok többsége – akárcsak az úgynevezett feltörekvő országok – tipikusan tőkében szegény gazdaságok, felzárkózásuk a globalizálódó világgazdaságban külső tőke bevonása nélkül szinte ***reménytelen*** vállalkozás.

II.6.3 Az európai unióhoz újonnan csatlakozott országok



9. számú ábra

Forrás: UNCTAD FDI Database, www.unctad.org/statistics

Az újonnan az Európai Unióhoz csatlakozó országokban a külföldi tőkeáramlás három fő szakaszra bontható:[16]

- **Első szakasz** (1989-1994): A rendszerváltás időszaka, a külföldi működő tőke beáramlás első stádiuma, 1993 végéig 13 milliárd dollárnyi működő tőke áramlott a térségbe. Ezen időszak alatt az országban lezajló változásokat folyamatosan figyelemmel kísérő és korábbi kereskedelmi vagy egyéb kapcsolatokkal rendelkező vállalatok, korai, perspektivikus befektetései, illetve a térség tradicionális befektetőinek megjelenése jellemezte. Ezek az országok piacainak legértékesebb szegmenseit kívánták mindenki mást megelőzve megszerezni. (fogyasztási javak, jelentős profitot termelő, élelmiszerek előállításával foglalkozó vállalatok) Megjelentek a magas belső megtérülési rátát megcélzó kockázati tőkebefektetések is.

- **Második szakasz** (1994-1999): A tömeges privatizáció időszaka Csehországban, Magyarországon, Lengyelországban. A különféle alapon és módszerekkel megvalósuló

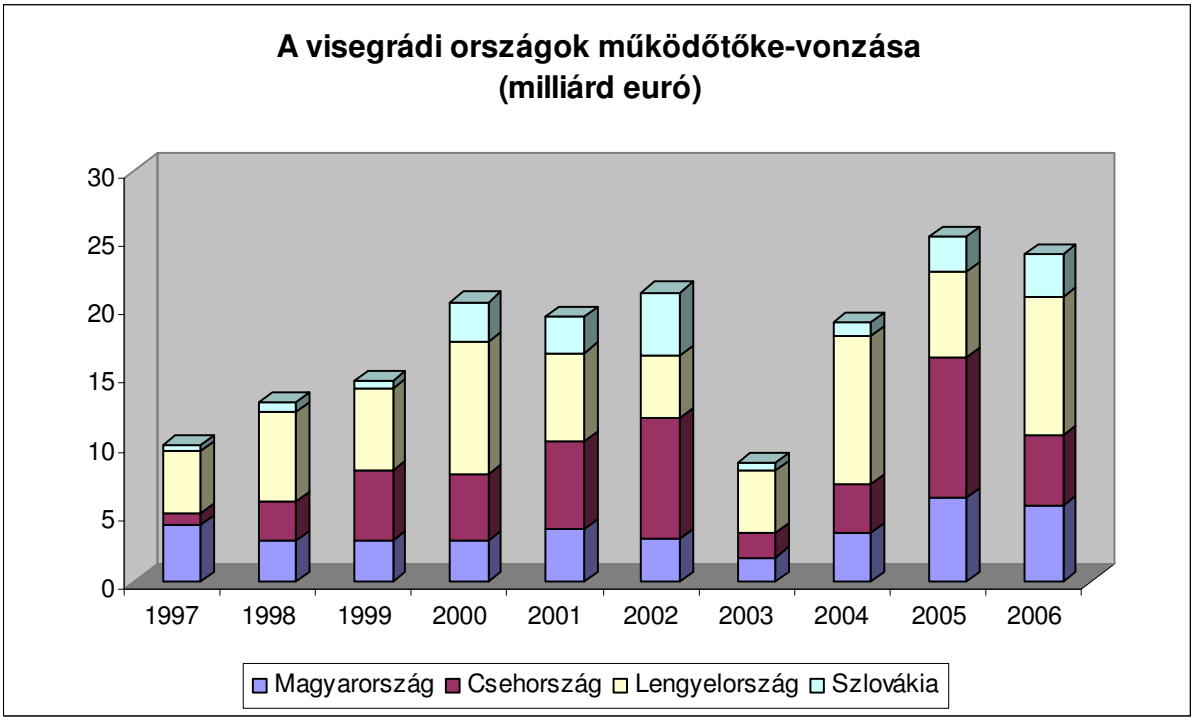
[16] *UNCTAD FDI Database, www.unctad.org*

privatizáció keretében beáramló tőke és az általuk létrehozott külföldi befektetések nagy hányada az olcsón megvásárolható, versenyképes, vagy könnyen azzá tehető, értékes vállalatokat és a belső piac megszerzését célozta meg. Emellett nagy mennyiségű tőke áramlott be pótlólagos, illetve zöldmezős beruházásokon keresztül. Összesen az időszak alatt a térségbe 60 milliárd dollárnyi működő tőke érkezett. Kiemelkedő területeken a privatizációs, pótlólagos, vagy zöldmezős beruházások révén a térség gazdaságainak lényeges szektorai integrálódtak nemzetközi társaságok termelési és értékesítési rendszerébe. Ezzel az országokat átsegítették az átalakulás nehéz időszakán, és a közé-kelet-európai gazdaságok világgazdasági integrációjához is nagymértékben hozzájárultak.

A tőkemozgások intenzitásának növekedése egyrészt az országok világpiaci nyitottságának növekedése, valamint az országkockázatok mérséklődésének volt köszönhető, valamint ez fordítva is igaz, a tőkemozgások jelentősen felduzzasztották az országok import és export forgalmának volumenét. Ennek következményeképpen a világgazdasági integráltság fokát is növelték, ami egyben a kölcsönös egymásra utaltság, és a kölcsönös függés növekedéséhez vezetett.

- **Harmadik szakasz** (2000–napjainkig): A külföldi működő tőke beáramlásának szintje egy 20 milliárd dollár körüli szinten állandósult. Az igazi változások a befektetések összetételében történtek. A kezdeti nagymértékű munkabéralapú versenyelőnyt kihasználó befektetések keletre vándoroltak, a reálbérek növekedése miatt a legalacsonyabb hozzáadott értéket előállító szektorokból több vállalat is kivonult. A legjobb példa erre az, ahogy a távol-keleti termelők konkurenciája gyakorlatilag felszámolta a közép- és kelet-európai textilipart. A társadalmi jólét növekedése, az európai integrációs folyamatban való részvétel, majd ezen államok tagsága nagyban hozzájárult a tőkevonzó képességük megőrzéséhez. Részévé váltak egy 400 millió fizetőképes fogyasztóval rendelkező egységes piacnak. A beruházók a különböző támogatáspolitikák előnyeit figyelembe véve hoztak létre új beruházásokat, valamint növelték az állóeszközeikbe fektetett pénzmennyiséget. Újrabefektették, vagy épp transzferálták a profitjukat, annak maximálására törekedve az egyes adózási és szabályozási lehetőségeket kihasználva. A statisztikák vizsgálatakor figyelembe kell venni azt is, hogy a beruházók profitjuk egy részét az adott országban újra befektetik. A reinvesztíció mértékéből következtetni lehet a befektetők elkötelezettségére, a gazdaság fejlődőképességére, hiszen nem csupán új befektetők érkeznek, hanem a meglévők is bővítik, fejlesztik helyi tevékenységüket. A gazdaságpolitikák számára fontos feladat e cégek további ösztönzése, hiszen egyre

nagyobb szerepe lesz a tőkeáramlásban az újrabefektetett profitnak, illetve a vállalaton belüli hiteleknek. Antalóczi–Sass [2002] statisztikai elemzésében láthatjuk, hogy ez Magyarország esetében is jelentős tételt képez, és ennek figyelmen kívül hagyása a valóságostól negatívabb kép kialakítását eredményezi.



10. számú ábra

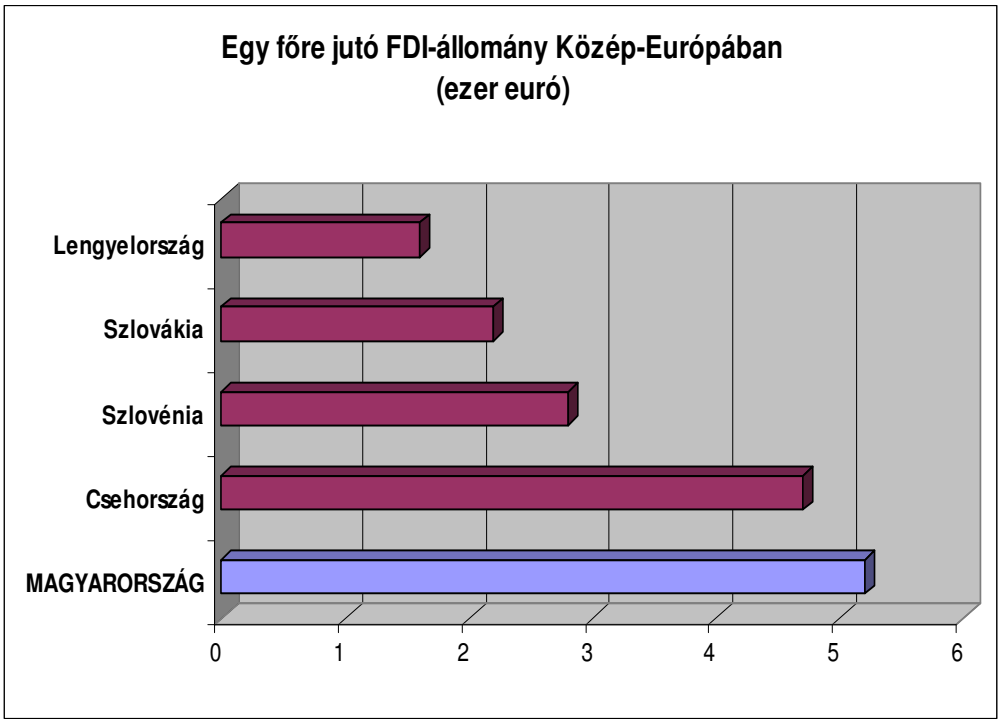
Forrás: A GKI adatai alapján saját számítások

A Visegrádi országokba áramló működő tőke teszik ki a 2004-ben felvételt nyert 10 új tagország beáramlásának rendre a 90-95 százalékát.

Magyarország a beáramló működő tőke nominális összegét tekintve 2001-2003 közötti időszakban stagnáló/romló képet mutat. A reál GDP növekedése 2000 elejétől kezdve csökkenő tendenciát mutat. A befektetői bizalom romlásához hozzájárult egyrészt a külső-belső egyensúlytalanság, valamint a monetáris hatóság hitelvesztése.

A fajlagos munkaerőköltés emelkedésének fő forrása egyértelműen a bérek erőteljes növekedése.

Mivel a környező országok együtt csatlakoztak az EU-hoz, egyszerre kellett átalakítaniuk a befektetésösztönzési politikájukat (kedvezmények, mentességek), ezért ezen a területen, a többi országhoz hasonlóan nem tudott Magyarország tartósan versenyelőnyt szerezni.



11. számú ábra

Forrás: A GKI (2005) adatai alapján saját számítások

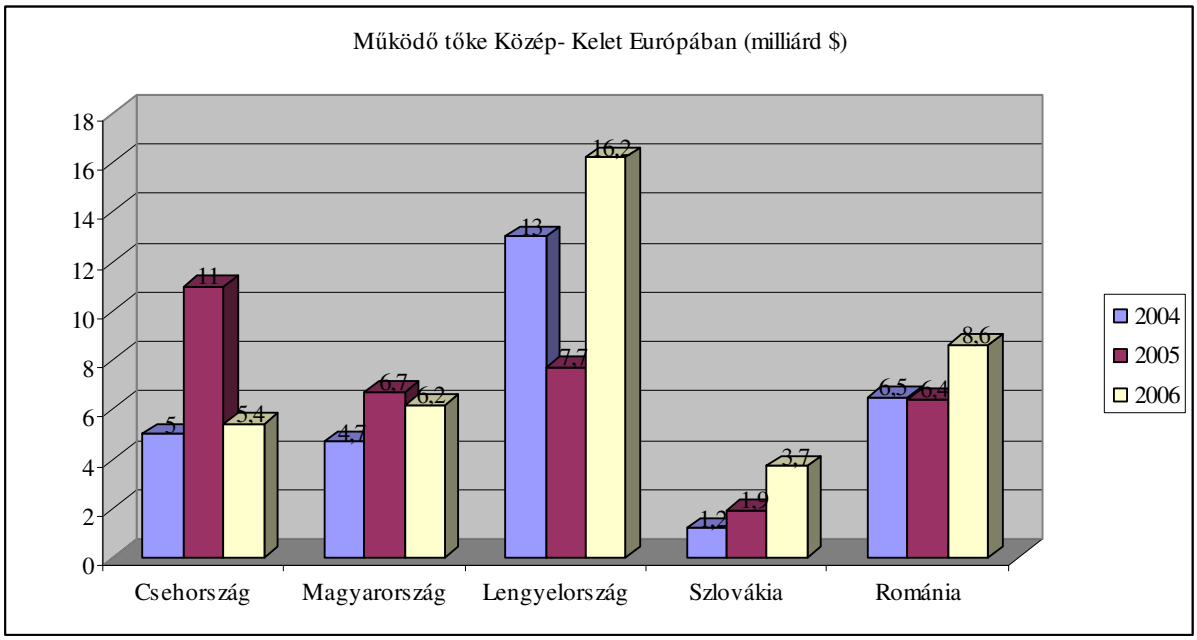
Az egy főre eső külföldi működő tőke befektetése terén Magyarország a relatív magas szomszédos országokba történő befektetések ellenére még vezeti a Visegrádi országok és Szlovénia előtt a rangsort.

Az 2004. májusában az Európai Unióhoz csatlakozott 10 új tagállamba irányuló tőke értéke 34 milliárd $ volt, ami 19%-kkal haladja meg az előző évi értéket, és rekordszintű beáramlásnak nevezhető.

A dél- és kelet európai (ideértve a FÁK országait is) tőkeáramlás dinamikája szintén rendkívül magas volt. 2005-ben az ideáramló tőke nagysága elérte a 40 milliárd $-t. A három legnagyobb működő tőke fogadó ország rendre Oroszország, Ukrajna és az akkor még csak tagjelölt Románia volt.

A külföldre történő működő tőke befektetésben is jelentős elmozdulás tapasztalható ezekben az országokban. Oroszország egyedül "felelős" 15 milliárd $ külföldi befektetésben, ami a régió FDI outflow-jának 87%.

A jelentősen megnövekedett orosz befektetői aktivitásnak a fedezetét a petrolkémiai iparban keletkezett jövedelmek jelentették és jelentik napjainkban is.



12. számú ábra

Forrás: A GKI (2007) adatai alapján saját számítások

A Közép-Kelet-Európában megvalósult külföldi tőkebefektetések a fogadó országok későbbiekben részletezett versenye valósul meg. A táblázatban szereplő országok az 1990-es „start" óta nem kerültek egy hullámhosszra. Egymástól eltérő szakaszokban, hol sikeresebben, hol kevésbé sikeresen győzték meg a befektetőket. A 2000-es években Magyarország nem tudta növelni a részesedését a térségbe fektetett tőkéből, „csak" 20 %-ot tudott megszerezni a térségbe áramló tőkéből.

Az utóbbi években mind Csehország, mind Szlovákia jelentős autóipari beruházásokat szerzett meg, amellyel jelentősen megerősítette versenyhelyzetét Magyarországgal szemben.

A visegrádi országokba 2006-ben összességében 3%-kal kevesebb tőke áramlott, mint az előző évben. Szlovákiába 96%-kal, Lengyelországba 109%-kal több, míg Magyarországra 20%-kal, Csehországba 50%-kal kevesebb tőkét fektettek.

A működő tőkeállomány abszolút összegét (stock) tekintve Lengyelország áll az élen 93 milliárd $, második Magyarország 62 milliárd $, harmadik Csehország 59 milliárd $, negyedik Szlovákia 15 milliárd $-os befektetéssel.

II.6.4 Tőkevonzó elemek

Az alábbiakban a jelentősebb tőkevonzó elemeket tekintjük át, amelyek a más és más fejlettségi szinten álló országokban különböző módon befolyásolják a működő tőke beáramlásának nagyságát és a korábban tárgyalt tőkevonzó elemekhez képest európai és azon belül közép- kelet-európai sajátosságokat mutat.

II.6.4.1 Piacszerzés

Az Európai unióba újonnan felvételt nyert 12 tagország szinte mindegyike nyitott piaccal rendelkezik a nyugat-európai gazdasági szereplők számára. Az Európai Unión kívüli tőkebefektetők főként amerikai befektetők aktivitása fokozódhat ezen a területen, de ez már nem befolyásolja a működő tőke beáramlását, hiszen a tulajdonosok nem a helyi gazdaságokban cserélik ki tőkéjüket és piaci részesedéssel rendelkező cégeiket.

II.6.4.2 Zöldmezős beruházások

A térség országai között jelentős eltérés mutatkozik a zöldmezős beruházásokat illetően. Példa erre Szlovákia, ami az utóbbi időszakban hozza be azt a Visegrádi Csoporthoz képest bekövetkezett lemaradást, amit a 90-es évek politikai instabilitása okozott. A Visegrádi Csoport országaiban, – köszönhetően a nyugat-európai piacok közelségének – a zöldmezős beruházások igen jelentősek voltak az elmúlt évtizedben.
Az Unctad-DITE, Global Investment Prospects Assessment[17] (GIBA) tanulmánya szerint a Kelet- és Közép Európába áramló tőke 2004-2007 között főként az élelmiszer és italgyártás, a gépipar (azon belül is az autó), valamint a szolgáltatások területén az építkezések, kis és nagykereskedelem és a szállítás területén keresett befektetési lehetőségeket.

[17] *http://www.iie.com/publications/papers/mussa0407.pdf*

II.6.4.3 Privatizáció

Privatizációs trendek Európában

1. A privatizáció gazdaságpolitikai megközelítése az elmúlt évtizedekben jelentősen átalakult. A II. világháború után a 70-es évekig tartó gyors növekedési és kedvező költségvetési helyzetben, a maihoz képest relatíve zárt nemzetgazdasági (és tőkepiaci) feltételek mellett az európai gazdaságokban megerősödött az állami tulajdon. Az állami tulajdon ebben az időben sok esetben mind a versenyelőny-szerzésben, mind pedig szociálpolitikai szempontból jól működött. Az 1980-as, 1990-es évek világgazdasági átalakulása gazdaságpolitikai váltást hozott. Az ekkor előtérbe került kompetitív előnyök által formált versenykörnyezetben már az egységes nemzetközi piacon gyorsan alkalmazkodni képes, az abszolút előnyöket kihasználó vállalatok lehetnek csak hatékonyak. Ehhez viszont a nagyon gyors vállalati reakcióképesség megléte a meghatározó.

2. Az állam ebben a keretben már „csak" kedvező feltételek kialakításával ösztönözheti a hatékonyság növelését. Ebben a megközelítésben a ma Nyugat-Európában zajló privatizációs hullám a folyamat determináltságát jelzi. A német, francia és más európai országok jelenlegi privatizációs gyakorlata a fokozatosan megindult gazdaságpolitikai modellváltás része, ezért még ott sem marad fenn az állam korábbi típusú gazdasági szerepvállalása. Az államnak ez a gazdasági funkciója a normatív, plurális gazdaságú országokban már korábban jelentősen csökkent, s így a privatizáció folyamata is hamarabb lezajlott.

3. A privatizáció két alapvető motivációja polarizálódott az elmúlt évtizedekben:

Az egyik a költségvetési bevételek növelése. Ez sok országban a költségvetési hiányok és az államadósság növekedésének időszakában (majd később az eurózónához való csatlakozás idején) igen fontos tényező volt a költségvetés rövidtávú helyzetének javításában, illetve az EU-kritériumok teljesítésében.

A privatizáció másik és sokkal fontosabb motiváló tényezője a struktúra-átalakító, versenyképességnövelő hatások érvényesítése. Ezt az Unió lisszaboni piacliberalizálási törekvései is támogatják.

4. Jellemző, hogy a privatizációs hullámok szinte követik a világgazdasági liberalizáció szakaszait. A liberalizáció a termelőszektorokat, főleg az ipart, és a hagyományos, szociális célokat is elősegítő ágazatokat érintette először és a privatizáció is e szektorokban vált legkorábban jellemzővé. A tőkepiaci liberalizáció után rohamossá vált a bankszektor privatizációja. A liberalizáció ma már elsősorban a szolgáltatásokat (melyek ma már a GDP legfontosabb összetevői) és a közszolgáltatásokat érintik, ami újabb területekre (pl. posta, egészségügy, oktatás stb.) terjeszti ki a privatizációt.

5. Mindezek felismerése vezetett ahhoz, hogy sok, korábban a privatizációt nem támogató országban és egykor „stratégiainak" minősített ágazatokban is mélyreható privatizációs folyamat zajlott és zajlik három, egymásra épülő logikus fázis szerint:

Először a feldolgozóipari vállalatok privatizációjára kerül(t) sor, amelynek magánkézbe adását a piac liberalizációja indokolta.

A második fázist a közszolgáltatások (infrastruktúra) privatizációja követi (energia, távközlés, posta, vasút), amely alapvetően az EU piacnyitási, liberalizációs politikájából következik, s az EU országai között szinte horizontális kényszert jelent ezek magánosítása.

A harmadik privatizációs hullám elvileg a munkaerő flexibilitásának növeléséből és az ellátórendszerek átalakulásából származik. Ez hosszú távon elvezethet a társadalmi, szociális juttatások rendszerének harmonizációjáig, amely olyan területeket is érinthet, mint az egészségügy, oktatás, nyugdíjrendszerek stb.

E három folyamatból is látszik, hogy a privatizáció közgazdaságilag determinált, s előrelátható, hogy mely területeket fog érinteni az egyes országokban. A különbségek abból származnak, hogy a privatizációs motivációk egyes országokban nem egy időben, hanem fáziseltolódással jelentkeznek, de a szektorok államtalanításának sorrendje nagyon hasonló.

6. 1997 és 2004 között az EU-15-ök privatizációs bevételei 497 milliárd eurót tettek ki, ami a 2004-es egyesített GDP-jük 5,1%-a. Az új EU-tagállamok ebben az időszakban összesen 54 milliárd euró privatizációs bevételt értek el, amely a 2004-es GDP-jük 11,3%-a volt.

7. 2005. év első felében 30,5 milliárd euró volt a világon a privatizációs bevételek nagysága, ennek hozzávetőlegesen fele származik európai országokból. A 90-es évek végének kiemelkedő volumenű és számú privatizációi után 2004-ben és 2005-ben ismét jelentősek voltak az ilyen jellegű bevételek[18].

8. Az egyes országokat tekintve 2005. év első felében Franciaországban volt a legnagyobb a privatizációból származó bevételek összege (5,33 milliárd euró), ami elsősorban a France Telekom folytatódó magánosításának tudható be. Kiemelkedő azonban a cseh (2,71 milliárd euró), a német (2,21 milliárd euró) és a finn (1,30 milliárd euró) privatizációs bevételek nagysága is. Csehországban a Cesky Telekom, Németország esetében pedig a Deutsche Post AG részbeni eladása volt jelentős ügylet. Az 2005. év második felében Franciaország az megőrizte vezető pozícióját, és 26 milliárd euróra emelkedett a privatizációs bevételek összege az Electricité de France, és az Aeroports de Paris (mely a világ második legnagyobb repülőtér-üzemeltető társasága) részleges privatizációjával. Olaszországban szintén a nagy szolgáltatók (ENEL) és a RAI Radiotelevisione Italiana privatizációja jelentett nagy bevételeket (kb. 20 milliárd eurót), s bejelentették az Alitalia részleges eladását is. Németországban folytatják a Deutsche Post AG, a Deutsche Postbank és a Deutsche Telekom privatizációját, s a Fraport (a frankfurti repülőtér üzemeltetője) részbeni magánkézbe adását is, míg a Deutsche Bahn AG privatizációja 2008-ra várható. Ezek a konkrét privatizációk és tervek jól jelzik, hogy jelenleg a privatizáció második, harmadik szakasza zajlik, amely elsősorban azokat a hagyományos szolgáltató cégeket érinti, melyekről korábban úgy gondolták, hogy „immunisak” a privatizációval szemben.

[18] *http://www.claudepiel.org/privateast.htm*

9. A privatizációk kb. két évtizedes folyamatainak elemzése alapján már egyértelmű, hogy bár különböző időszakokban, de nagyjából azonos fázisokban és szerkezetben történik a privatizáció az egyes, akár nagyon eltérő gazdasági- és szociálpolitikai rendszert fenntartó országokban. Az első szakasz szinte mindenütt a feldolgozóipari vállalatokat, a második szakasz a bankszektort és a nagy szolgáltató vállalatokat érinti, a harmadik szakasz pedig az egészségügy, oktatás egyes területeinek privatizációját eredményezi. A szakaszok a nemzetközi gazdasági liberalizációt, a tevékenységek rövidülő életciklusát és nemzetköziesedését követik, de nem egy időben mennek végbe a különböző országokban.

10. Négy nagyon jelentős nyugat-európai gazdaság privatizációs folyamatainak korrelációs elemzése is azt mutatja, hogy a privatizációs bevételeknek sem a gazdasági növekedésre, sem a költségvetési deficit alakulására nincs bizonyítható, vagy legalábbis korrelációs együtthatókkal valószínűsíthető hatása (Gál-Moldicz-Szórádi, 2005). Ez is erősíti azt az állítást, hogy a jelen gazdasági korszakban az állam közvetlen vállalkozói funkcióinak megszüntetése a gazdasági folyamatok jellemzőinek következménye és inkább csak az állami tulajdon leépítésének az időzítése kapcsolható közvetlen költségvetési célokhoz. (Pl. az euró bevezetése.) Az állami tulajdon csökkenése sehol sem járt a gazdasági növekedés ütemének visszaesésével.

11. A nemzetközi tapasztalatok alapján a következő jellemzőket érdemes kiemelni:

Az állam gazdasági szerepvállalásának nagysága vagy gazdaságfejlesztő szerepe ma már nem ítélhető meg kizárólag az állami vállalatok számából, termelésük GDP-ből való részesedéséből. Az állam a megváltozott gazdasági feltételek miatt közvetlen tevékenység helyett sokkal indirektebb módon befolyásolja a gazdasági folyamatokat.

A nemzetköziesedési trendek folytatódása miatt egyre kisebb azon vállalatok köre, ahol valóban hatékony az állami tulajdon fenntartása. A komparatív, ágazati alapú gazdaságfejlesztés időszaka lényegében befejeződött, állami vállalatok révén a korábbi versenyképesség-növelési hatások már nem érhetőek el.

Nincs olyan „aranyszabály", amely meghatározná, hogy mekkora mértékben szükséges az állami tulajdon fenntartása, és ehhez mely területeken fűződik nemzeti gazdaságpolitikai érdek. Ez utóbbit megfelelő jogi szabályozás is (pl. versenyjogi) biztosíthatja.

Az egyes országok között konvergencia figyelhető meg abban, hogy egyre szűkül az ún. stratégiai ágazatok köre, ma már szinte nincs olyan ágazat, ahol ne indult volna el jelentős privatizáció.

A nemzetközi tapasztalatok alapján a korábbi időszakban az állami tulajdon mértéke alapvetően attól függött, hogy az adott országban milyen gazdaságpolitikai modellt alkalmaztak; jelenleg a korábban legjelentősebb állami szektorral rendelkező országokban is dinamikusan csökken az állami vállalatok száma.

Az állami vállalati szektor nagysága nem egyenlő a hatékony gazdaságfejlesztéssel, a fogyasztók érdekeinek megfelelő képviseletével, és a gazdasági növekedésben játszott szerepe is lecsökkent a korábbi évtizedekhez képest.

Nagyon fontos figyelembe venni és megfelelően kezelni a monopolisztikus piac kialakulásának veszélyét, különösen a közszolgáltatásokkal összefüggésben.

A privatizációs folyamatok még nem mindenhol játszódtak le teljes körűen. Egyes országok köztük, pl. Magyarország a privatizációs tőkebefektetésekből már nem részesedhetnek jelentősen, mivel a gazdaságban már nincs számottevő állami tulajdon. Ezen a téren a nagy szolgáltatási rendszerek, közművek közelmúltban történt értékesítése az újonnan az Európai Unióhoz csatlakozott egyéb országokat valamint a kibővített EU-val határos országokat tették a befektetést kereső tőke célkeresztjébe.

II.6.4.4 Termelési eszközök olcsósága

A befektetés helyét meghatározó döntéshozókat gyakran éri az a vád, hogy a termelési eszközök olcsósága miatt választanak telephelyet maguknak, termelésüket ezért helyezik át a pl. magas munkaerő-költségű országból egy fejletlenebb országba, ahol jelentős megtakarítás érhető el ezen területen. Ez az állítás csak részben igaz.
A Guardien szakértői (Alliance Capital Management) szerint a *technológiai váltás* miatt 1995 és 2002 közötti 7 évben 31 millió ipari állás szűnt meg a világ húsz legnagyobb nemzetgazdaságában. Tehát a munkahelyek csökkenése nem csak az áthelyezés költségcsökkentő szándékának következménye, hanem a méretgazdaságos technológiájú termelésé is.

Az alapanyagok és energiahordozók ára világpiaci meghatározottságú. Beszerzési ára a multinacionális vállalatok számára (ők a legjelentősebb „vándorlók") a volumen nagyságának köszönhetően alacsony, ami versenyelőnyt jelent.

II.6.4.5 Új trend: outsourcing

A termelőeszközök olcsósága a képzett humán erőforrás rendelkezésre állása is motiválja az úgynevezett vállalati kiszervezések (outsorcing) elterjedését.
Európában a 90-es évek közepén az amerikai vállalatok útján vált ismertté az outsouring.
Érdekes módon ez a vállalati modell ez idáig Ázsiában és az ázsiai tulajdonú vállalatok esetében nem terjedt el széles körben.
Az outsourcing hasznosságáról ugyan jelentősen megoszlik a közgazdászok véleménye. (Braun Péter IX CIO Fórum 2007. május), de az ezredforduló utáni tömeges elterjedését és további térhódítását senki sem vitatja.
A 2006. évi 8,4 milliárd $-ról 2007-re várhatóan 12,2 milliárd $-ra nő például az ügyfélkapcsolati szolgáltatások kiszervezésére fordított összeg. A vállaltok 80%-a költségcsökkentési céllal helyezi cégen kívülre ezeket a feladatokat.
A világ 500 legnagyobb vállalatának 80%-a rendelkezik kiszervezett egységgel.

A főbb területek, amelyet ezen vállalkozások kiszerveznek az alábbiak:

- Pénzügy, számvitel,
- Humán erőforrás gazdálkodás,
- Ügyfélszolgálati tevékenység, call centers,
- Informatikai és szerviz szolgáltatások,
- Informatikai alkalmazások, fejlesztések, implementációk

Az outsourcing 2005-ben legelterjedtebb a gyógyszeripar, az informatikai vállalkozások, a szállítmányozás, a pénzügyi szolgáltatások, olaj és gázipar, valamint a csomagküldő szolgáltatások területén volt.
Az outsourcing tevékenységet folytató vállalatok 70%-a Írországban, az Egyesült Királyságban, Hollandiában, és Spanyolországban is jelen van. A kiszervezett vállaltok megtelepedésére jellemző volt a kulturálisan hasonló és a képzett (nyelveket beszélő) munkaerővel rendelkező közép-, és kelet európai székhely választás is. Közép-Kelet

Európában az outsoursing vállalatok többsége a Cseh Köztársaságban (40,7%), Magyarországon (37%), valamint Lengyelországban (29,7%) is jelen van.
A szolgáltatás kihelyezés terjeszkedési dinamikája mára elérte Dél-Afrikát és Indiát is. Míg ezekben az országokban korábban csak egyszerűbb tevékenységeket végeztek (például adatfeldolgozás és szoftverfejlesztési részfeladatok), mára egész informatikai rendszerek működtetése vagy például könyvelési számvitel tevékenységek is feladatuk (klasszikus alkalmazás: CRM) lett. A Gartner Int. kutatóintézet előrejelzése szerint 2010-re a kiszervezett tevékenységek összértéke eléri a 60 milliárd $-t.

II.6.4.6 Adó és járulékverseny

A kedvező befektetési környezet megteremtését a közelmúltig a csatlakozó országok közötti befektetési kedvezmény, adó és járulékverseny jellemezte. Újabban azonban nem csak ezekben a tagállamokban, hanem a régi EU országokban is elkezdődött a beruházás ösztönzés ezen formája.
A külföldi befektető számára nyújtott jelentős állami adókedvezmények kora lejárt. Az Európai Unió nyilvánvalóvá tette, hogy nem finanszírozza az így kieső központi költségvetési bevételeket. A feltörekvő gazdaságok jelentős részében (nem EU) szintén visszaszorulóban van a direkt beruházásösztönző támogatás.

Az államok különböző forrásokon keresztül így is támogathatják a befektetéseket, de ezek a támogatások megmaradnak egy olyan szinten, hogy ezek mellett még jelentős a fent említett tényezőkből többnek is megfelelően kell alakulnia, ahhoz hogy az adott országra essen a tőkebefektető választása.

II.6.4.7 Támogatási eszköztár

A kormányzati támogatások általában a zöldmezős beruházásokat érintik, azok megvalósulása az elődleges céljuk. Formájuk szerint lehetnek költségvetési, pénzügyi és egyéb ösztönzők.[19]

[19] *Sass Magdolna [2003]: Versenyképesség és a közvetlen külföldi működőtőkével kapcsolatos gazdaság-politikák. PM Kutatási Füzetek alapján*

A **költségvetési ösztönzők** sorába azok az eszközök tartoznak, melyek a beruházó adóterhének csökkentését teszik lehetővé. Ilyenek lehetnek:

- Adókedvezmény, adómentesség, adó-visszatérítés
- Vámmentesség
- Adóalap csökkentése
- ÁFA-mentesség
- Gyorsított értékcsökkenési leírás lehetősége
- Profit újrabefektetésének támogatása adókedvezmény formájában
- Veszteségelhatárolási kedvezmények

A **pénzügyi ösztönzők** közé a direkt támogatások tartoznak, mint például:

- Nem visszafizetendő támogatások
- Kedvezményes hitelkonstrukciók
- Állami garanciavállalások
- Exportgarancia, exportbiztosítások, exporthitelek

Az **egyéb ösztönzők** melyeknek a célja a beruházás nyereségességének növelése, költségeinek csökkentése nem pénzügyi eszközökkel. Ezek közé olyan formák sorolható, mint például:

- Preferenciális kormányzati szerződések
- Ingatlanok piaci értéknél alacsonyabb áron való juttatása
- Ipari parkok
- Kis- és középvállalkozások támogatása
- Vámszabad területek működtetése
- Speciális gazdasági övezetek létrehozása

A megfelelő támogatáspolitikának nincs általános jól bevált formája. Az empirikus kutatások alátámasztják azt, hogy ha két országban a befektetési környezet nagyjából megegyező, akkor abban az országban jön létre az esetek döntő többségében a beruházás,

ahol a társasági nyereségadó szintje alacsonyabb[20]. Az egyes területekhez kapcsolódó gazdaságpolitikák attól függően alakítják a tőkebefogadó készséget, hogy milyen prioritásokat tűznek ki maguk elé a kormányzat stratégái.

Ha figyelembe vesszük azt, hogy a gazdaság különféle fejlettségi fokán más és más szerkezeti forma a jellemző és hatékony, akkor olyan befektetéseket kell ösztönözni, amelyek a gazdaság fejlődését előre hajtják a fejlődési úton. A versenyképesség tényezőihez kapcsolódó gazdaságpolitikákon keresztül valósítható meg a gazdaság tőkevonzó képességének növelése.

A nemzetközi szervezetek és integrációkhoz való csatlakozás szabályait is figyelembe kell venni. Például az Európai Unió területén a vámszabad területek működtetését tiltják, a támogatásokat korlátozzák, szabályozzák. Ez, ha csak az Európai Unióhoz újonnan csatlakozott közép-kelet európai országokat vizsgáljuk, akkor kedvező lehet, hiszen a szabályozások gátat szabnak a túlzott támogatási verseny kialakulásához. Megakadályozva ezzel az egész országra nézve a pozitív hatások és a társadalom által kifizetett támogatások mérlegének negatívba fordulását.

Másrészt viszont az integráció alacsonyabb fokán álló országok számára nagyobb mozgásteret biztosít, ezzel, ha nem csupán a regionális versenytársakat vesszük figyelembe, hanem az egész világgazdaságot, akkor versenyhátrányt jelenthet, mondjuk Chilével, vagy éppen Thaifölddel szemben.

A kormányok a befektetések előmozdítása érdekében gyakran elsietve, a későbbi hatások nem kellő ismeretében adnak befektetési kedvezményeket. A befektetésekért folyó versenyben néha a különböző beruházások támogatásokról is csak felületes megállapodások jönnek létre. Míg a Világbank szerint az 1994-ben még csak három befektetéstámogatási ügy került bíróság elé, addig 2004-re már 106. (FDImagazine: Inside FDI (2005.05.03.))

A bírósági perek valószínű csak a jéghegy csúcsát jelentik, mivel a felek általában peren kívül próbálják rendezni a mindkét fél számára kényelmetlen nézeteltéréseket.

[20] *Desai, M. A.; C. F. Foley; J. R. Hines [2002]: Chains of Ownership, Regional Tax Competition and Foreign Direct Investment. NBER Working Paper No. 9224., http://nber.com/reporter/?tools=printit*

II.6.4.8 Politikai és gazdasági stabilitás

Az adott országban uralkodó politikai rendszer önmagában már nem jelent kizárólagos döntési szempontot. Az adott rendszer stabilitása már igen. A befektetőt alapvetően a tőkeáramlás szabadsága érdekli. Ez már inkább gazdasági ok. A tőkeáramlás szabadságán túl a helyi deviza árfolyamának stabilitása az, amit a befektetők mérlegelnek.
A devizaárfolyamok magas volatilitása a portfolió-befektetőket, a stabil árfolyam az FDI befektetőket érdekli inkább. A tőkét fogadó államok jegybankjai csak az árfolyamok stabilan tartásával tudják érdemben befolyásolni a befektetőket.
A jegybankok monetáris politikájának csak abban van befolyása a tőkeáramlásra, hogy mennyire tudja a hazai deviza árfolyamát kiszámíthatóvá tenni.
A fiskális politika az, amely a kedvező befektetői környezet kialakítására elsősorban képes.

II.7 Magyarország működő tőke áramlásban betöltött helye a rendszerváltástól napjainkig

A Magyarországra áramló működő tőkéről az ismert gazdaságtörténeti folyamatok miatt csak a rendszerváltás utáni időszaktól kezdődően van értelme beszélni.
Az 1990-ben hazánkban megtelepedett működő tőke (stock) az akkori GDP mindössze 1,7%-át képviselte. Ennek jelenlegi szintje az ország éves nemzeti összтermékének 60 százalékát is meghaladja.

Három nagy szakaszt különböztethetünk meg 1990 óta hasonlóan a közép- és kelet-európai országokhoz.
Az első, 1990-1995 közötti szakaszban az olcsó munkaerő vonzotta ide az egyszerűbb összeszerelő tevékenységet idetelepítő vállalkozásokat. Az időszak végén a magyar export közel ötven százalékát tették ki ezen vállaltoknak a termékei.

A következő öt évben már a képzett munkaerő, valamint az időközben stabilizált makrogazdaság vonzotta a tőkebefektetéseket. Ebben az időszakban a tőke az autóipart, az elektronikát, a pénzügyi és egyéb szolgáltatást célozta meg több mint hetven százalékosra emelve a külföldiek exporttermelő arányát.

Az ezredfordulótól napjainkig tartó időszak pedig főként a zöldmezős beruházások, valamint a már megtelepült vállalkozások által újrabefektetett tőke dominanciáját hozta. Erre az időszakra jellemző, hogy a befektetések több mint 75%-a a feldolgozó iparba, azon belül is a jármű-, villamosgép-, és műszergyártásba helyezték el. Az ezen felüli befektetéseket a pénzügyi szolgáltatások és az egyre jelentősebb ingatlanügyletek szívták fel.

Az utóbbi két esztendő rekord méretű befektetést hozott. A 2005-ös évben helyezték el a legmagasabb mennyiségű tőkét, 6,1 milliárd Eurót, míg 2006-ban 4,9 milliárd Eurót.

A rendszerváltás óta eltelt 16 évben a Magyarországon végrehajtott külföldi közvetlen tőkebefektetések 30%-a származott Németországból, 15%-a Hollandiából, 11%-a Ausztriából, 5%-a Franciaországból.

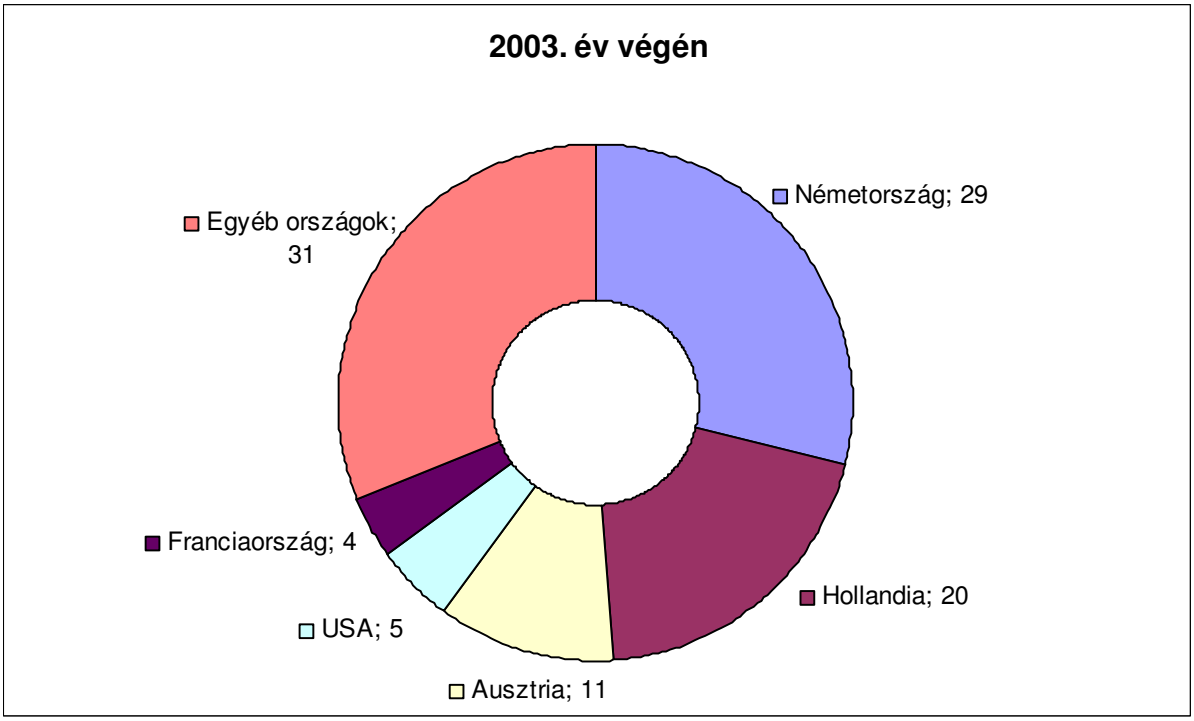
12. számú táblázat

Magyarországra áramló működő tőke 1990-2006	**%**
Európai Unió	80%
ebből:	
Németország	30%
Hollandia	15%
Ausztria	11%
Franciaország	5%
USA	4%

Forrás: GKI adatai alapján saját gyüjtés

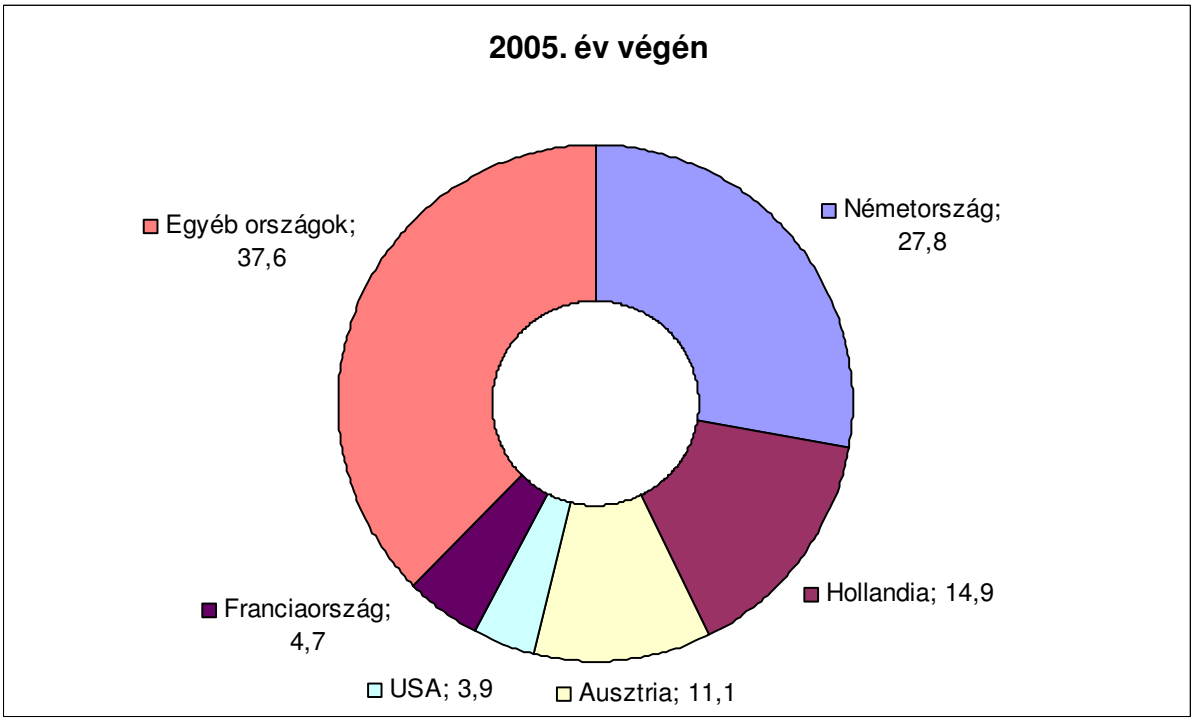
A rendszerváltás óta összesen 62 milliárd Euró külföldi tőke érkezett Magyarországra. Ezen belül a legnagyobb multinacionális vállalkozások 15 magyarországi leányvállalata adja az export egyharmadát, míg egyedül az Audi Magyarország a külföldre kerülő termékek 10%-át.

A Magyarországra áramló működő tőke származási helye szerint



13. számú ábra

Forrás: A GKI adatai alapján saját számítások



14. számú ábra

Forrás: A GKI adatai alapján saját számítások

A magyar export közel 80%-át kitevő külföldi vállalkozások arányát tekintve nem közömbös, hogy milyen további közvetlen működő tőke beruházásokat hajtanak végre a hazánkba betelepült vállalkozások.

II.7.1 Magyarország mint tőkeexportőr

Az 1990-es években a működő tőke beáramlása mellett a tőkeexport egyáltalán nem volt számottevő, az elmúlt években azonban már magyar vállalatok is több milliárd euró értékben hajtottak végre külföldön közvetlen tőkebefektetéseket. Az elmúlt évek legfontosabb tőkeexport-tranzakciói a Mol, az OTP, a T-Com (Matáv) nevéhez fűződnek elsősorban.

Jóllehet Magyarország belátható időn belül nettó tőkeimportőr marad, a működő tőke-export jelentősége várhatóan tovább növekszik. Egyes nagyvállalatok regionális akvizíciós tevékenységének köszönhetően 2006-ban is jelentős volt a magyar vállalkozások tőkekivitele

A 2005. év adatai alapján rekord közeli tőkekivitel volt. Az tény, hogy a magyar vállalkozások már az első fél évben 1.153 millió euró értékű közvetlen tőkebefektetést hajtottak végre külföldön.

Egy évvel korábban (2004-ben) ez az adat 856 millió euró volt (akkor annak jelentős részét a Mol Slovnaft-beli részesedésének növelése adta).

A külföldön működő magyar tőke állománya (stock) 2005. év második negyedének végén így 5,6 milliárd eurót tett ki, s ez továbbra is a legmagasabb a régió országai között.

Eddig a magyar vállalatokra elsősorban a regionális terjeszkedés volt jellemző, de a következő években a magyar tőkeexport egyik fő irányát az a tendencia határozhatja meg, hogy a magas élőmunka-igényű, alacsony hozzáadott értéket előállító, összeszerelő jellegű termelési tevékenységeket fokozatosan az alacsonyabb bérszínvonalú, jelentős szakképzetlen (esetenként szakképzett) munkaerő-tartalékkal rendelkező kelet-európai vagy távol-keleti országokba helyezik át.

A magyar tőkeexport támogatására 1997-ben létrehozták a Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt.-t. A számtalan tulajdonosváltáson és átszervezésen keresztülment társaság,

– amelynek tevékenységét 1999-2003 között lehetőségem volt részben irányítani – több az európai mérték szerint közepes és kisvállalat számára nyújtott segítséget tervei megvalósítására.

13. számú táblázat – A Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt. befektetései (2007)

ország	*név*	*befektetett összeg (Ft)*
Románia	**S.C. Prodev S.A.**	**6.078.995**
Románia	**Salina Invest S.A.**	**847.867.503**
Románia	**Motor Force Impex s.r.l.**	**39.999.993**
Románia	**Lacto-Csík S.A.**	**24.315.000**
Románia	**Prodpan S.A.**	**500.000.000**
Románia	**Megatrend Romania s.r.l.**	**130.000.000**
Románia	**P.S. Intex S.A.**	**221.943.750**
Szlovákia	**Euromilk a.s.**	**102.229.440**
Szlovákia	**Tinlov Hungary Kft.**	**25.000.000**
Montenegro	**HH Montenegro d.o.o.**	**990.000.000**
ÖSSZESEN:		**2.887.434.681**

Forrás: Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt.

A fenti táblázatból is kitűnik, hogy a befektetések jelentős részét Romániában és azon beül is Erdélyben valósult meg. Ez a folyamat logikailag egy természetes iránya a magyar tőke áramlásának. Ezen területek a kulturális, és részben a nyelvi azonosság miatt is kedvelt célpontjai a magyar tőkének.

14. számú táblázat – A legnagyobb magyar tőkebefektetők Romániában (2005)

cégnév	*Befektetett tőke ($)*
MOL Romania Petroleum Products s.rl.	**104.639.000**
RoBank S.A.	**66.122.400**
Cesarom S.A.	**20.576.100**
Gedeon Richter Romania s.r.l.	**18.972.900**
Profi Rom Food s.r.l.	**9.230.000**
Dunapack Rambox Prodimpex s.r.l.	**8.510.300**
Salina Invest S.A.	**7.390.500**

Forrás: Román Cégbejegyzések Hivatala

A mindenkori magyar kormánynak a felelőssége, hogy támogassa a hazai vállalkozások külföldi terjeszkedését, mivel ez az anyaországban is munkahelyeket teremt, nem is beszélve arról, hogy a külföldről hazautalt jövedelmek, hozzájárulnak Magyarország fejlődéséhez.

Ezáltal a hazai vállalkozások tudásközpontokká, technológiai centrumokká válhatnak. Jó példa erre Németország, de a méreteiben jóval kisebb Hollandia is.

II.7.2 A magyar tőkekivitel előnyei és hátrányai

A működő tőke kivitel jelenségének értékelése meglehetősen bonyolult feladat. A működő tőke export felgyorsulása eredményeként megélénkült az azzal kapcsolatos vita, az előnyök és hátrányok mérlegelése. A működő tőke export kedvező, illetve kedvezőtlen hatásainak értékelésekor – a minél átfogóbb és kiegyensúlyozottabb kép kialakítása érdekében – ezeket a hatásokat rövid és hosszú távon egyaránt elemezni kell.

II.7.2.1 A tőkekivitel előnyei

Versenyképesség

A tőkekivitel talán legegyértelműbben megfogalmazható előnye a nyújtó ország részéről, hogy a külföldi tőkebefektetések nagy mértékben hozzájárulnak a befektető vállalatok globális versenyképességének növeléséhez. Amennyiben viszont egy ország vállalatainak versenyképessége növekszik, úgy értelemszerűen növekszik az adott ország nemzetközi versenyképessége is, lehetővé téve az adott országba történő további tőkebevonást (főként a nemzetközi porondon sikeresen teljesítő hazai vállalatokba) és a gazdaság további dinamikus növekedését.

Rendkívül szoros összefüggés figyelhető meg a működő tőke kivitelnek egy adott gazdaságon belül betöltött relatív, vagy esetlegesen abszolút szerepe és az adott ország versenyképessége között. A következő táblázat a világ legversenyképesebb országait mutatja be, az IMD World Competitivnes Yearbook 55 országának 323 különböző kritériuma szerint történt összehasonlítása alapján illetve az adott ország nemzeti összteremékén belül a működő tőke kivitel arányát figyelembe véve.

15. számú táblázat – A világ legversenyképesebb országai 2002-ben

Sorrend	Ország	Pontszám	Tőkekivitel állomány a GDP %-ában
1	USA	100 000	13,2%
2	Finnország	84 351	43,0%
3	Luxemburg	84 292	154,1%
4	Hollandia	82 802	83,8%
5	Szingapúr	81 155	57,5%
28	Magyarország	56 702	4,5%
	Világ		19,6%

Forrás: UNCTAD és IMD World Competitiveness Yearbook (WCY 2005) alapján saját szerkesztés

A versenyképesség és a tőkekivitel közötti szoros összefüggést többek között azzal is magyarázható (Bató Márk 2004.), hogy nemcsak a fogadó ország profitál a magas tudás-alapú tőkét biztosító működő tőkéből, hanem legalább ekkora arányban tesz szert újabb ismeretek, tapasztalatok és eljárások megszerzésére maga a befektető is, amelyet azután saját országában, illetve a világ más pontjain is hasznosítani tud.

Piaci expanzió

A nemzetközi versenyképességet talán a legnagyobb mértékben befolyásoló, javító hatás a saját márkanevek ismertté tétele és a nemzetközi piacok megszerzése, megtartása. A tőkeexport az áruexportnál lényegesen hatékonyabb módszer az elvesztett piaci pozíciók vissza-, illetve újabb piaci pozíciók megszerzésére. A külföldi országokban létesített vállalatok önálló értékesítési hálózatokat, disztribúciós csatornákat építenek ki. Ennek eredményeképpen lényegesen hatékonyabban tudják a meglevő vevőkört kiszolgálni és az új vevőket elérni. Mindez sokszor húzó hatással van az otthon maradó termelésre is, és az export bővülését is segítheti. Ennek hiányában is azonban a működő tőke export rendkívüli mértékben hozzájárul a vállalatok konszolidált árbevételének növekedéséhez.

Jövedelemtranszfer

Bár a külföldi működő tőke számos lényeges vonatkozásában különbözik a külföldi adósságtól, abban megegyezik vele, hogy a külföld követelését testesíti meg az adott fogadó ország vonatkozásában. Csakúgy, mint az adósság után, a működő tőke után is jövedelmet kell átutalni azok külföldi tulajdonosai felé. A fizetési mérleg forgalmat tehát hasonlóan befolyásolja a külföldi működő tőke is, mint a külföldi adósság. Egy-egy magyar tulajdonban lévő sikeres külföldi projekt ugyanúgy hozzájárul a magyar vállalatok és ezen keresztül Magyarország vagyonának növekedéséhez, mintha azokat Magyarország területén valósították volna meg. A befektetett összeget az idők folyamán sokszor többszörösen meghaladó nyereség előbb vagy utóbb osztalékbevételként jelentkezik, és hosszabb távon javítja Magyarország fizetési mérlegét. Mindez részben kiegyensúlyozhatja a most már csaknem folyamatosan évi 800 millió $ összeget kitevő osztalék transzfert, amelyet a Magyarországon tevékenykedő külföldi vállalatok utalnak haza.

Árfolyamkockázat kezelés

Működő tőke befektetés esetén nemcsak a bevételek, hanem a költségek is nagyrészt külföldi devizában merülnek fel, ezért az árfolyamkockázat legfeljebb az újrabefektetett profitokat érintheti. Ezért árfolyamkockázat esetén a működő tőke befektetés előnyt élvez az exporthoz képest, mert ott a teljes árbevétel ki van téve a kockázatnak.

A régión belül Magyarország egyik legfőbb exportpiaca Románia. A minél szélesebb vevői kör elérése ebből a szempontból is igényli a helyi jelenlétet az exporttal szemben.

Iparstruktúra fejlesztés

Az utóbbi időben a külföldi tőke részéről Magyarországon már kevésbé a bérmunka jellegű tevékenységre, inkább nagyobb hozzáadott érték előállítására van igény. A növekvő hazai bérek is gondot jelentenek, hiszen azokat nem lehet összehasonlítani az alacsony romániaival. Sokan ennek kapcsán kilátásba helyezték, hogy Ukrajnába és Romániába telepítik át a termelést a talpon maradás érdekében. A bérmunka alacsonyabb munkabérű országokba való áttelepülésével nincs is baj, ha olyan külföldi befektetők jelennek meg Magyarországon, amelyek ki tudják használni a képzett magyar munkaerő tudását magasabb hozzáadott érték előállítására. A kívánatos cél: azok a multinacionális vállalatok, amelyek már jelenleg is itt termelnek, a tudásigényes K+F részlegeiket is ide telepítsék, ezáltal magyar szakemberek állítsák elő a hozzáadott érték magas hányadát. Érdemes lenne megfontolni egyebek között Kelet-Magyarországon a határon átnyúló hálózatok építésének ösztönzését, hiszen az olcsóbb bér miatt esetleg továbbmenők Magyarországon építhetnék ki logisztikai, kereskedelmi, kutatási központjukat.

II.7.2.2 A tőkekivitel hátrányai

Nemzetközi tapasztalatok szerint a működő tőke befektetések mennyisége és szerkezete jelentősen befolyásolhatja az ország külkereskedelmének szerkezetét. A terjeszkedő vállalatok működésének hatása a befektetések motivációjától és a célország gazdasági szerkezetétől is függ. A működő tőke kivitel kereskedelemhelyettesítő, azaz Magyarország szempontjából exportcsökkentő hatással járhat, ha a célpiacra irányuló termelői tevékenységbe fektetik be, és ezzel egyidejűleg csökkentik a magyarországi termelést. Újabb hazai tevékenység megteremtése hiányában ez akár elbocsátásokhoz is vezethet, amely hátrányosan érintheti a hazai foglalkoztatási helyzetet.[21]

Talán a legvitatottabb téma a külföldi befektetések foglalkoztatottakra gyakorolt hatása. A szakszervezetek gyakori álláspontja, hogy a külföldi befektetések hazai munkahelyeket veszélyeztetnek. Antalóczy-Éltető (2002) által végrehajtott – korábban már említett – felmérésben azonban a vállalatok 76,2 százaléka semlegesnek ítélte a foglalkoztatási hatást. Sőt, van olyan eset, amikor a külföldi beruházás miatt vált szükségessé a magyar

[21] *Kétségtelen tény azonban, hogy ezen folyamatnak Magyarország és a szomszédos országok vonatkozásában pozitív eredménye is lehet, tekintettel arra, hogy a szomszédos országokban – sokszor a magyar tőkebefektetéseknek is köszönhető – munkahelyteremtés csökkenti a magyar munkaerőpiacra belépő külföldiek számát.*

anyavállalatnál új emberek felvétele, az új leányvállalat menedzselésével foglalkozó külön osztály, illetve csoport létrehozása.

Rövidtávon a működő tőke export negatívan hathat a fizetési mérlegre, azon belül is a folyó fizetési mérleg finanszírozására. Ez a szempont különösen akkor válhat fontossá, ha a kereskedelmi mérleg deficitjét az esetlegesen csökkenő tőkebehozatal és a növekvő tőkekivitel egyenlege egyre kevésbé fedezi. A magyar gazdasági növekedés esetleges lassulása a hazai vállalatok tőkekivitelének gyorsulását is eredményezheti, amely egyúttal forráskivonást jelent a gazdaságból, és amely a folyó fizetési mérleg deficitjét is növelheti.

A fentieket ***összefoglalva*** elmondható, hogy a működő tőke export előnyeit és hátrányait mérlegelve a tőkekivitel további növekedése akkor célravezető, ha az egyes külföldi vállalati projektek nettó jelenértéke pozitív, azaz hozzájárulnak a magyar vállalatok vagyonának növekedéséhez. Tekintettel arra, hogy az eddigi tapasztalatok igen pozitívak, Magyarország új eszközt találhat a működő tőke export növelésén keresztül a nemzetközi versenyképességének növeléséhez, gazdaságának fejlesztéséhez és a világgazdaságba való integrációjához.

II.7.2.3 Lehetséges forgatókönyvek a magyar működő tőke áramlással kapcsolatban

A magyar gazdaság nyitottsága és forráshiányos szerkezete miatt hosszú távon szüksége van a külföldről beáramló tőkére.

A világgazdasági konjunktúrától erősen függő, kicsi belső piaccal rendelkező Magyarország vállalkozói környezetét kénytelen úgy átalakítani, hogy ezt a működő tőkét folyamatosan fogadni tudja.

Az ország tőkeadszorbciós képességének fokozása a mindenkori magyar kormányok számára az első számú gazdaságpolitikai prioritások között kell, hogy legyen.

Most nézzük azokat a lehetséges forgatókönyveket, amelyek a működő tőke beáramlás intenzitásától függnek, segítve vagy lassítva a magyar modernizációt.

Optimista szcenárió:

- Európai Uniós tagság – jelentős támogatások a magyar gazdaság részére

- Évi minimálisan 3 milliárd euró működő tőke áramlik a magyar gazdaságba.
- Multinacionális cégek egyre növekvő betelepedése, az általuk gerjesztett háttéripar és kutatás-fejlesztéssel idetelepített tudáscentrumok.
- A regionálisan megerősödő magyar érdekeltséggel rendelkező nagyvállalatok további akvizíciókkal erősítik jelenlétüket az európai (főként közép,- kelet-európai) piacokon.
- További, a környező országokban végrehajtott tőkebefektetések indulhatnak az erősödő kis és középvállalati kategóriában.

Pesszimista szcenárió

- Az Európai Unió által Magyarország részére elkülönített összegeket csak részben tudjuk lehívni.
- A külföldi tőkét elriasztó politikai bizonytalanság működő tőke fejlesztéseket von el az országtól.
- A "magyar" regionális multinacionális társaságok esetleges "ellenséges" felvásárlásával tovább csökken a régióbeli gazdaságpolitikai súlyunk. Lelassul vagy megszűnik a kis és közép vállalatok regionális tőkeexportja.
- Kimaradunk abból a tudástranszferből, amelyre képességeink, képzettségeink szerint alkalmasak lennénk.

A fenti közel sem teljes felsorolás a két szélsőséges esetben bekövetkező hatását mutatja a tőkemozgásoknak. Létezik egy a mai állapotra leginkább jellemző lehetőség is, amely szerint az ország egy szolid növekedést felmutatva fogadja, és részben közvetíti a tőkét a világgazdaságban. Ez a jelenlegi állapot a világ élvonalából könnyen a kivezető utat jelenti a tőkeáramlás fogadó és továbbító országok élmezőnyéből.

II.7.3 M&A Magyarországon

A működő tőke egyik legfontosabb megjelenési formájává Magyarországon is az M&A tevékenység vált.

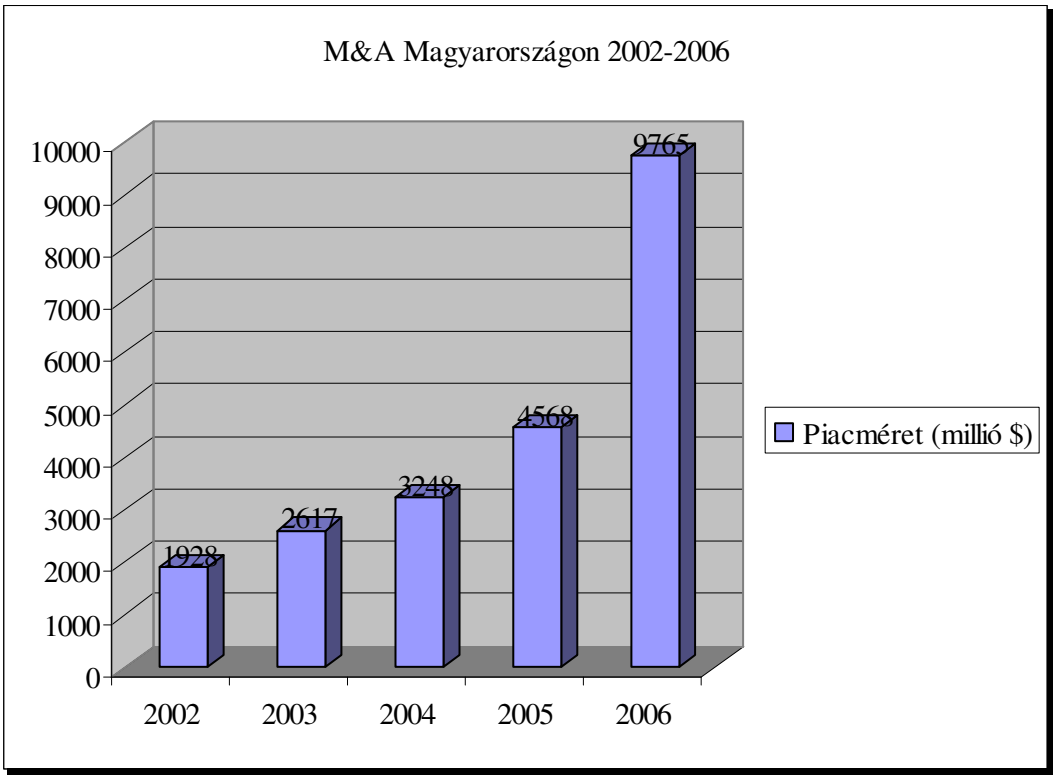
A PriceWaterhouseCoopers a régió kilenc országát érintő vizsgálatában *(PWC M&A Activity Report 2006)* az egyes országokra vonatkozóan mutatja be a várható M&A fejleményeket.
A tanulmány szerint 2003-ban a magánszférában létrejött vállalatfelvásárlások és fúziók értéke elérte a 38,6 milliárd dollárt a régióban, azaz közel kétszerese volt a 2002-ben megvalósult 17,7 milliárd dolláros tranzakciós értéknek.
A magyarországi fúziós, illetve vállaltfelvásárlási piacon végrehajtott tranzakciós érték is jelentékenyen nőtt: az összes tranzakció értéke 2,6 milliárd dollárt tett ki, amely mintegy 36%-os növekedés a 2002-ben végrehajtott tranzakciók 1,9 milliárd dolláros értékhez képest. Az egyes tranzakciók értéke is jelentősen nőtt Magyarországon: 2002-ben 179 tranzakció valósult meg, míg 2003-ban csupán 128.

Az országon belüli tranzakciók tették ki az összes tranzakció 60 százalékát Magyarországon szemben az egy évvel korábbi 52%-kal. Az országhatáron belüli arány még mindig kisebb a régió egészére 2003-ban jellemző 67 százaléknál. Ezzel párhuzamosan a 2002-ben 41%-ról 31%-ra csökkent a külföldi cégek által végrehajtott tranzakciók száma.
A legaktívabb befektetők a németek és az osztrákok, őket követik az amerikaiak, a hollandok, a franciák, a britek, a spanyolok és az oroszok.(GKI 2005.)

A Magyarországon végrehajtott tranzakciók 14%-a a termelő szektorba történt – ami alatta marad a 22 százalékos aránynak a régióban. A média szektorban 17 tranzakciót zártak le 2003-ban, a szektor 12 százalékos aránya meghaladja a 2002-es 8 százalékot. Az IT szektor 11 százalékos súlya közel duplája a régiós 6 százaléknak, az élelmiszeripar 12 százalékos súlya nagyságrendileg megfelel az egy évvel korábbinak és a 2003-as régiós értéknek.
2005-ben 405%-kal növekedett a globális vállalati egyesülési és felvásárlási tevékenység (M&A) értéke a 2004-es adatokhoz képest és elérte a 2.900 milliárd $-t.

2006-ban 3.500 milliárd $ értékű tranzakciót zártak le. Ez dollárértéken 34%-os növekedés az előző éviről a 2005-ös 37% és a 2004-es 57%-os növekedés után.

2007-ben az elemzők csökkenő tendenciát jeleznek elő, aminek oka a felvásárlási célvállalatok eredményéhez mért árszorzók emelkedése és a vállalati profitok egyidejű csökkenése. A relatív lassulás is egy nagyon magas szintű M&A aktivitást feltételez.



15. számú ábra

Forrás: PriceWaterhouseCoopers (2006)

A fenti ábrából is jól látható, hogy 2006 a magyarországi M&A rövid történetében a „megatranzakciók" éve volt. Az ügyletek száma a jelentős értékbeli növekedés ellenére visszaesett. Miközben 2005-ben még 231 nyilvános belföldi tranzakciót zártak le, az elmúlt évben már csak 168-at. A felvásárlási piac bővülése azzal magyarázható, hogy sok úgynevezett „megaüzletet" (százmillió $ feletti tranzakciók) kötöttek 2006-ban. Az átlagos hazai tranzakció mérete elérte a 89 millió $-t, ami messze meghaladta a régiós átlagértéket.

A tranzakciók számának csökkenése főképp a hazai vállalati szegmens alacsony aktivitásának tudható be. A magyar cégek 2006-ban jellemzően konszolidálták helyzetüket, ami nem a legmegfelelőbb pillanat a felvásárlásra.

III. A MAGYARORSZÁGRA ÉRKEZŐ MŰKÖDŐ TŐKE VIZSGÁLATA REGRESSZIÓ ANALÍZIS SEGÍTSÉGÉVEL

A disszertáció második felében egy regressziós modell felhasználásával mutatom be a rendszerváltás óta eltelt időszakban Magyarországra áramló működő tőke telephelyválasztását. A regionális (megyei) statisztikai adatokból kiválasztott mennyiségi adatok felhasználásával modellezem a befektetők szempontjait, ami alapján a befektetés helyét kiválasztották, amiből megválaszolhatók a választás motivációi is.

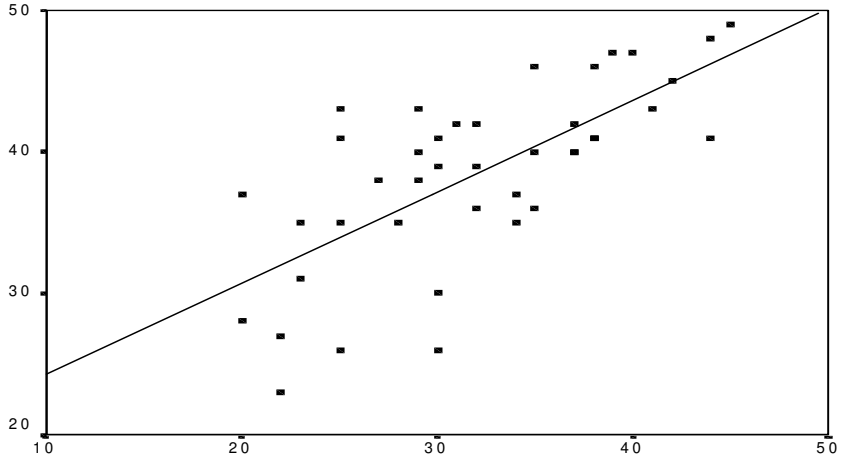
A modellben többszörös lineáris regresszió analízist használok.

1. Többszörös lineáris regresszió:

A lineáris regresszió-analízis a leggyakrabban használt statisztikai eljárások egyike, egy olyan statisztikai eljárás, melynek segítségével egy vagy több változó értékeiből rendre egy másik változó értékeit becsülhetjük meg. Az eljárás a következő célokra alkalmazható:

- Annak meghatározására, hogy a független változók hatással vannak-e a függő változóra: Van-e összefüggés?
- Annak meghatározására, hogy a független változók milyen mértékben magyarázzák a függő változó ingadozását: Milyen a kapcsolat erőssége?
- A kapcsolat formájának és struktúrájának meghatározása: matematikai egyenlőség felállítása.
- Predikció: függő változó értékeinek az előrejelzése.
- Más független változók kontrollásása, amikor adott változó hatását vizsgáljuk.

A lineáris regresszió-számítás során a függő és a független változó vagy változók adatait egy koordináta-rendszerben ábrázolhatjuk, ahol a vízszintes tengely a független és a függőleges tengely a függő változó. Az eljárás lényege, hogy ponthalmazra leginkább illeszkedő egyenest keressük (lásd ábra). A „leginkább illeszkedő” azt jelenti, hogy az egyes pontok a regressziós egyenestől függőleges irányban vett távolságainak, vagyis a hibáknak a négyzetes összege a lehető legkisebb. A regressziós egyenes jellemzésével tulajdonképpen a változók közötti kapcsolatot is le tudjuk írni.



16. számú ábra

2. Főkomponens-analízis:

Olyan statisztikai eljárás, melynek elsődleges célja az adatcsökkentés és -összegzés. Gyakran nagyszámú változóval dolgozunk, amelyek egymással korrelálnak. Ezek számát a kezelhetőség érdekében csökkenteni kell. Az elemzés során az egymással kölcsönösen összefüggő változók közötti kapcsolatokat vizsgálunk, és ezeket néhány magyarázó főkomponens alapján jelenítjük meg.

III.1. A regressziós modell felépítése és a kutatás módszertana

A modell mennyiségi megközelítésének célja tapasztalati úton megtalálni azokat a főbb tényezőket, amelyek Magyarországon a tőkeáramlást mozgatják a régiók vonatkozásában és felfedni az FDI mozgási irányát.

Megértve a külföldi működő tőke regionális mozgását befolyásoló tényezőket, a jövőben jobban tervezhető azon lépések sorozata, amely ezt a mozgást befolyásolja.

Módszertanilag sokváltozós lineáris regressziót alkalmaztam, a működő tőke nagysága és független változók segítségével.

Húsz adatgyűjtést végeztem Budapest és a 19 megye vonatkozásában.

A működő tőke regionális adataihoz a KSH és a Nemzeti Bank statisztikai kiadványaiból, míg a független változókra vonatkozó adatokhoz a Központi Statisztikai Hivatal Megyei évkönyveiből jutottam.

A KSH, valamint az Magyar Nemzeti bank adatgyűjtése a vizsgált időszak alatt változott. Voltak olyan évek, hogy különböző méréseket nem végeztek el vagy nem publikáltak. Ezt a néhány esetben (1990, 1992, 2002, 2004 bizonyos számsorai) előforduló adathiányt úgy hidaltam át, hogy egyrészt csökkentettem a kezdeti feltételezéseim számát, vagy ha nem tudtam ezt megtenni, úgy az adott évhez legközelebb eső, már teljes adatsorral dolgoztam.

A fenti hiányok a kutatásomat nem befolyásolták, és ami fontosabb az eredményeket nem módosították, lévén azok folyamatok vizsgálati sorai voltak, amelyek a hosszú időszak alatt kiegyenlítődtek.

Összességében 5 évet vizsgáltam rendre 1992, 1995, 1998, 2002 és 2004-t. Az első három vizsgált év egy korábbi tanulmányból részben rendelkezésre állt. (Paper to the Annals of the Association of American Geographers (2001)) A külföldi működő tőke aktivitását hét fő tényező figyelembe vételével vizsgáltam:

(1) a gazdaság fejlettsége

(2) a GDP, és a piac nagysága és fejlettsége,

(3) a munkaerő ára,

(4) a munkanélküliségi ráta,

(5) infrastruktúra,

(6) a munkaerő képzettsége és az oktatás,

(7) a megyeszékhely Budapesttől és Ausztriától való távolsága

Az első csoportban (1) az iparban dolgozók számát (a), az egy főre jutó ipari termelést (b) és az ipari üzemek számát (c) vizsgáltam. (2002, és 2004-ben az ipari üzemek számára vonatkozóan már nincs elérhető adatgyűjtés)

A gazdasági fejlettséget (2) az egy főre jutó GDP (a), valamint a vállalkozások számával (b) határoztam meg.

A munkaerő árát (3) az iparban foglalkoztatottak átlagos havi bruttó jövedelmével vettem figyelembe.

A munkanélküliségi ráta (4) az éves átlagos munkanélküliségi mutató százalékosan kifejezve.

Az infrastrukturális csoportot (5) három változóval jellemeztem: úthálózat (a), személygépkocsik száma (b), telefonfővonalak száma (c).

Az oktatás színvonalát (6) két mutató reprezentálja szakmunkástanulók (a), és a felsőoktatásban (egyetemen, főiskolán) tanulók száma (b).

A függő és független változókhoz felhasznált adatok elérhetőek voltak mind a 19 megyéről, valamint Budapestről.

Módszertanilag ezért csak azokat a változókat vehettem figyelembe, amelyek az évek alatt statisztikailag csak kevéssé vagy egyáltalán nem változtak.

Függő változó

FDI

A függő változó a közvetlen működő tőke befektetés összege a vizsgált években (1992, 1995, 1998, 2002 és 2004) milliárd $-ben számolva az aktuális átlagos HUF/$ árfolyamon számolva.

Független változók

Az iparban foglalkoztatottak száma

Ez a változó magában foglalja a főállásban foglalkoztatottak számát, de nem tartalmazza az építőiparban foglalkoztatottakat.

Ipari termelés

Ez a változó a vizsgált év előző év termeléséhez viszonyított százalékos értékét mutatja.

Egy főre jutó GDP

Ez a változó az egy főre eső GDP-t mutatja ezer forintban meghatározva.

Vállalkozások száma

Ez a változó az aktív jogi és jogi személyiséggel nem rendelkező vállalkozások számát mutatja értve ezalatt a betéti társaságot, Korlátolt felelősségű társaságot, részvény-társaságot, szövetkezetet, és egyéb társas vállalkozást. Az egyéni vállalkozásokat nem tartalmazza az adat.

Munkabérek

Ez a változó az iparban keresett átlagos bruttó bért tartalmazza forintban meghatározva.

Munkanélküliségi ráta

Ez a változó a vizsgált év végén mért munkanélküliségi adatot tartalmazza.

Utak hossza

Ez a változó a 100 négyzetkilométerre vetített főbb utak hosszát mutatja

---

A gépjárművek száma

Ez a változó a tartalmazza a személygépjárművek, buszok és motorbiciklik számát.

Telefonvonalak száma

Ez a változó mutatja az ezer lakosra jutó telefonfővonalak számát.

Ipari vagy szakiskolai tanulók száma

Ez a változó tartalmazza a szakiskolákban vagy szakközépiskolákban tanulók számát.

A felsőoktatásban tanulók száma

Ez a változó mutatja a felsőoktatásban (egyetem, főiskola) tanulók számát a tanulók állandó lakhelye szerinti bontásban.

Budapesttől mért távolság

Ez a paraméter az adott megyének (megyeszékhelyének) hozzávetőleges távolságát mutatja a fővárostól km-ben meghatározva.

Ausztriától mért távolság

Ez a paraméter egy adott megyének (megyeszékhelynek) hozzávetőleges távolságát adja a hozzá legközelebb fekvő osztrák határátkelőhelyhez.

III.1.1 Főbb megállapítások

Az iparosodottsági szint és a gazdaság nagysága az adott megyékben pozitív korrelációt mutat a működő tőke áramlás nagyságával.

Az iparban foglalkoztatottak száma és a munkanélküliségi ráta közül bármelyik lehet attraktív, semleges vagy éppen riasztó a befektetések szempontjából.

Nem valószínű, hogy a működő tőke áramlás szempontjából lényeges lenne a megyék között bérszínvonalban tapasztalható meglévő gyakran nagy különbség. Mivel a munkabérek Magyarországon általánosságban alacsonyak ezért más tényezők sokkal nagyobb súllyal esnek latba a befektetők döntésében.

Az alacsony munkanélküliségi ráta közepes gazdasági fejlettséget is mutathat az egyes megyékben.

Miközben a magas munkanélküliségi arány nem jelent feltétlen kedvezőtlen adottságot a működő tőke számára.

Az infrastruktúra és az oktatás fejlettsége kifejezetten pozitív hatással van a működő tőke áramlására.

A fővárostól valamint az Ausztriától való távolság negatív korrelációt mutat a vizsgált időszak majd minden évében, mivel a legjobb infrastruktúra és a legtöbb vállalkozás Budapestre és környékére koncentrálódik és a működő tőke Ausztria irányából érkezik.

III.2. Regresszió analízis számításai és megállapításai

III.2.1 Regresszió analízis az FDI-ra vonatkozóan, (1992)

Az 1. számú melléklet 1. számú táblázata minden input adatot mutat, amelyet felhasználtam a lineáris regresszió számításnál. A függő változók 1990-es adatokat tartalmaznak, az FDI 1992-es. Egy főre jutó GDP, munkanélküliségi ráta és a telefonfővonalakról szóló információk ebben az évben nem voltak elérhetőek.

Két tábla mutatja a regressziós eredményeket minden egyes regressziós elemzésben

Az első táblázat, a korrelációs mátrix, ami az FDI és a független változók kapcsolatát mutatja. A második táblázat összegzi a regressziós statisztikát R négyzet, korrigált R négyzet, és a megfigyelések számával, megadja a koefficienseket, standard hibát, t-statisztikát, P-értéket minden egyes független változóra. A t-statisztika a P-értékkel együtt mutatja meg a független változók szignifikanciáját az FDI vonatkozásában. Az 1. sz. melléklet 2. számú táblázata a korrelációs mátrix, amely az 1. számú melléklet 1. számú táblázatában felsorolt összes input érték felhasználásával készült regressziós analízis.

III.2.1.1 Főbb megállapítások 1992-re vonatkozóan

A legfontosabb megfigyelés ebben az esetben az volt, hogy a korrelációs mátrix nagyon erős összefüggést jelez majdnem minden változó között. Megjegyzendő, hogy az 1. számú melléklet 2. számú táblázatában a vállalkozások száma erősen korrelál az iparban dolgozók számával, az üzemek számával.

A szakmunkástanulók és felsőoktatásban tanulók száma erősen korrelál az iparban dolgozók számával az üzemek számával, a vállalkozások számával, gépjárművek számával stb. Abban az esetben, ha független változók ilyen erősen korrelálnak egymással a t-statisztika nem lehet megbízható. Ezt a konfliktust elkerülendő egy magas korrelációval bíró változót el kell távolítani a modellből és e változó nélkül kell futtatni a modellt.

Ezután a megmaradó változó(ka)t kell cserélni a már korábban eltávolított változóra. Annyiszor kellett lefuttatni a modellt, ahány magas korrelációs változót találtam.

Az 1. számú melléklet 2. számú táblázat korrelációs mátrixa alapján az alábbi változók tekinthetők erős korrelációban egymással és a működő tőke mennyiségével: iparban dolgozók száma, vállalkozások száma, üzemek száma, gépjárművek, szakmunkástanulók és felsőoktatásban tanulók száma. Valószínűsíthető tehát ezen változók szignifikáns hatása a működő tőke áramlására. Az ezt követő regressziós modell lefuttatása teszteli ezt a szgnifikanciát.

Az eredmény az 1. számú melléklet 4-9. számú táblázataiban látható.

A 4-9. számú táblázatok eredményeit összesítve elmondható, hogy az iparban dolgozók, az ipari üzemek, a vállalkozások, a szakmunkástanulók, és a felsőoktatásban tanulók száma szignifikánsan meghatározzák a működő tőke befektetések regionális eloszlását, mozgását Magyarországon.

A fenti táblázatok ugyanakkor azt is bemutatják, hogy az ipari termelés, az ipari bérek színvonala, az utak, és a Budapesttől való távolság adatai nem szignifikánsak a lefuttatott modellek szerint.

Ugyanakkor nagyon érdekes megfigyelés lehet, hogy az utolsó három esetben a t-statisztika és P-érték vonatkozásában, 5 százalékos konfidencia szint mellett az Ausztriától mért távolság szignifikáns.

Ez az eredmény érdekes betekintést nyújt a regionális működő tőke áramlása szempontjából. Az iparosodottság, a vállalkozások száma, az infrastruktúra és a képzettségi szint determinálja a működő tőke áramlást.

A regresszió R négyzete jelentősen meghaladja a 90 százalékot. Miközben nem minden változó szignifikáns a főbb meghatározók közül. Például nagyon fontos, hogy az ipari termelés nem szignifikáns, viszont a működő tőké áramlását az iparosodottsági szint az iparban dolgozók, és üzemek számán keresztül befolyásolja.

A munkaerő költsége nem szignifikáns a befektetésekről szóló döntések esetében. Az infrastruktúra esetében ugyanez a helyzet. Nem minden komponense befolyásolja a döntéshozókat. Mint ahogy azt az elemzés is mutatja a 100 négyzetkilométerre eső utak

hossza sem szignifikáns. Nagyon érdekes, hogy miközben a Budapesttől mért távolság nem tűnik döntésbefolyásoló tényezőnek, addig az Ausztriától mért távolság már igen.

Ez a megállapítást alátámasztja az, hogy a nyugati megyék Budapesttől relatíve távol vannak és sok működő tőke érkezett ebben az időszakban ide, ugyanakkor a Kelet-Magyarországon található megyék (pl. Szabolcs-Szatmár-Bereg megye) szintén sok működő tőkét vonz (persze kevesebbet, mint a nyugati megyék) a jelentős központi támogatásoknak köszönhetően.

A megfigyelés az1990-1992. évek statisztikai adatokat dolgozza fel, amikor a működő tőke áramlása a kezdeti szakaszában még jóval óvatosabb volt és domináns volt a német ajkú (főként osztrák és német) befektetés.

III.2.2 Regresszió analízis az FDI-ra vonatkozóan, (1995)

Az 1. számú melléklet 10. számú táblázata mutatja a regresszió analízis (1995) input adatait. A független változókat az 1994. évből gyűjtöttem ki. Az 1992-es adatokhoz képest ebben az évben már hozzáférhetőek voltak a GDP/fő, a munkanélküliségi, és a telefonfővonalakra vonatkozó adatsorok is. Az 1. számú melléklet 11. számú táblázata a korrelációs mátrix értékeit mutatja, a regressziós eredményeket pedig az 1. számú melléklet 12. számú táblázata.

Az 1. számú melléklet 11. számú táblázatában található korrelációs mátrix rávilágít ugyanarra a belső független változók között tapasztalható magas korrelációra, amelyet az 1992-es megfigyelésem során is tapasztaltam. A legtöbb változó erős korrelációt mutat egymással és az ebből eredő regressziós statisztikára is hatással van ez a jelenség. Ugyanazt a módszert választottam, mint az 1992-es adatok esetében, hogy kiszűrjem az erős (90% feletti) korrelációt az input adatok esetében. Ennek eredményei láthatók az 1. számú melléklet 13-20. táblázataiban.

III.2.2.1 Főbb megállapítások 1995-re vonatkozóan

A regresszió analízis eredményei az 1992-ben tapasztaltakhoz hasonló jelenségeket mutat. Az iparosodottsági mutatók, a gazdasági fejlettség és méret, az infrastruktúra, oktatási

szint, valamint az Ausztriától való távolság voltak a szignifikánsan meghatározó tényezők, amelyek a működő tőke áramlását regionálisan befolyásolták.

Ezen belül a konkrét szignifikáns tényezők az iparban dolgozók, az ipari üzemek, a vállalkozások száma, az egy főre jutó GDP, gépjárművek, telefonfővonalak, szakmunkás tanulók, felsőoktatásban tanulók száma. Mint az az 1992-es adatok elemzésénél is tapasztalható volt, az ipari termelés, az ipari bérek, az úthálózat, a Budapesttől mért távolság nem volt szignifikánsan befolyásoló tényező a regionális működő tőke áramlásra. Az Ausztriától való távolság szignifikanciája az 1992-ben tapasztaltakhoz képest nem változott három esetben, 5%-os konfidencia szint mellett.

III.2.3 Regresszió analízis az FDI-ra vonatkozóan, (1998)

Az 1. számú melléklet 21. számú táblázata összesíti regresszió analízis input értékeit az 1998. év adatai alapján.

Minden az 1995-ben rendelkezésre állt adatcsoportot meg lehetett találni az 1998-as KSH adatgyűjtések között.

Az 1. számú melléklet 22. számú táblázata mutatja a korrelációs mátrix értékeit, a regresszió analízis eredményeit pedig az 1. számú melléklet 23. számú táblázata tartalmazza az összes változó felhasználásával.

Az 1. számú melléklet 21. számú táblázatában található korrelációs mátrix rávilágít ugyanarra a belső független változók között tapasztalható magas korrelációra, amelyet az 1992-es és 1995-ös megfigyeléseim során is tapasztaltam. A legtöbb változó erős korrelációt mutat egymással: az alábbi változók tekinthetők erős korrelációban egymással és a működő tőke mennyiségével: iparban dolgozók száma, vállalkozások száma, üzemek száma, gépjárművek, szakmunkástanulók és felsőoktatásban tanulók száma. Valószínűsíthető tehát ezen változók szignifikáns hatása a működő tőke áramlására és ez a jelenség az ebből eredő regressziós statisztikára is hatással van. Ugyanazt a módszert választottam, mint az 1992, vagy 1995-es adatok esetében, hogy kiszűrjem az erős (90% feletti) korrelációt az input adatok esetében. Ennek eredményei láthatók az 1. számú melléklet 24-31. számú táblázataiban.

III.2.3.1 Főbb megállapítások 1998-re vonatkozóan

Az 1998-as adatok alapján regresszió analízis keretében lefuttatott modell eredményi alapján ugyanazokat a következtetéseket állapíthatjuk meg, amit 1995. és 1992. évben. Szignifikáns változók továbbra is az iparban foglalkoztatottak, ipari üzemek, vállalkozások száma, egy főre jutó GDP, a gépjárművek telefonfővonalak, szakmunkástanulók, és a felsőoktatásban tanulók száma. Az eredmény alapján nem tűnik szignifikánsnak az ipari termelés, az iparban kifizetett bérek színvonala, munkanélküliségi ráta, az úthálózat és a Budapesttől mért távolság.

Egy nagyon érdekes változás megfigyelhető azonban az 1998-as adatok elemzésekor. Ha összehasonlítjuk az Ausztriától mért távolságot, akkor azt láthatjuk, hogy 5%-os konfidencia szint mellett nem szignifikáns változó. Ez a változás azt mutatja, hogy már bizonyos konkrét eredménye is van azoknak az erőfeszítéseknek, amelyet a mindenkori (1990-98) magyar kormány a lemaradó régiók támogatásával el akart érni.

III.2.4 Regresszió analízis az FDI-ra vonatkozóan (2002)

Az 1. számú melléklet 32. számú táblázata tartalmazza a 2002-re és 2004-re elkészített elemzés felhasznált adatainak listáját. A korábbi évekhez képest néhány változtatásra volt szükség, mivel a KSH adatgyűjtési módszereiben történt némi változás. Emiatt volt olyan változó, amely nem állt rendelkezésre (ipari üzemek száma), illetve néhány változó definíciója is pontosításra szorult.

Az 1. számú melléklet 32. számú táblázatában találhatók a regresszióban felhasznált input adatok. A korábbi évekkel ellentétben a függő és a független változók is 2002-ből származnak.
Az 1. számú melléklet 34-41. számú táblázataiban a regressziós modell eredményei találhatók hasonló szerkezetben, mint a korábbi években.

A korrelációs mátrix alapján ismét azzal a problémával találkozunk, mint ahogyan az korábban tapasztalható volt. A magyarázó változók többsége erősen együtt mozog, ilyen például az egy főre jutó GDP – telefonvonalak száma, az ipari vállalkozások száma – járművek száma közötti korrelációk. Így ugyanaz a regressziós módszer követendő a továbbiakban is. Megjegyzés: szúrópróbaszerűen megnéztem 1-2 regressziót az ipari

átlagbér nélkül (a korrelációja ugyanúgy emelkedett-e a többi változóval?), lényegében ugyanazokat az eredményeket kaptam.

III.2.4.1 Főbb megállapítások 2002-re vonatkozóan

A regressziók a következő szignifikáns változókat eredményezték (5%-os szignifikancia szinten): iparban dolgozók; vállalkozások száma; egy főre jutó GDP; gépkocsik, telefonfővonalak, szakmunkástanulók és felsőfokú képzésben résztvevők száma. **Az Ausztriától való távolság úgy, mint a Budapesttől való távolság 3-3 esetben volt szignifikáns, ami eltér a korábbi évek eredményeitől.** Az FDI térségek szerinti eloszlásában ezek szerint elsősorban az adott megye iparának és gazdaságának fejlettsége, az infrastruktúra, valamint a képzettség játszik egyértelmű szerepet, ez konzisztens a korábbi évek következtetéseivel. Ami a korábbi évektől eltér, az a Budapesttől és Ausztriától való távolság szignifikanciája. Ezzel az eredménnyel azonban óvatosan kell bánni, hiszen ha megnézzük ezen változók koefficienseit, látjuk, hogy elég közeliek nullához (persze milliárd dollárban adtuk meg az FDI egységét), de van olyan eset is, amikor pont az ellenkező előjellel rendelkezik a koefficiens, mint amit várnánk (pl. az 1. számú melléklet 39. számú táblázatában Ausztria esetében). Ezzel szemben viszont arra gondolhatunk, hogy ha Budapest közelsége valóban fontos tényezővé vált, ennek az EU-hoz történő csatlakozás közelségéből/megtörténtéből származó nagyobb bizalom, valamint a főváros elosztó-központtá fejlődése lehet a magyarázata.

III.2.5 Regresszió analízis az FDI-ra vonatkozóan (2004)

Az 1. számú melléklet 42-43. számú táblázatai mutatják a 2004-es elemzés input adatait, valamint az egyes változók közötti korrelációs mutatókat. 2004-ben is, hasonlóan 2002-höz mind a függő, mind a magyarázó változók a 2004-es évből származnak.
Az 1. számú melléklet 44-51. számú táblázatai a regressziók eredményeit foglalják magukba.

A regresszálás módszere itt sem változik meg, hiszen a magyarázó változók együttmozgásából adódó problémák ebben az esetben is fennmaradnak. A magas

korrelációt tanúsító változók eltávolításra kerültek az (1)-es regresszióból és külön-külön regresszióban szerepelnek.

III.2.5.1 Főbb megállapítások 2004-re vonatkozóan

A 2004-es regresszió-analízis lényegében ugyanazt a képet adja az FDI megyei eloszlásának meghatározó tényezőiről. A szignifikáns változók a következők: iparban dolgozók; vállalkozások száma; egy főre jutó GDP; gépkocsik, telefonfővonalak, szakmunkástanulók és felsőfokú képzésben résztvevők száma. A két vizsgált távolság tekintetében az eredmény szintén ugyanaz. Ami a szignifikancia alapján nem játszik szerepet az FDI eloszlásában: ipari termelés, a munkaerő költsége, a munkanélküliségi ráta és az úthálózat. A Budapesttől, illetve Ausztriától mért távolság változók szignifikanciájáról és a velük kapcsolatos óvatos kezelésről a 2002-es évhez hasonlóan ugyanaz mondható el.

III.2.6 A modellből levonható következtetések

Amennyiben a regressziós analízis eredményét kivetítjük egy képzeletbeli térképre további hasznos következtetéseket vonhatunk le a tőke regionális áramlására vonatkozóan. A következő megállapítások a vizsgálat eredményeit tartalmazzák:

(1) Két fő irányban figyelhető meg a tőke terjeszkedése – keleti, illetve nyugati irányban. Ezt az áramlást a külföldi működő tőkével létrejött vállalkozások száma, valamint a tőkebefektetések (FDI) nagysága is alátámasztja.

(2) A külföldi tőkével megalakult vállalkozások jelentős regionális különbségeket mutatnak. A Pest – Bács-Kiskun-Szolnok – Csongrád megyék vonalától nyugatra jelentős számú külföldi tőkével alapított vállalkozás található, amelyek számossága miatt átlagosan alacsonyabb FDI jut egy vállalkozásra.

(3) Ezzel szemben az ország keleti felének néhány korábbi ipari központjában viszonylag magas tőkebefektetés jut az ott megtelepülő alacsonyabb számú vállalkozásra (pl. Borsod-Abaúj-Zemplén). Ezzel szemben kivételként egy alacsony iparosodottságú megyében (Szabolcs-Szatmár-Bereg megye) – jelentős

külföldi működő tőkét vonzva – nagyszámú és alacsony tőkéjű vállalkozást figyelhetünk meg.

(4) Ha megfigyeljük a fenti adatsorokat két jelentős visszaesést is tapasztalhatunk a működő tőke áramlás volumenében. Az 1997-1998-as időszakban a korábbi privatizációs hullám lezárulása, az orosz válság és a délszláv háború hatása fedezhető fel. A 2001-2002-ben bekövetkezett általános, a világgazdaságban tapasztalható FDI áramlás visszaesése miatti csökkenés is nyomon követhető.

(5) A futtatott modell alátámasztotta azt a hipotézist miszerint a működő tőke regionális eloszlására Magyarországon a megye (régió) iparosodottsági szintje, az adott megye általánosságban vett gazdasági fejlettségi foka, az infrastruktúra fejlettsége, a képzett munkaerő, és kezdettben az Ausztriától a későbbiekben a Budapesttől mért távolság van szignifikáns hatással.

(6) Az iparosodottsági szint:

Szignifikáns változói: a) az iparban dolgozók száma; b) az ipari üzemek száma

Nem szignifikáns változói: a) ipari bérek; b) egy alkalmazottra jutó termelés

(7) A gazdasági fejlettség és méret:

Szignifikáns változói: a) GDP/fő; b) vállalkozások száma

Nem szignifikáns változója: munkanélküliségi ráta

(8) Az infrastruktúra:

Szignifikáns változói: a) gépjárművek száma b) telefonfővonalak száma

Nem szignifikáns változója: 100 négyzetkilométerre eső utak hossza

(9) Az oktatás:

Szignifikáns változói: a) szakmunkás tanulók száma; b) Felső oktatásban tanulók száma

(10) Távolság Budapesttől és Ausztriától

Szignifikáns változók: távolság Ausztriától (1992 és 1995), távolság Budapesttől (2002 és 2004)

Nem szignifikáns változó: távolság Budapesttől (1992 és 1995), távolság Ausztriától (2002 és 2004)

Összegezve a fenti modellfuttatások eredményét nyomon követhető a mindenkori magyar kormányzat befektetés-ösztönző törekvése is.

Az FDI nyugati megyékben tapasztalható erősebb jelenléte magyarázható Nyugat-Magyarország és azon belül is az észak-dunántúli régió magasabb iparosodottsági szintjével, jobb infrastruktúrájával és az Ausztriához való közelségével.

Az FDI keleti megyékben történő megjelenése és erősödése részben a kormányzati támogatás eredménye, amely az elmaradottabb térségekben ösztönözte letelepedésre a külföldi működő tőkét.

A külföldi működő tőke becsalogatásának egyik jelentős motivációs tényezője az 1998-1999-ig tartó nagymértékű privatizáció volt. Az 1990-es években a beáramló tőke értéke végig dinamikus volt. Az évtized elején a külföldi tőke vonzerejét a magas munkanélküliség következtében rendelkezésre álló, olcsó munkaerő jelentette. 1995 után a csúszó leértékelés és a stabilizáció következtében visszaállt a befektetői bizalom. Ekkor a befektetők már inkább a stabilitásra, valamint a képzett munkaerőre építettek. Magyarország ezen felül 1994-től társult tagja az EU-nak, a csatlakozás lehetősége is jó perspektívának bizonyult a külföldi tőke szempontjából. Ehhez párosultak az alacsony társasági adó és az egyéb befektetői kedvezmények. 1997 és 1999 között ennek a folyamatnak a fő mozgatórugója a határon átívelő vállalat-felvásárlások és –egyesülések voltak. Emellett növekvő szerephez jutott az FDI áramlásban az újrabefektetett jövedelem, a kutatás-fejlesztést számos vállalat Magyarországra telepítette, ezt a kormányzat politikája is támogatta/ösztönözte.

A legnagyobb állami vállalatok privatizációjának lezárultával lassult a tőkebeáramlás, amihez még hozzájárult a nemzetközi pénzügyi világban tapasztalható bizonytalanság (orosz pénzügyi válság), valamint az ebben az időszakban lezáruló délszláv válság is, amelyben a NATO-tag Magyarország is érintve volt. 2001-től azonban a beáramló FDI globálisan is csökkenni kezdett. Magyarországon ekkor nem történt privatizáció, a tőkebeáramlás a zöldmezős beruházásokra és az újrabefektetett jövedelemre koncentrálódott. Ebben az időszakban egyes területekről még tőkekivonás is megfigyelhető, mivel a bruttó bérköltségek emelkedését nem követte a hatékonyság megfelelő mértékű javulása, ez elsősorban a zöldmezős beruházásokat érintette. Az újrabefektetett jövedelmek ezzel szemben emelkedő tendenciát mutattak.

A működő tőkeáramlás vizsgálatakor szembetűnő az a jelenség, hogy a beáramlás azon megyékben és régiókban volt jelentős, ahol már korábban is magas volt az ipari termelés.

A legfőbb előfeltétele a befektetők telephelyválasztásának mennyiségi volt, ami a modellfuttatások tanulsága szerint az iparban dolgozók és a már meglévő ipari üzemek számát tekintette elsődleges tényezőnek.

A minőségi kategória mint az egy főre eső ipari termelés soha nem volt meghatározó döntési szempont. Úgy tűnik a befektető az ipar méretét, és nem minőségét tartotta szem előtt. Ebből az is következik, hogy a befektetési döntéshozók bíztak abban, hogy majd a befektetés hozza meg a kívánt magasabb termelékenységet.

Hasonlóan a termelékenységhez a munkanélküli ráta sem volt meghatározó előfeltétel.

Az infrastruktúra, a képzett munkaerő és az oktatási, képzettségi színvonal viszont szignifikánsan hatott, amely természetesen előnyben részesítette a már korábban is fejlettebb régiókat.

A legtöbb befektetés Budapestre és a közvetlen környezetébe települt, ahol a Budapesttől való távolság magától értetődően nem meghatározó.

Az Ausztriától való távolság azonban már szignifikáns változó, mert a nyugati megyékbe jóval több működő tőke érkezett legalábbis a 90-es évek végéig.

A 90-es évek végétől napjainkig viszont megfigyelhető egy kiegyenlítődés, amely az Ausztriától való távolság jelentőségét csökkentette és a Budapesttől való távolságot szignifikánssá tette.

Megfigyelhető, hogy az ezredforduló után már többnyire részben a nyugati régiókban egyre kevesebb szabad szakképzett munkaerő részben a keleti megyék beruházásait ösztönző kormányzati politika hatására egyre több befektető kezd zöldmezős beruházásba az ország keleti felében.

III.2.7 További következtetések

Ha figyelmet fordítunk arra, hogy 1998-ról 2002-re és 2002-ről 2004-re hogyan változott az egyes megyékbe áramló FDI állománya, akkor megállapíthatjuk, hogy a főváros és térségén kívül az ország észak-nyugati régiója erőteljes növekedést tudhatott magáénak, hiszen például a Komárom-Esztergom megyei, vagy a Győr-Moson-Sopron megyei működő tőke-állomány értéke 2002-ben több mint kétszerese az 1998-as értéknek. Ugyanez a keleti országrészben Jász-Nagykun-Szolnok (2002-ben 1998-hoz képest) és

Szabolcs-Szatmár-Bereg (2004-ben 2002-höz képest) megyékre vonatkozik. Vannak olyan megyék is, ahol mind a kettő vizsgált időszakban csökkent a tőkeállomány értéke a korábbi évhez képest, ilyen például Baranya, ahol 40%-kal, majd további 10%-kal csökkent az FDI állomány; ugyanakkor a korábbi periódusokban itt is növekedés volt tapasztalható. Ehhez hasonló tendencia látható még látványosan Csongrád, Hajdú-Bihar, Zala megye adataiban. Így felfedezhető az a globális visszaesés időszaka a megyei adatokban is, hiszen 2004-ben már valamennyi mutató javuló tendenciát mutat (bár itt az időtáv rövidebb, mint az előző periódusé).

Tőkebefektések a gazdasági régiók statisztikai szintjén Magyarországon

17. ábra - Magyarország régiói

Magyarország régiói a megyei statisztikákkal való összevetésben

A Magyarországi gazdasági régiói statisztikai szempontból még nagyobb heterogenitást mutatnak, mint azt a megyei statisztikák alapján a tőkeáramlásra vonatkozóan megfigyelhetünk.

Regionális szinten az ország ugyan kiegyenlítődöttebb tőkeáramlási szempontból, viszont módszertani szempontból hátrányos az ezen a szinten eltűnő fejlettségi, (fejlettlenségi) dimenziók.

A regionális összehasonlítást kutatásom szempontjából kontrollcsoportnak tartva megvizsgáltam az adott régiók és a megyei szintű korábbi kutatási eredményeimet.

A régiós statisztikának a bruttó hazai termék, az egy főre jutó GDP, és a foglalkoztatási ráta vonatkozásában való összehasonlítását végeztem el a megyei szint hasonló adataival.
Az 1996. és a 2001., 2002. évben mért statisztikai adatainak összehasonlításával az alábbi főbb következtetések vonhatók le:
A közép-magyarországi régió a magyar gazdaságban betöltött szerepét illetően meghatározó jelentőségű. Ami a beáramló tőke szempontjából nyilvánvalóan a fejlettség okaira vezethető vissza, ezzel igazolva azt a tézist, miszerint a tőke a fejlett infrastruktúrájú régiókba áramlik első sorban.
A második fontos következtetés, hogy a Budapest-Sopron-Balaton háromszög, amely a Nyugat-Dunántúl, Közép Dunántúl, és Közép-Magyarország megyéit érinti minden mutató szempontjából Magyarország élenjáró régiói a magyarországra áramló tőke döntő többségét fogadták be.
A harmadik érdekes jelenség a megfigyelt időszakban, hogy a régiós statisztikákból ugyan nem de, a megyei statisztikákból kimutatható az Észak-magyarország gazdasági régióhoz tartozó Heves megye átlagon felüli fejlődése, tőkevonzás és az emelkedő GDP/capita alapján. Ebben az esetben a kormányzati befektetésösztönző célok megvalósulását látom igazolni, amelyben a tőkebefektetések ösztönzése markánsan hathat egy megye és azon belül egy régió gazdasági fejlődésére.

IV. ESETTANULMÁNY ÉRTÉKELÉSE

IV.1 Szováta (Románia, Erdély) – megvalósult, működő tőkebefektetés

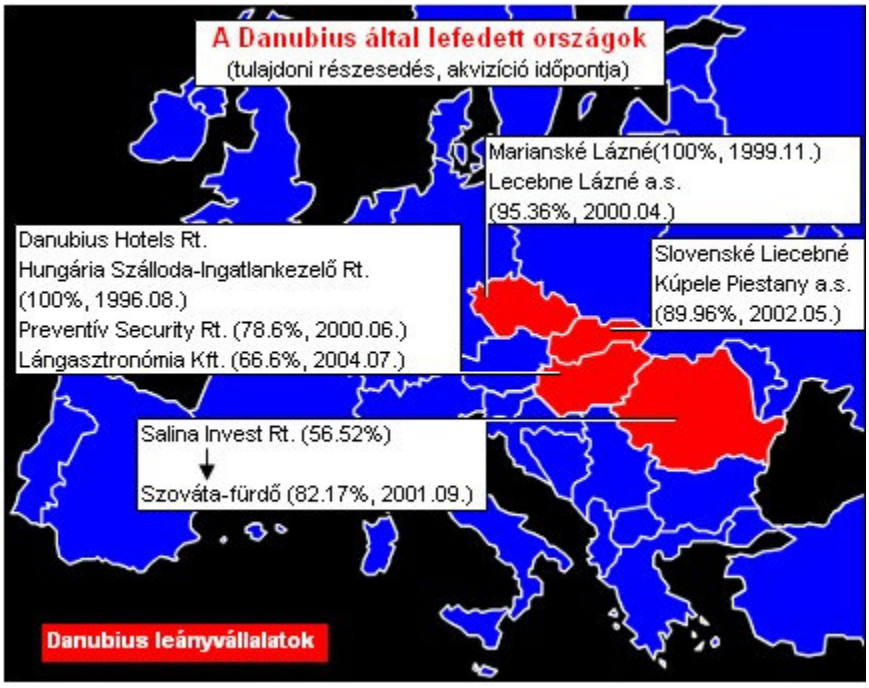
A Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt. a Danubius Nyrt.-vel közösen 2001-ben a román privatizációs ügynökségtől (APAPS) megvásárolta a Balneoclimaterica Sovata S.A. többségi részesedését.
A tranzakció politikai felhangoktól sem mentes folyamatát az értekezés szempontjából fontos befektetési motiváció szempontjából vizsgálom.

A privatizációs eljáráson a Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt., a magyar működő tőke exportért felelős, befektetés ösztönző szerepe miatt, a Danubius Nyrt.-vel közösen vett részt. A privatizáció kétfordulós pályázatán a legmagasabb, és legtöbb fejlesztést ígérő – a Corvinus Zrt., Danubius Nyrt., valamint két magyar vállalkozás alkotta – konzorcium szerezte meg a jogot, hogy a részvényeket megvásárolhassa.

Románia, a magyar működő tőke számára természetes célország volt ugyan, de a rendkívül alacsony belföldi fogyasztást figyelembe véve rendkívül kockázatos vállalkozás volt 2001-ben. A szállodaipar megtérülési rátája nem tartozik a legmagasabbak közé!

Mi volt mégis a Danubius Nyrt., valamint a Corvinus Zrt. által kitűzött cél, amikor ezen a privatizációs tenderen részt vettek?

A Danubius Nyrt. már több kelet-európai privatizáción volt túl (Csehország: Marienbad, Szlovákia: Pöstényfürdő), de ezen tapasztalatok az akkori egy-két évre visszanyúló tapasztalatok alapján (leromlott állapotú szállodák, magas felújítási költségek stb.) nem késztethették a vállalat menedzsmentjét arra, hogy új befektetésbe kezdjenek.



18. számú ábra

IV.2 A Danubius Nyrt. stratégiai befektetései

A Társaság hosszú távú stratégiája szerint a Magyarországon megtermelt profitot a közép-kelet-európai turisztikai privatizációban értékesíteni kívánt különleges szállodavállalatok megvásárlására kellett fordítani.

A stratégia kialakításában az alábbi szempontok játszottak fontos szerepet:

- Olcsón megszerezhető termelési eszközök (szállodák),
- Alacsony felújítási költségek (a nyugat-európai árszínvonalhoz képest),
- Költséghatékony üzemeltetés víziója,
- Keresleti piac (helyi is) a magas színvonalú szállodai és egyéb turisztikai szolgáltatások iránt,
- A piac hiánya miatti konkurenciamentesség magas szobaárakat eredményezett.

A Danubius Nyrt.-t magyar tapasztalatai a gyógyturizmusban arra predesztinálták, hogy azokat a szállodavállalatokat vásárolja meg, ahol hasonló szolgáltatásokat kínálnak.

Ezért a környező országokban folyó magánosítási folyamatokban első sorban a gyógyvízzel rendelkező szállodavállalatok privatizációs pályázatain vett részt.

IV.3 Értékelés

A Danubius Nyrt. 2007. májusában élt vételi opciójában meghatározott jogával és lehívta opciós jogát.

A Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt. átalakítása és valószínű megszüntetése miatt a Danubius Nyrt. kivásárolta a Salina Invest S.A-ban meglévő, Corvinus Zrt. tulajdonrészét.

A tranzakció értéke 1,6 milliárd Ft volt. Ez üzleti szempontból is többszörösen megtérült a magyar állam számára. Beindított egy olyan vállalkozást, amely, jelentős hozamot fizetett vissza a Corvinus Zrt. számára, és mostantól Magyarországra utalja osztalékát.

A Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt. befektetése ezzel a tranzakcióval lezárult.

A Társaság feladata a külföldi tőkebefektetés ösztönzése volt, és ezt a feladatot elvégezte.

A fent leírt esettanulmány politikai vetületei – különösen az átalakulás alatti közép- és kelet európai államokban – is mutatják, hogy a tulajdonszerzés egyes fázisaiban jót tett az a politikai támogatás, amely a privatizációs folyamatban egy állami kockázati tőketársaság mögött állt.

A befektetésösztönzés és a hazai vállalatok külföldi tranzakcióit támogató kormányzati akarat nélkül, – véleményem szerint – a fent leírt tranzakció nem vagy nem ilyen formában jöhetett volna létre. A kelet-európai nemzetgazdaságoknak meg kell küzdeniük olyan kulturális, politikai és egyéb hagyományokkal, amelyek erre a gazdasági térségre történelmileg jellemzőek.

Ezen hagyományok és nem racionális megfontolások mélyen gyökereznek Közép-, és Kelet-Európában, amelynek feloldásában rövid időn belül csak reménykedni lehet.

Summary

The dissertation contains the findings of two researches that are similar in subject matter but different in geographical aspect.

At the beginning of the dissertation I introduce a mathematic model based on the analogy of liquid flow, which – if set with parameters of dynamic systems – can provide a model for future capital flow scenarios.

At the end of the dissertation I present a case study evaluation. The case study shows a successful privatisation transaction between Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt. and Danubius Szállodák Nyrt.

The first subject matter starts with analysing the international statistics of global capital flow. When analysing world capital flow I demonstrate the most important financial and economic market players, show their motivation, describe and give opinion – based on own experiences – on theories of working capital flow. By describing the cross-border merger and acquisition (M&A) activities, I present a method of capital flow that is getting more and more important.

I focus separately on the history and the different development lines of capital flowing to China and the South-East Asian countries.

Geographically narrowing I continue studying the world capital flow by analysing the movements of the European Union's working capital. I search the countries which recently joined the European Union (with special regard to Visegrád countries) to find the reasons behind their entering the global capital market in a relatively short period of time. In the last part of the first chapter, I analyse the flow of the Hungarian working capital. I classify the advantages and disadvantages of the Hungarian capital import and capital export. I explain the investments and the particulars of the previously mentioned Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt.

The second subject matter explores the capital that was flowing into Hungary after the system change, with the help of a linear regression model. In this model, I try to reveal the relation of the regional and quantitative variables and the working capital quantity flowing to the given region. By using county statistics and analysing their relations, I make conclusions regarding investment locations. Relying on the model, investment decision

makers can realize their investments based on well-defined motivations and correlations. This research is the improved and updated version of a former research carried out in the 90s.

I improved the research methodology and considerably prolonged the time scope of the original timeline and studied the conclusions covering the whole period. The longer timeline indicate the development of economic processes more significantly.

Fogalommagyarázat

Benchmark: Küszöbszám, viszonyítási alap, amely lehetővé teszi eltérő dolgok összehasonlítását vagy mérését. A befektetések esetében: a korábban a piacon történt akvizíciók és fúziók során létrejött tranzakciós árak. A "benchmark" hatással van a tranzakciós árak meghatározásánál.

Béta: Egy részvény hozamváltozásának viszonya a részvénypiaci hozamváltozáshoz. Azt fejezi ki, hogy a piac egy százalékos fellendülése mekkora és milyen irányú hozamváltozást okoz egy részvénynél.

BIT's: (Bilateral Investment Treaty) Olyan Kétoldalú Befektetési Megállapodás, amely két ország között jön létre és tartalmazza azokat az országok közötti befektetéseket szabályozó feltételeket, amelyeket a megállapodást aláíró felek egymás számára kölcsönösen biztosítanak magán, illetve egyéb befektetőik vonatkozásában. Ezen megállapodásokat kereskedelmi szerződések keretében biztosítják.

BVPS (Book Value Per Share): Egy részvényre jutó könyv szerinti érték.

Capital (FDI) Inflow: Egy fogadó gazdaság szempontjából az országba beáramló közvetlen működő tőke nagyságát jelenti.

Capital (FDI) Outflow: Egy nemzetgazdaságból külföldre beruházott közvetlen működő tőke nagyságát jelenti.

Capital (FDI) Stock: a befektetett és megtelepedett működő tőke kummulált értéke.
DTT's (Double Taxation Treaty): Megállapodás a kettős adóztatás elkerülése érdekében.

Dezintermediáció: Az a folyamat, amelynek során a pénzügyi szektor szereplői egyre több üzletet kötnek a bankok közvetítésének felhasználása nélkül.

FDI (Foreign Direct Investment): Közvetlen külföldről beáramló tőkebefektetés, melynek nem része a portfolió befektetés.

Greenfield investment (zöldmezős beruházás): olyan új ipari vállalkozást jelöl, amely korábban mezőgazdasági művelés alatt álló területen jön létre. A telephely teljes egészében újonnan létesül építészeti, üzemi előzmények nélkül. Előnye, hogy nincsenek sem elrendezési, sem funkcionális, sem építési megoldási megkötöttségek.

Hedge fund: A hedge fund kifejezés spekulatív befektetési alapot jelent. A hedging kifejezés valójában egy a kockázat csökkentésére irányuló gyakorlatot, míg a fund alapot jelent.

"Hot spot": A falvak, városok és ipartelepek korántsem egyenletesen töltik be a rendelkezésükre álló teret, hanem egy-egy térségben összpontosulnak. A gazdasági tevékenység is pontosan ugyanezt a térbeli elrendeződést követi. E térbeli sűrűsödési pontok egyik sajátos válfajára szokás a „hot spot" kifejezést használni.

Hot money: Az általános definíció szerint a forró pénzek pénzügyi alapokhoz köthetők, amelyek rendkívüli volatilitással rendelkeznek. Áramlásuk motivációja lehet a magasabb kamatláb, magasabb tőzsdei árfolyamok (bármilyen tőzsdei instrumentum), vagy bármilyen olyan pénzügyi termék, ahol magas megtérülés várható. Áramlását az adott célország jegybankja és a hazai befektetőkkel ellentétes érdek motiválja. Mozgása jelentősen befolyásolhatja az adott ország devizájának árfolyamát. Az inflow növeli az outflow csökkenti a deviza árfolyamát, aminek az az oka, hogy a mozgás rendkívül rövid időtávon következik be.

Van péda a hot money mozgásának korlátozására is főként a feltörekvő gazdaságok pénzügyi hatóságai részéről, ahol a nemzeti deviza hirtelen volatilitásváltozásai súlyos következményekkel járhatnak (pl. Chile). Ezekben az országokban meghatározzák a befektetések minimális időkorlátait.

Hostile takeover (Ellenséges kivásárlás): Olyan vállalatfelvásárlás, melynek során a felvásárló és a felvásárolt vállalat nem működik együtt.

Kockázati tőkebefektetés*:* Perspektivikus, de múltnélkülisége vagy más okból kockázatos cégbe történő befektetés, ahol a befektető résztulajdonos lesz.

LDC-s (Low Developed Country): Olyan fejletlen országok, amelyekben az életszínvonal, a gazdaság teljesítőképessége, az egy főre jutó GDP összege alacsonynak nevezhető és széles körben elterjedt a szegénység**.**

M&A (Merge & Aquisition): Vállalatfelvásárlási és fúziós folyamat, tevékenység, amelyet a gazdasági szereplők a növekedés vagy egyéb célok érdekében hajtanak végre. Az M&A tevékenység hozzájárul a piac koncentrációjához és konszolidációjához.

Public-Private Partneship (rövidítve **PPP**): megfogalmazásánál a legfontosabb elem, ahogy annak angol neve is mutatja, hogy a magán- és a közszektor együttműködéséről van szó. A közszolgáltatások biztosításának olyan új formáját takarja e fogalom, amelyben a közfeladathoz ellátásához szükséges létesítmények és/vagy intézmények, eszközök tervezésébe létrehozásába, fenntartásába, finanszírozásába és üzemeltetésébe – az állammal kialakított komplex együttműködés keretében – bevonja a magánszektort.

Outsourcing: a 1980-as években létrejött gazdálkodási „filozófia", amely alapján a nem kulcsfontosságú tevékenység(ek) elvégzésével olyan külső szervezetet bíznak meg, amely arra specializálódott.

SSC (Shared Service Centre): Egy vállalkozás korábban szerves részét képező tevékenység részben vagy egészében történő kiszervezése

Szinergia**:** A részek közötti kapcsolat javítása révén többleteredmény elérése. A M&A tevékenység során az egyik legjelentősebb értéknövelő tényező, két vagy több vállalat egyesülése, felvásárlása során.

TNC's: A transznacionális vállalatnak (TNC) azt a vállalatot nevezzük, amely nemzetközi, azaz több nemzetgazdaságot felölelő termelési vagy szolgáltatói hálózatot tart fenn. A transznacionális vállalat rendszerint több nemzeti tőkét integrál, ezért szokás „multinacionális" vállalatnak is nevezni.

Források

1. A magyar működő tőke-áramlás alakulása közép-kelet-európai összehasonlításban (ICEG, 2003)

2. Anita McGahan: "Selected profitability data on U.S. Industries and companies" Harvard business School 9-792-066, 1992

3. Antalóczy Katalin–Éltető Andrea (2002): Magyar vállalatok nemzetköziesedése – indítékok, hatások és problémák. Közgazdasági Szemle, XLIX. évf., 2002. február (158–172. o.)

4. Antalóczy Katalin–Sass Magdolna (2000): Működő tőke-áramlások, befektetői motivációk és befektetésösztönzés a világgazdaságban és Magyarországon Közgazdasági Szemle, XLVII. évf., 2000. május (473–496. o.)

5. Báger Gusztáv: Hungary's Audit Experience with PPP. In: Public Investment and Public-Private Partnerships. Ed. by G. Schwartz, A. Corbacho, K. Funke., International Monetary Fund. Palgrave Macmillan, New York ISBN 0-230-20133-4, pp. 160-180

6. Bató Márk: Az Európai Unió versenyképessége, Budapesti Corvinus Egyetem PhD értekezés

7. Bloomberg forecast 2004. Investment and M&A

8. Brunczel Balázs - Paul Hirst - Grahame Thompson: Globalisation in Question, Polity press, Cambridge 1996

9. Cégvezetés 2007/1: Külföldi bankolás, befektetés külföldön

10. Csaba Lentner, Lilla Huszár, and Pál Kolozsi: The Hungarian financial sector and the European integration University Of West Hungary Institute of Finance, Accountancy and Statistics, Sopron

11. Dr. habil Lentner Csaba CSc: Pénzügypolitikai stratégiák a XXI. Században, Akadémiai kiadó, 2007

12. Dr. Gál Péter-Moldicz Csaba - Novák Tamás: Privatizációs trendek Európában MFB Kiadványok (2005 szeptember)

13. Dr. Gál Péter-Moldicz Csaba: A befektetési banki piac jellemzői az ezredforduló után MFB kiadványok (2005)

14. ECOSTAT Mikroszkóp III. évfolyam 4. szám Globalizáció és a nemzetközi nagyvállalatok

15. Éltető A. és M. Sass [1998]: Motivations and behaviour of foreign investors in

Hungary with respect to their export activity. IWE Working Paper, Budapest, Institute for World Economics.

16. Ernst&Young: Investment destinations 2005.

17. Foreign Direct Investment in Hungary (MNB, 2005)

18. Froot, K.A. – Stein, J.C. (1991) Exchange rates and FDI: an imperfect capital markets approach. Quarterly Journal of Economics No. 4.

19. Gazdasági és Közlekedési Minisztérium: A magyar gazdaság (2001/4, 2002/3)

20. Halmos Kornél**:** A külföldi működő tőke és az innovációs képességek kapcsolata és szerepe a felzárkózási folyamatban BME: (2005)

21. Hans-Peter Martin - Harald Schumann: A globalizáció csapdája (Támadás a demokrácia és a jólét ellen) Perfekt kiadó 1998

22. Judith Clifton (Universidad de Oviedo)-Francisco Comín (Universidad de Alcalá)-Daniel Díaz Fuentes (Universidad de Cantabria): Transforming Public Enterprises: Networks, Integration and Transnationalisation. "From Ugly Duckling to Swans" (2006) http://altea.daea.ua.es

23. Kornai János: A Hiány, Budapest, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1980.

24. McKinsey Global Institute (2007): Global GDP versus financial assets

25. Mészáros Ádám [2004]: A magyarországi közvetlen külföldi működő tőke beruházások exportenkláve jellege, Külgazdaság, 48. évfolyam 4. szám

26. Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA) (2002): Foreign Direct Investment Survey, Washington, 2002 January

27. Nováky Erzsébet - Cserháti Ilona (1996): A magyar gazdaság és környezet kapcsolata rendszerdinamikai megközelítésben - Jövőtanulmányok 8. BKE Jövőkutatás Tanszék, Budapest

28. Nováky Erzsébet - Hideg Éva (1996): Módszertani útmutató technológiai előrejelzések (technology foresight) készítéséhez (az OMFB megbízásából készült tanulmány), Kézirat, BKE Jövőkutatás Tanszék, Budapest

29. Nováky, E. - Hideg, É. - Gáspár-Vér, K. (1997): Chaotic Behaviour of Economic and Social Macro Indicators in Hungary. Journal of Futures Studies

30. Oroszi Sándor: Tőkeáramlás és gazdasági növekedés PTE Felnőttképzési és Emberi Erőforrás fejlesztési Kar kiadványa (2006)

31. Oszlay András (1999): Elméletek és tények a külföldi működő tőke-befektetésről. MNB Füzetek: 1999/11

32. PERC [2001]: How Foreign Direct Investors Are Treated in Asia, No. 598.

33. Peter Lemangen: Shared Service Centre's (SSC's) ebb & flow, Oxford Intelligence: Strategies and Location Benchmarking Studies (2005)

34. PricewaterhouseCoopers: Global hedge fund valuation & risk management survey 2004

35. Prigogine, I., Stengers, I. (1995): Az új szövetség. A tudomány metamorfózisa. Akadémiai Kiadó, Budapest

36. Prospects for Foreign Direct Investment and the Strategies of Transnational Corporations, 2004-2007 (UNCTAD, 2004)

37. Regional Analysis of FDI in Hungary, 1992-1999 Istvan Csato July 25, 2001 Darla Moore School of Business University of South Carolina

38. Simai Mihály – Antalóczy Katalin – Mohácsi Kálmán – Voszka Éva: A magyarországi tőkeexport jellemzői: elméleti háttér, nemzetközi összehasonlítás, statisztikai elemzés és empirikus vizsgálatok. Pénzügykutató Rt., (2000 október)

39. Szanyi Miklós (1997): Elmélet és gyakorlat a nemzetközi működő tőke-áramlás vizsgálatában. Közgazdasági Szemle, XLIV. évf., 1997. június (488., 508. o.)

40. UNCTAD (1999), (2000), (2001), (2002), (2003), (2004), (2005), (2006): World Investment Report. New York

41. UNCTAD (2002b): Outward FDI from Central and Eastern European countries, UNCTAD

42. Unctad-DITE, Global Investment Prospects Assessment (GIBA) New York 2003

43. World Bank's Inernational Centre for Settlement Disputes Report for 2005 Washington (2005)

Internet források: *(Ellenőrizve: 2007 június 11-én)*

www.apad.pt

www.corvinus.hu

www.imd.ch/wcy/

www.imd.ch/research/publications/wcy/announcing.cfm www.edfi.be

www.epp.eurostat.cec.eu

www.ernst&young.com

www.fdimagazine.com

www.gkm.hu:

www.mnb.hu

www.portfolio.hu

www.pwc.com

www.unctad.org

www.worldbank.org

MELLÉKLETEK

1. számú melléklet – Lineáris regresszió táblázatai

1. számú táblázat – A regresszió analízis input adatai (1992)

Megye	FDI92	Ip.dolg	Ip. term.	Üz. száma	Vállalk.sz.	Ip.bér	utak	gépjármű	Szakm.tan	Felső.okt.tan.	Táv-Bp	Táv-Au
BP	2.96	277851	112.2	5806	22962	15287	2.9	487269	39167	17803	0	165
Pest	0.31	79818	97.4	2174	4604	12703	9.5	182316	12233	4233	30	165
Fejer	0.17	64004	96.1	673	1515	14895	11.1	85657	8392	2380	55	160
Komarom	0.13	46004	95.7	644	1424	14193	10.6	67548	7609	2008	65	110
Veszprem	0.06	57197	95.3	741	1397	13827	7.3	81780	8365	2571	115	140
Gyor	0.19	60842	96	811	1866	12414	9.7	92013	8503	3458	115	40
Vas	0.18	35984	97.7	491	825	11348	9.1	57712	6147	2047	180	20
Zala	0.07	40060	107.4	709	1060	12902	8.3	67928	6437	2265	210	90
Baranya	0.13	51787	95.9	693	1818	13767	5.7	93365	8724	2895	180	300
Somogy	0.04	28229	91.4	932	1346	10946	7	74119	7207	2031	160	300
Tolna	0.02	29752	120.8	436	866	13163	8.3	58350	5161	1604	120	260
Borsod	0.21	116310	87.2	1348	2108	13094	4.8	122394	16630	5809	160	350
Heves	0.09	42401	104.3	706	883	12061	8.2	65812	7941	2536	100	260
Nograd	0.05	31585	86.8	511	745	11921	6.7	43764	3961	1324	60	220
Hajdu-Bihar	0.09	58493	105.1	907	1584	12121	6.4	91262	11555	4235	205	370
Jasz	0.08	52534	102.2	850	1059	11657	7	73270	9340	2881	100	265
Szabolcs	0.04	50215	98.2	940	1578	10858	6.3	87566	11548	3876	240	400
Bacs-Kiskun	0.12	56235	103.8	1267	2148	11453	7	133228	12505	3484	115	270
Bekes	0.10	46741	196.9	1602	1169	11716	4	79319	8918	2466	185	350
Csongrad	0.07	53126	106	925	1799	12539	6.2	94819	9028	3385	170	330

Forrás: KSH Megyei statisztikai évkönyv (1990), (1992)

2. számú táblázat – Korrelációs mátrix, FDI regresszió analízis (1992)

	FDI92	*Ip.dolg.sz.*	*Ip.term..*	*Üz.száma*	*Vállak.sz.*	*ip.bér*	*utak*	*gépjármű*	*Szakm.tan*	*Fels.okt.tan*	*Táv-Bp*	*Táv-Au*
FDI92	1											
Ip.dolg.sz.	0.9532	1										
Ip.term.	0.0575	0.0041	1									
Üz.száma	0.9517	0.9448	0.1811	1								
Vállalk.sz.	0.9931	0.9564	0.0466	0.9702	1							
Ipari bérek	0.5186	0.5560	-0.1046	0.4093	0.5069	1						
Utak	-0.4549	-0.5026	-0.3797	-0.5402	-0.4665	0.0724	1					
gépjármű	0.9651	0.9650	0.0412	0.9818	0.9849	0.4845	-0.4734	1				
Szakm.tan.sz	0.9349	0.9803	0.0417	0.9537	0.9475	0.4401	-0.5679	0.9681	1			
Fels.okt.tan.sz.	0.9632	0.9845	0.0246	0.9561	0.9706	0.4572	-0.5538	0.9739	0.9897	1		
Táv-Bp	-0.5022	-0.4678	0.1894	-0.4670	-0.5038	-0.5440	-0.2162	-0.4944	-0.3763	-0.3847	1	
Táv-Au	-0.1731	-0.0675	0.2500	-0.0278	-0.1286	-0.3409	-0.5993	-0.0801	0.0519	-0.0091	0.4164	1

3. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1992) minden független változó felhasználásával

Regressziós statisztika	
Multiple R	0.9992
R négyzet	0.9983
Korrigált R négyzet	0.9960
Standard hiba	0.0405
Megfigyelések száma	20

	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	0.4262	0.2111	2.0187	0.0782
Iparban dolg.	0.0000	0.0000	2.0476	0.0748
Ipari term.	0.0022	0.0008	2.8051	0.0230
Üzemek száma	-0.0002	0.0001	-2.4024	0.0430
Vállakozások száma	0.0002	0.0000	8.3498	0.0000
Ipari bérek	-0.0001	0.0000	-2.2384	0.0556
Utak	0.0028	0.0115	0.2432	0.8140
Gépjármű	0.0000	0.0000	-2.1723	0.0616
Szakmunk.tan.sz.	0.0000	0.0000	1.3262	0.2214
Felső.okt.tan.sz.	-0.0001	0.0001	-1.6192	0.1441
Táv-Bp	0.0001	0.0004	0.1530	0.8822
Táv-Au	-0.0002	0.0002	-1.1124	0.2983

4. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1992), független változók: iparban dolgozók száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, utak, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika	
Többszörös R	0.9669
R négyzet	0.9349
Korrigált R négyzet	0.9048
Standard hiba	0.1979
Megfigyelések száma	20

	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	0.4030	0.8252	0.4884	0.6334
Ip.dolg.	0.0000	0.0000	6.0840	0.0000
Ip.term.	0.0019	0.0022	0.8474	0.4121
Ip. Bérek	0.0000	0.0001	-0.6642	0.5182
Utak	-0.0330	0.0459	-0.7191	0.4848
Táv-Bp	-0.0008	0.0010	-0.8526	0.4093
Táv-Au	-0.0010	0.0006	-1.7333	0.1067

5. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1992), független változók: vállalkozások száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, utak, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika	
Többszörös R	0.9951
R négyzet	0.9901
Korrigált R négyzet	0.9856
Standard hiba	0.0770
Megfigyelések száma	20

	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	0.0175	0.3243	0.0539	0.9578
Ipari termelés	0.0004	0.0008	0.4289	0.6750
Ipari bérek	0.0000	0.0000	0.4895	0.6326
Vállalkozások száma	0.0001	0.0000	17.8086	0.0000
utak	-0.0185	0.0172	-1.0747	0.3021
Táv-Bp	0.0000	0.0004	0.1207	0.9058
Táv-Au	-0.0005	0.0002	-2.0558	0.0605

6. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1992), független változók: üzemek száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, utak, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika	
Többszörös R	0.9744
R négyzet	0.9495
Korrigált R négyzet	0.9262
Standard hiba	0.1743
Megfigyelések száma	20

	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-0.2445	0.7541	-0.3242	0.7509
Ipari termelés	-0.0027	0.0019	-1.4322	0.1757
Ipari bérek	0.0001	0.0000	1.5921	0.1354
Üzemek száma	0.0005	0.0001	7.1756	0.0000
utak	-0.0461	0.0381	-1.2088	0.2483
Táv-Bp	0.0002	0.0009	0.2011	0.8438
Táv-Au	-0.0010	0.0005	-1.9745	0.0700

7. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1992), független változók: gépjárművek, ipari termelés, iparban dolgozók bére, utak, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika				
Többszörös R	0.9764			
R négyzet	0.9533			
Korrigált R négyzet	0.9317			
Standard hiba	0.1676			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-0.0148	0.7132	-0.0207	0.9838
Ipari termelés	0.0003	0.0018	0.1766	0.8625
Ipari bérek	0.0000	0.0000	0.7148	0.4874
Gépjárművek	0.0000	0.0000	7.5326	0.0000
Utak	-0.0575	0.0353	-1.6288	0.1273
Táv-Bp	-0.0003	0.0009	-0.3574	0.7265
Táv-Au	-0.0011	0.0005	-2.1836	0.0479

8. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1992), független változók: szakmunkás tanulók száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, utak, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika				
Többszörös R	0.9717			
R négyzet	0.9442			
Korrigált R négyzet	0.9184			
Standard hiba	0.1832			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	0.1394	0.7742	0.1801	0.8599
Ipari termelés	0.0014	0.0020	0.6761	0.5109
Ipari bérek	0.0000	0.0000	0.3747	0.7139
Szakm.tan. száma	0.0001	0.0000	6.7347	0.0000
Utak	-0.0577	0.0391	-1.4767	0.1636
Táv-Bp	-0.0013	0.0009	-1.4314	0.1759
Táv-Au	-0.0016	0.0005	-2.9644	0.0110

9. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1992), független változók: felsőoktatásban tanulók száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, utak, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika				
Többszörös R	0.9850			
R négyzet	0.9702			
Korrigált R négyzet	0.9564			
Standard hiba	0.1339			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-0.0215	0.5677	-0.0378	0.9704
Ipari termelés	0.0020	0.0015	1.3561	0.1982
Ipari bérek	0.0000	0.0000	0.1792	0.8605
Felsőokt.tan.száma	0.0002	0.0000	9.8081	0.0000
utak	-0.0264	0.0300	-0.8809	0.3944
Táv-Bp	-0.0012	0.0006	-1.8896	0.0813
Táv-Au	-0.0010	0.0004	-2.5632	0.0236

10. számú táblázat – A regresszió analízis input adatai (1995)

Megyék	FDI95	Ip.dolg	Ip.dolg.	Üz.száma	GDP/fő	Vállalk.sz.	Munkanélk.	Ip.bérek	utak	Gépj.	tel	Szakm.tan.sz	Fels.okt.tan.sz.	Táv-Bp	Táv-Au
BP	7.60	140614	116.6	1930	1501	37655	6.3	43969	4.4	573200	341	25127	26191	0	165
Pest	1.05	49779	122.8	1118	314	6932	9.3	34986	9.7	202789	109	10245	6682	30	165
Fejer	0.44	44976	122	508	174	2456	12.5	37499	11.2	100777	126	6493	3984	55	160
Komarom	0.37	29919	113.6	412	107	2260	14	34285	10.6	68490	153	6188	2889	65	110
Veszprem	0.13	37027	111.4	471	128	2272	12.5	31914	7.2	89293	118	7184	3944	115	140
Gyor	0.68	44341	108.1	544	188	3057	8.8	31824	10.3	107579	212	7407	4741	115	40
Vas	0.43	30455	148.5	419	120	1478	9.5	28121	9.3	63922	147	5483	2885	180	20
Zala	0.21	30575	103.1	513	121	1714	10.8	33172	8.2	70133	136	5312	3325	210	90
Baranya	0.34	28724	102	396	147	2914	12.6	32471	5.7	101824	173	6953	4142	180	300
Somogy	0.12	18147	124.6	542	110	2066	12.8	27298	7	76784	165	6423	3384	160	300
Tolna	0.05	21376	103.9	285	100	1353	14.9	36925	8.3	62031	107	4719	2513	120	260
Borsod	0.36	68815	117.1	908	224	3410	21.1	32836	4.9	129064	164	12644	8616	160	350
Heves	0.22	26047	106.1	493	102	1355	15.8	33737	8.3	66768	178	6086	3644	100	260
Nograd	0.09	18401	103.1	332	58	1113	19.1	25700	6.7	47093	97	2840	2625	60	220
Hajdu-Bihar	0.12	38985	105.5	596	194	2738	17.3	30683	6.4	99696	136	8652	6044	205	370
Jasz	0.10	33714	103.1	664	141	1868	17.5	30377	7	72049	108	7560	4225	100	265
Szabolcs	0.07	31275	98.6	773	148	2566	20.6	27466	6.3	101115	81	9551	5864	240	400
Bacs-Kiskun	0.17	38038	117.3	800	177	3613	15.7	29011	7	144315	129	10505	5244	115	270
Bekes	0.13	30702	108.6	582	136	1894	16.9	29762	4	79442	101	6878	3873	185	350
Csongrad	0.10	34737	109.6	561	174	2924	12.2	31468	6.3	98867	165	7080	5157	170	330

Forrás: KSH Megyei statisztikai évkönyv (1995)

11. számú táblázat – Korrelációs mátrix, FDI regresszió analízis (1995)

	FDI95	*ip.fogl.*	*ipari termelés*	*nu.plants*	*GDP/fő*	*enterprises*	*Ipari bérek*	*munkanélk.*	*utak*	*vehicles*	*tel*	*Szakm.tan.sz*	*Felső.okt.tan.sz.*	*Táv-Bp*	*Táv-Au*
FDI95	1														
ip.fogl.	0.9233	1													
ipari termelés	0.1499	0.1653	1												
üzemek száma	0.8638	0.9166	0.1463	1											
GDP/fő	0.9915	0.9471	0.1227	0.9041	1										
enterprises	0.9938	0.9307	0.1159	0.8952	0.9977	1									
Ipari bérek	0.6993	0.7084	0.0184	0.5534	0.6942	0.6836	1								
munkanélk.	-0.5207	-0.3872	-0.4366	-0.3080	-0.4733	-0.4805	-0.5118	1							
utak	-0.2705	-0.3065	0.3058	-0.3651	-0.3343	-0.3302	0.1105	-0.3593	1						
vehicles	0.9709	0.9484	0.1401	0.9400	0.9873	0.9864	0.6833	-0.4754	-0.3204	1					
tel	0.8277	0.7765	0.1727	0.6308	0.8076	0.8044	0.6100	-0.5865	-0.1703	0.7746	1				
Szakm.tan.sz	0.8867	0.9547	0.1164	0.9616	0.9286	0.9170	0.6000	-0.2829	-0.4259	0.9503	0.7240	1			
Felső.okt.tan.sz.	0.9580	0.9676	0.0794	0.9351	0.9827	0.9750	0.6437	-0.3494	-0.4240	0.9778	0.7871	0.9688	1		
Táv-Bp	-0.5211	-0.4561	-0.1770	-0.4111	-0.4775	-0.4967	-0.5645	0.3672	-0.3126	-0.4965	-0.3587	-0.3466	-0.4022	1	
Táv-Au	-0.2070	-0.1203	-0.4528	0.0317	-0.1171	-0.1273	-0.2610	0.7092	-0.6743	-0.0963	-0.2583	0.0664	0.0003	0.4164	1

12. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye(1995), minden független változó használatával

Regressziós statisztika	
Többszörös R	0.9993
R négyzet	0.9986
Korrigált R négyzet	0.9946
Standard hiba	0.1219
Megfigyelések száma	20

	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-1.7708	1.0037	-1.7643	0.1380
Iparban dolg. száma	0.0000	0.0000	0.3608	0.7330
Ip.termelés	0.0030	0.0036	0.8296	0.4446
Üzemek száma	0.0004	0.0005	0.8882	0.4151
GDP/fő	0.0031	0.0031	0.9847	0.3700
Vállakozások száma	0.0002	0.0001	1.1788	0.2915
Ipari bérek	0.0000	0.0000	0.3051	0.7726
Munkanélküliségi ráta	0.0591	0.0297	1.9858	0.1038
utak	0.0109	0.0385	0.2822	0.7891
Gépjárművek	0.0000	0.0000	0.3341	0.7519
Tel	0.0035	0.0016	2.1794	0.0812
Szakmunkástan.sz.	-0.0001	0.0001	-1.5167	0.1898
Felső.okt.tan száma	-0.0001	0.0002	-0.9654	0.3787
Táv-Bp	0.0012	0.0012	1.0285	0.3509
Táv-Au	-0.0011	0.0011	-1.0667	0.3349

13. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1995), független változók: iparban dolgozók száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regresszios statisztika				
Többszörös R	0.9328			
R négyzet	0.8701			
Korrigált R négyzet	0.8238			
Standard hiba	0.6955			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-0.2503	3.1683	-0.0790	0.9382
Iparban dolgozók száma	0.0001	0.0000	6.0461	0.0000
Ipari termelés	-0.0071	0.0165	-0.4311	0.6730
Ipari bérek	0.0000	0.0001	0.0447	0.9650
Táv-Bp	-0.0024	0.0032	-0.7369	0.4734
Táv-Au	-0.0012	0.0018	-0.6914	0.5006

14. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1995), független változók: vállalkozások száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától.

Regressziós statisztika				
Többszörös R	0.9972			
R négyzet	0.9943			
Korrigált R négyzet	0.9923			
Standard hiba	0.1451			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-0.1582	0.6418	-0.2464	0.8089
Vállalkozások száma	0.0002	0.0000	33.8654	0.0000
Ipari termelés	0.0001	0.0034	0.0276	0.9784
Ipari bérek	0.0000	0.0000	0.4434	0.6643
Táv-Bp	0.0001	0.0007	0.2147	0.8331
Táv-Au	-0.0012	0.0004	-3.2400	0.0059

15. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1995), független változók: üzemek száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika				
Többszörös R	0.9180			
R négyzet	0.8427			
Korrigált R négyzet	0.7865			
Standard hiba	0.7656			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-2.9920	3.2970	-0.9075	0.3795
Üzemek száma	0.0034	0.0006	5.2653	0.0001
Ipari termelés	-0.0072	0.0183	-0.3969	0.6974
Ipari bérek	0.0001	0.0001	1.5582	0.1415
Táv-Bp	-0.0004	0.0036	-0.1197	0.9064
Táv-Au	-0.0028	0.0021	-1.3246	0.2065

16. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1995), független változók: GDP/fő, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika				
Többszörös R	0.9961			
R négyzet	0.9923			
Korrigált R négyzet	0.9895			
Standard hiba	0.1697			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	0.5395	0.7613	0.7086	0.4902
GDP/fő	0.0053	0.0002	28.8987	0.0000
Ipari termelés	-0.0027	0.0039	-0.6931	0.4996
Ipari bérek	0.0000	0.0000	-0.7395	0.4718
Táv-Bp	-0.0007	0.0008	-0.9215	0.3724
Táv-Au	-0.0014	0.0004	-3.2303	0.0060

17. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1995), független változók: gépjárművek száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika				
Többszörös R	0.9785			
R négyzet	0.9575			
Korrigált R négyzet	0.9423			
Standard hiba	0.3981			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-0.1121	1.7759	-0.0631	0.9505
Gépjárművek	0.0000	0.0000	11.8447	0.0000
Ipari termelés	-0.0063	0.0094	-0.6785	0.5085
Ipari bérek	0.0000	0.0000	0.2038	0.8414
Táv-Bp	0.0003	0.0019	0.1830	0.8574
Táv-Au	-0.0020	0.0010	-1.9340	0.0736

18. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1995), független változók: telefon fővonalak száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika				
Többszörös R	0.8813			
R négyzet	0.7768			
Korrigált R négyzet	0.6971			
Standard hiba	0.9118			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-5.6737	3.7712	-1.5045	0.1547
Telefon fővonalak száma	0.0189	0.0048	3.9256	0.0015
Ipari termelés	0.0083	0.0210	0.3935	0.6999
Ipari bérek	0.0001	0.0001	1.2166	0.2439
Táv-Bp	-0.0053	0.0042	-1.2844	0.2198
Táv-Au	0.0019	0.0023	0.8410	0.4145

19. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1995), független változók: szakmunkás tanulók száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós Statisztika				
Multiple R	0.9383			
R Négyzet	0.8804			
Korrigált R Négyzet	0.8377			
Standard Hiba	0.6674			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard Hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-0.7823	2.9920	-0.2615	0.7975
Szakmunkás.tan.sz	0.0003	0.0000	6.3946	0.0000
ipari termelés	-0.0097	0.0159	-0.6079	0.5530
Ipari bérek	0.0000	0.0001	0.6661	0.5161
Táv-Bp	-0.0027	0.0031	-0.8659	0.4012
Táv-Au	-0.0033	0.0018	-1.8133	0.0913

20. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1995), független változók: felsőoktatásban tanulók száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós Statisztika				
Többszörös R	0.9823			
R Négyzet	0.9650			
Korrigált R Négyzet	0.9525			
Standard Hiba	0.3612			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard Hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-0.2142	1.6050	-0.1334	0.8957
Felső.okt.tan.sz.	0.0003	0.0000	13.1705	0.0000
ipari termelés	-0.0025	0.0084	-0.2922	0.7744
Ipari bérek	0.0000	0.0000	0.3320	0.7448
Táv-Bp	-0.0017	0.0017	-1.0104	0.3294
Táv-Au	-0.0027	0.0010	-2.8020	0.0141

21. számú táblázat – A regresszió analízis input adatai (1998)

Megye	FDI98	Ip.dolg.	ipari termelés	Üz.száma	GDP/fő	Vállalk.sz.	Munk.nélk.	Ipari bérek	utak	Gépj.	tel	Szakm.t.sz	Fels.okt.t.sz	Táv-Bp	Táv-Au
BP	10.73	116940	107.8	1638	2372	98254	5	67462	4.8	586247	440	21228	34497	0	165
Pest	1.65	46628	108.6	1096	489	21057	6.9	52578	9.9	245047	251	9030	11667	30	165
Fejer	0.64	47546	120.1	470	293	7581	9	56124	11.2	95280	234	5685	6256	55	160
Komarom	0.50	28239	115.6	341	187	5847	11.5	50200	10.8	72298	197	5516	3762	65	110
Veszprem	0.21	36623	100	460	203	5833	9.4	46774	7.2	89286	198	6635	6027	115	140
Gyor	1.04	43349	116.6	533	315	8448	6.7	49130	11.2	109423	284	6882	7058	115	40
Vas	0.52	32195	102.8	350	198	3914	6.8	44537	9.1	63794	248	4750	3996	180	20
Zala	0.21	27815	110.9	482	188	5715	9.2	47414	8.2	74396	244	4527	4956	210	90
Baranya	0.40	25465	110.5	515	211	9110	12	46210	5.8	97522	255	6218	5779	180	300
Somogy	0.16	17721	109.2	552	169	5766	12.6	40810	7	80201	238	5701	4056	160	300
Tolna	0.06	20474	97.4	328	150	3756	13.6	52471	8.3	58262	237	4137	3897	120	260
Borsod	0.85	63639	103.2	677	352	10398	18.4	48477	4.9	129263	221	11178	11866	160	350
Heves	0.34	24479	110.5	512	160	3699	12.8	49211	8.3	71495	240	5243	5126	100	260
Nograd	0.10	15701	112.8	254	85	2668	16.3	38837	6.8	44990	156	2556	2986	60	220
Hajdu-Bihar	0.51	34768	107.3	666	287	8955	15.7	43795	6.4	101834	200	7724	8840	205	370
Jasz	0.17	31536	104.9	533	214	5522	14.4	43457	7	69288	206	6709	6764	100	265
Szabolcs	0.13	29238	103.2	566	227	7227	19	39456	6.3	118517	150	8366	8487	240	400
Bacs-Kiskun	0.24	35480	93.2	841	275	9639	10.3	41611	6.9	140056	229	9113	7463	115	270
Bekes	0.20	28047	105.3	587	205	4978	13.6	42875	4	80198	113	6432	5313	185	350
Csongrad	0.47	30328	106.8	614	266	9478	9	46893	6.3	103477	249	6216	7220	170	330

Forrás: KSH Megyei statisztikai évkönyv (1998)

22. számú táblázat - Korrelációs mátrix, regresszió analízis (1998)

	FDI98	*ip.fogl.*	*ip.term*	*nu.plants*	*GDP/fő*	*enterprises*	*Ipari bérek*	*munkanélk.*	*utak*	*vehicles*	*tel*	*Szakm.tan.sz*	*Fels.okt.t.sz.*	*Táv-Bp*	*Táv-Au*
FDI98	1														
ip.fogl.	0.9067	1													
ipari termelés	0.0694	0.0282	1												
nu.plants	0.8444	0.8408	-0.1266	1											
GDP/fő	0.9963	0.9200	0.0217	0.8726	1										
enterprises	0.9941	0.9016	0.0180	0.8818	0.9974	1									
Ipari bérek	0.7701	0.7805	0.2541	0.6027	0.7586	0.7471	1								
munkanélk.	-0.4543	-0.3983	-0.1973	-0.3934	-0.4344	-0.4334	-0.5792	1							
utak	-0.2326	-0.1913	0.4867	-0.3137	-0.2686	-0.2791	0.1963	-0.4313	1						
vehicles	0.9659	0.9114	-0.0216	0.9421	0.9763	0.9820	0.7316	-0.4437	-0.2506	1					
tel	0.8085	0.7416	0.1169	0.6790	0.7968	0.7956	0.7843	-0.6705	0.0815	0.7731	1				
Szakmunkás.tan.sz	0.8893	0.9354	-0.1556	0.9237	0.9168	0.9109	0.6256	-0.2544	-0.3879	0.9378	0.6737	1			
Fels.okt.tan.száma	0.9586	0.9476	-0.0468	0.9193	0.9745	0.9713	0.7116	-0.3251	-0.3405	0.9772	0.7452	0.9691	1		
Táv-Bp	-0.5145	-0.4656	-0.2808	-0.3997	-0.4861	-0.4929	-0.6261	0.4392	-0.3448	-0.4976	-0.4533	-0.3378	-0.4179	1	
Táv-Au	-0.1818	-0.1640	-0.3407	0.0583	-0.1331	-0.1190	-0.3730	0.7412	-0.6970	-0.0962	-0.3870	0.0757	-0.0073	0.4164	1

23. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1998), minden független variáció felhasználásával

Regressziós Statisztika	
Multiple R	0.9994
R Négyzet	0.9989
Korrigált R Négyzet	0.9957
Standard Hiba	0.1537
Megfigyelések száma	20

	Koefficiens	*Standard Hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-2.3063	1.1634	-1.9823	0.1043
ip.fogl.	0.0000	0.0000	-1.2670	0.2610
ipari termelés	0.0199	0.0091	2.1919	0.0799
Üzemek száma	-0.0010	0.0008	-1.1996	0.2840
GDP/fő	0.0076	0.0024	3.2301	0.0232
Vállak.száma	-0.0001	0.0001	-1.3427	0.2371
Ipari bérek	0.0000	0.0000	0.6456	0.5470
munkanélk.	0.0254	0.0296	0.8587	0.4297
Utak	-0.1151	0.0611	-1.8836	0.1183
Gépjárművek	0.0000	0.0000	1.5005	0.1938
Telefon	0.0024	0.0015	1.5700	0.1772
Szakmunkás.tan.sz	0.0000	0.0001	0.2403	0.8197
Fels.okt.tan.száma	0.0000	0.0001	0.0360	0.9727
Táv-Bp	-0.0015	0.0011	-1.3877	0.2239
Táv-Au	-0.0019	0.0010	-1.8780	0.1192

24. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1998), független változók: iparban dolgozók száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós Statisztika	
Többszörös R	0.9148
R Négyzet	0.8368
Korrigált R Négyzet	0.7785
Standard Hiba	1.0978
Megfigyelések száma	20

	Koefficiens	*Standard Hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-3.8196	5.4564	-0.7000	0.4954
ip.fogl.	0.0001	0.0000	4.2756	0.0008
ipari termelés	0.0007	0.0431	0.0171	0.9866
Ipari bérek	0.0000	0.0001	0.5510	0.5903
Táv-Bp	-0.0033	0.0052	-0.6295	0.5392
Táv-Au	0.0006	0.0026	0.2170	0.8313

25. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1998), független változók: vállalkozások száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós Statisztika				
Többszörös R	0.9967			
R Négyzet	0.9934			
Korrigált R Négyzet	0.9911			
Standard Hiba	0.2203			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard Hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-1.6853	1.1011	-1.5306	0.1482
Vállalkozások száma	0.0001	0.0000	28.0613	0.0000
ipari termelés	0.0117	0.0086	1.3529	0.1975
Ipari bérek	0.0000	0.0000	0.4263	0.6764
Táv-Bp	0.0003	0.0011	0.3239	0.7508
Táv-Au	-0.0011	0.0005	-2.0294	0.0619

26. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1998), független változók: üzemek száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós Statisztika				
Többszörös R	0.9093			
R Négyzet	0.8269			
Korrigált R Négyzet	0.7651			
Standard Hiba	1.1305			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard Hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-8.8487	5.5608	-1.5913	0.1339
Üzemek száma	0.0049	0.0012	4.0545	0.0012
ipari termelés	0.0138	0.0453	0.3048	0.7650
Ipari bérek	0.0001	0.0001	1.8910	0.0795
Táv-Bp	0.0001	0.0054	0.0182	0.9857
Táv-Au	-0.0017	0.0028	-0.5931	0.5626

27. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1995), független változók: egy főre jutó GDP, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós Statisztika				
Többszörös R	0.9982			
R Négyzet	0.9963			
Korrigált R Négyzet	0.9950			
Standard Hiba	0.1651			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard Hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-1.4559	0.8260	-1.7626	0.0998
GDP/fő	0.0048	0.0001	37.5984	0.0000
ipari termelés	0.0127	0.0065	1.9647	0.0696
Ipari bérek	0.0000	0.0000	-0.6705	0.5135
Táv-Bp	-0.0006	0.0008	-0.7573	0.4614
Táv-Au	-0.0008	0.0004	-1.9695	0.0690

28. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1998), független változók: gépjárművek száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós Statisztika				
Multiple R	0.9734			
R Négyzet	0.9475			
Korrigált R Négyzet	0.9288			
Standard Hiba	0.6223			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard Hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-4.8312	3.0683	-1.5746	0.1377
Gépjármű	0.0000	0.0000	9.2980	0.0000
ipari termelés	0.0208	0.0247	0.8421	0.4139
Ipari bérek	0.0000	0.0000	0.7900	0.4427
Táv-Bp	0.0013	0.0030	0.4219	0.6795
Táv-Au	-0.0012	0.0015	-0.7770	0.4501

29. számú táblázat - A regresszió analízis eredménye (1998), független változók: telefon fővonalak száma ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós Statisztika				
Többszörös R	0.8640			
R Négyzet	0.7466			
Korrigált R Négyzet	0.6561			
Standard Hiba	1.3679			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard Hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-7.2765	6.7161	-1.0834	0.2969
Tel	0.0213	0.0082	2.6059	0.0207
ipari termelés	-0.0179	0.0531	-0.3373	0.7409
Ipari bérek	0.0001	0.0001	1.1798	0.2578
Táv-Bp	-0.0058	0.0065	-0.8981	0.3843
Táv-Au	0.0043	0.0033	1.3043	0.2132

30. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1998), független változók: szakmunkás tanulók száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós Statisztika				
Többszörös R	0.9434			
R Négyzet	0.8900			
Korrigált R Négyzet	0.8507			
Standard Hiba	0.9013			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard Hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-7.8429	4.4253	-1.7723	0.0981
Szakmunkás.tan.sz	0.0005	0.0001	5.8218	0.0000
ipari termelés	0.0314	0.0367	0.8565	0.4062
Ipari bérek	0.0001	0.0001	1.1106	0.2854
Táv-Bp	-0.0025	0.0043	-0.5863	0.5670
Táv-Au	-0.0025	0.0023	-1.0807	0.2981

31. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (1995), független változók: felsőoktatásban tanulók száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós Statisztika				
Többszörös R	0.9770			
R Négyzet	0.9546			
Korrigált R Négyzet	0.9384			
Standard Hiba	0.5790			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard Hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-2.9851	2.8770	-1.0376	0.3170
Fels.okt.tan.száma	0.0003	0.0000	10.1015	0.0000
ipari termelés	0.0179	0.0229	0.7818	0.4473
Ipari bérek	0.0000	0.0000	0.2009	0.8437
Táv-Bp	-0.0017	0.0027	-0.6019	0.5568
Táv-Au	-0.0027	0.0015	-1.8799	0.0811

32. számú táblázat - A regresszióanalízis input adatai az FDI-ra vonatkozóan

Megye	FDI02	Ip.fogl.	Ip.term.	GDP/fő	Vállalk.sz.	Ip.bérek	munkanélk.	utak	gépjármű	tel	Szakm.tan.	Fels.okt.tan.	Táv-Bp	Táv. Au
BP	14,15	114477	105,6	3494	181 406	160414	3,7	4,6	594246	452	56154	80994	0	165
Pest	3,09	64537	102,9	1452	48 516	122120	4,3	10,6	324026	283	11670	6226	30	165
Fejer	0,74	55350	92,1	1551	14 454	136279	6,1	11,1	110618	281	10979	5786	55	160
Komarom	1,12	33683	113,7	1525	10 916	125178	4,1	11,2	80867	287	6914	1866	65	110
Veszprem	0,37	36169	100	1307	11 116	109974	4,5	7	96984	297	7733	5887	115	140
Gyor	2,27	51707	100,5	1938	15 791	128946	3,9	11,4	119188	314	11186	10644	115	40
Vas	0,78	38755	107,3	1626	7 676	107592	4,8	9,2	70102	309	6549	2807	180	20
Zala	0,13	30324	117,1	1428	10 293	105570	3,6	8,3	80545	293	8846	2317	210	90
Baranya	0,23	25156	102,4	1225	15 765	99809	7,2	5,8	100611	279	7687	13098	180	300
Somogy	0,27	19516	113,9	1115	9 438	88684	8,2	7,2	82550	288	7069	2318	160	300
Tolna	0,08	18805	105,5	1291	6 685	117334	8,4	8,3	61981	277	5479	787	120	260
Borsod	0,81	47804	102,7	1025	18 673	113672	10,5	5,6	136035	249	18490	7899	160	350
Heves	0,35	26199	91,2	1209	8 084	117085	5,7	10	76752	288	8581	4697	100	260
Nograd	0,12	17713	98,1	897	4 764	94186	8,1	6,8	47424	286	4306	681	60	220
Hajdu	0,77	33991	106,6	1206	16 631	101523	6,6	6,4	114032	261	13578	14630	205	370
Jasz	0,46	32169	108,6	1112	9 861	99914	7,8	6,9	79972	261	9876	3335	100	265
Szabolcs	0,19	34603	107,4	891	14 280	87814	9,1	6,3	122270	220	12273	5634	240	400
Bacs	0,23	39432	108,2	1116	17 207	98242	6,2	7,4	147146	274	12106	4590	115	270
Bekes	0,25	25477	101,3	1021	8250	91787	6,9	4,2	82515	269	8696	2196	185	350
Csongrad	0,32	27254	99,9	1269	13 763	105320	5,5	6,5	101621	278	11621	16021	170	330

Forrás: KSH 2002, 2003-as évkönyveiből, az egyéb paraméterekre vonatkozóan a Megyei Statisztikai Évkönyvekből származnak.

33. számú táblázat – Korrelációs mátrix, regressziós analízis FDI (2002)

	FDI02	Ip.fogl.	Ip.term.	GDP/fő	Vállalk.sz	Ip.bérek	munkanélk.	utak	gépjármű	tel	Szakm.tan.	Fels.okt.tan.	Táv-Bp	Táv-Au
FDI02	1,0000													
	0,9064	1,0000												
Ip.term	0,0240	-0,0714	1,0000											
GDP/fő	0,9281	0,8642	0,0339	1,0000										
Vállak.sz.	0,9877	0,8973	0,0357	0,8830	1,0000									
Ip.bérek	0,7427	0,8047	-0,2419	0,8460	0,6892	1,0000								
Munkanélk	-0,3954	-0,4245	-0,0594	-0,6001	-0,3390	-0,5331	1,0000							
Utak	-0,1903	-0,0051	-0,1207	0,0433	-0,2735	0,3558	-0,4507	1,0000						
gépjármű	0,9461	0,9263	0,0165	0,8192	0,9692	0,6714	-0,3512	-0,1968	1,0000					
Tel	0,8882	0,7404	0,0038	0,9389	0,8472	0,7309	-0,5874	-0,0527	0,7558	1,0000				
Szakm.tan	0,9471	0,8836	0,0217	0,8356	0,9619	0,6532	-0,2222	-0,3654	0,9148	0,7705	1,0000			
Fels.okt.tan	0,9496	0,8267	-0,0221	0,8745	0,9581	0,6494	-0,3107	-0,3636	0,8867	0,8388	0,9634	1,0000		
Táv.-Bp	-0,5508	-0,5580	0,3084	-0,5240	-0,5141	-0,7031	0,3482	-0,3478	-0,5328	-0,5667	-0,3880	-0,3839	1,0000	
Táv-Au	-0,2323	-0,3141	-0,0835	-0,4929	-0,1342	-0,5212	0,7497	-0,6455	-0,1210	-0,4969	-0,0160	-0,0561	0,4164	1,0000

34. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (2002), a felhasznált összes független változóra vonatkozóan

Regressziós statisztika (1)				
R négyzet	0.993618			
Korrigált R négyzet	0.979791			
Standard hiba	0.441939			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t-statisztika*	*P-érték*
Intercept	6.493751	9.152002	0.709544	0.5046
Ip.fogl.	-3.27E-05	4.95E-05	-0.661664	0.5328
Ip.term.	-0.028954	0.031907	-0.907465	0.3991
GDP/fő	0.003723	0.002214	1.681970	0.1436
Vállalk. Sz.	4.30E-05	4.76E-05	0.903461	0.4011
Ip.bérek	-3.28E-05	2.46E-05	-1.331990	0.2312
Munkanélk.	0.061135	0.109205	0.559822	0.5959
utak	-0.003729	0.133977	-0.027831	0.9787
gépjármű	3.89E-06	1.09E-05	0.357700	0.7328
tel	-0.013711	0.018532	-0.739858	0.4873
Szakm.tan.	9.92E-05	0.000105	0.947032	0.3802
Fels.okt.tan	-3.26E-05	4.85E-05	-0.672384	0.5264
Táv-Bp	-0.005499	0.004481	-1.227248	0.2657
Táv-Au	-0.001987	0.004404	-0.451192	0.6677

35. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (2002), független változók: iparban dolgozók száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika (2)				
R négyzet	0.852864			
Korrigált R négyzet	0.800316			
Standard hiba	1.389203			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*T Stat*	*P-érték*
Intercept	-14.40041	8.149698	-1.766987	0.0990
Ip.dolg	0.000110	2.64E-05	4.186526	0.0009
Ip.term.	0.079716	0.055019	1.448875	0.1694
Ip.bérek	2.67E-05	3.99E-05	0.669245	0.5142
Táv-Bp	-0.006262	0.007150	-0.875797	0.3959
Táv-Au	0.004415	0.003637	1.214007	0.2448

36. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (2002), független változók: vállalkozások száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós Statisztika (3)				
R négyzet	0.986834			
Korrigált R négyzet	0.982132			
Standard hiba	0.415562			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-0.634839	2.695424	-0.235525	0.8172
Vállalk.száma	7.61E-05	4.14E-06	18.39359	0.0000
Ip. Term.	-0.002806	0.017719	-0.158390	0.8764
Ip. bérek	9.43E-06	1.11E-05	0.847889	0.4108
Táv-Bp	0.000401	0.002186	0.183544	0.8570
Táv-Au	-0.002263	0.001202	-1.882263	0.0808

37. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (2002), független változók: GDP/fő, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika (4)				
R négyzet	0.960206			
Korrigált R négyzet	0.945994			
Standard hiba	0.722465			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-5.171696	4.495671	-1.150372	0.2693
GDP/fő	0.006381	0.000630	10.12761	0.0000
Ip.term.	0.016509	0.030241	0.545923	0.5937
Ip.bérek	-4.07E-05	2.35E-05	-1.734393	0.1048
Táv-Bp	-0.012418	0.003732	-3.327497	0.0050
Táv-Au	0.008965	0.001814	4.942375	0.0002

38. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (2002), független változók: gépjárművek száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika (5)				
R négyzet	0.920677			
Korrigált R négyzet	0.892347			
Standard hiba	1.020016			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-7.906134	6.271135	-1.260718	0.2280
Gépjárm.	2.06E-05	3.09E-06	6.669261	0.0000
Ip.term	0.023460	0.042835	0.547680	0.5925
Ip.bérek	3.70E-05	2.61E-05	1.421378	0.1771
Táv-Bp	0.001479	0.005439	0.271920	0.7897
Táv-Au	-0.000872	0.002938	-0.296796	0.7710

39. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (2002), független változók: telefonfővonalak száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika (6)				
R négyzet	0.911327			
Korrigált R négyzet	0.879658			
Standard hiba	1.078455			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-31.68842	5.487334	-5.774830	0.0000
tel	0.054305	0.008773	6.189752	0.0000
Ip.term..	0.076880	0.042399	1.813259	0.0913
Ip.bérek	6.63E-05	2.49E-05	2.655571	0.0188
Táv-Bp	-0.002850	0.005607	-0.508369	0.6191
Táv-Au	0.010732	0.002727	3.935703	0.0015

40. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (2002), független változók: szakmunkás tanulók száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika (7)				
R négyzet	0.959482			
Korrigált R négyzet	0.945011			
Standard hiba	0.729010			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	0.350711	4.876543	0.071918	0.9437
Szakm.tan	0.000263	2.62E-05	10.02420	0.0000
Ip.term.	0.012847	0.030679	0.418768	0.6817
Ip.bérek	-1.17E-05	2.15E-05	-0.544479	0.5947
Táv-Bp	-0.008450	0.003743	-2.257243	0.0405
Táv-Au	-0.004925	0.002282	-2.158292	0.0488

41. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (2002), független változók: a felsőoktatásban tanulók szám, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika (8)				
R négyzet	0.962115			
Korrigált R négyzet	0.948585			
Standard hiba	0.704917			
Megfigyelések száma	20			
	koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-4.729364	4.406286	-1.073322	0.3013
Fels.okt.tan	0.000150	1.44E-05	10.41365	0.0000
Ip.term.	0.051700	0.028228	1.831537	0.0884
Ip.bérek	8.13E-06	1.93E-05	0.421025	0.6801
Táv-Bp	-0.009634	0.003622	-2.660006	0.0187
Táv-Au	-0.001892	0.002043	-0.926205	0.3700

42. számú táblázat – A regresszióanalízis input adatai az FDI-ra vonatkozóan a KSH 2004, 2005-as évkönyveiből, az egyéb paraméterekre vonatkozóan a Megyei Statisztikai Évkönyvekből származnak

Counties	FDI04	Ip.dolg.	Ip.term.	GDP/fő	Vállalk. száma	Ip.bérek	Munka-nélk.	utak	gépjármű	tel	Szakm.tan.	Fels. okt.tan	Táv-Bp	Táv-Au
BP	24,04	108 908	102,8	4150	193 852	196 637	4,4	4,4	602114	577	55795	90213	0	165
Pest	7,30	70 145	105,6	1800	56 924	145 147	4,7	10,5	368311	313	12271	7034	30	165
Fejer	2,21	49 313	102,3	1982	15 794	160 363	6,4	11	119276	314	10898	5758	55	160
Komarom	2,20	39 001	123,9	2269	12 016	151 466	5,2	11,2	87242	323	6878	1859	65	110
Veszprem	0,58	32 680	108,3	1586	11 936	129 414	5	7,1	102834	316	8028	6248	115	140
Gyor	4,11	49 136	106	2336	22 359	154 154	3,8	11,4	129897	373	11135	11749	115	40
Vas	1,38	34 465	94,4	2039	8 404	127 700	5,8	9,1	75730	348	7140	2938	180	20
Zala	0,22	30 923	118,1	1839	11 115	122 486	4,7	9,1	85549	346	8681	2770	210	90
Baranya	0,21	22 242	94,9	1500	16 601	122 329	8	5,8	107188	336	7371	14534	180	300
Somogy	0,45	15 996	116,6	1385	10 017	100 904	6,1	7,3	88356	328	7361	2553	160	300
Tolna	0,07	17 535	100,6	1424	7 056	141 277	7,7	8,8	66201	324	5254	836	120	260
Borsod	1,19	46 921	116,3	1355	20 146	131 219	10,9	6	151943	292	20570	8065	160	350
Heves	0,67	24 570	113,3	1482	8 759	139 228	7,3	10	83483	338	9095	5423	100	260
Nograd	0,18	14 251	107,6	1094	5 073	113 395	9,4	6,7	51673	299	4314	790	60	220
Hajdu	1,10	30 486	110	1538	18 058	120 203	5,7	6,7	129309	296	13879	16513	205	370
Jasz	0,72	28 681	99,8	1309	10 551	114 851	6,2	6,9	87873	289	10095	3459	100	265
Szabolcs	0,47	30 128	100,7	1131	16 238	104 502	9,5	6,3	135211	245	12612	6741	240	400
Bacs	0,34	38 217	106,2	1380	18 512	114 930	7,1	7,5	158367	299	12096	4676	115	270
Bekes	0,33	23 832	102	1235	8 506	104 725	6,5	4,2	90032	268	8881	2344	185	350
Csongrad	0,46	25 454	102,8	1563	14 251	126 957	4,9	6,5	107812	284	12948	17103	170	330

43. számú táblázat – Korrelációs mátrix, regresszió analízis FDI (2004)

FDI04	Ip.dolg.	Ip.term.	GDP/fő	Vállalk. száma	Ip.bérek	Munka-nélk.	utak	gépjármű	tel	Szakm. t.sz	Fels. okt.tan	Táv-Bp	Táv-Au	FDI04
FDI04	1,0000													
Ip.dog	0,9147	1,0000												
Ip.term.	-0,0952	-0,0404	1,0000											
GDP/fő	0,9007	0,8491	-0,0021	1,0000										
Vállalk.sz	0,9875	0,8913	-0,1158	0,8559	1,0000									
Ip.bérek	0,7761	0,8043	0,0120	0,8686	0,7136	1,0000								
Munkanélk..	-0,3744	-0,3758	-0,0562	-0,5620	-0,3071	-0,4113	1,0000							
utak	-0,1707	0,0159	0,2847	0,0781	-0,2854	0,3138	-0,3414	1,0000						
gépjármű	0,9465	0,9294	-0,1095	0,7677	0,9599	0,6692	-0,3038	-0,2118	1,0000					
tel	0,8843	0,7396	-0,0327	0,9244	0,8637	0,7768	-0,4325	-0,0553	0,7424	1,0000				
Szakm.t.sz.	0,9187	0,8498	-0,0652	0,7926	0,9493	0,6500	-0,1760	-0,3985	0,8906	0,7892	1,0000			
Fels.okt.tan	0,9272	0,7856	-0,1613	0,8384	0,9540	0,6720	-0,2888	-0,3961	0,8613	0,8601	0,9551	1,0000		
Táv-Bp	-0,5886	-0,5843	-0,0737	-0,5246	-0,5224	-0,7005	0,2542	-0,2958	-0,5329	-0,5096	-0,3756	-0,3804	1,0000	
Táv-Au	-0,2592	-0,3387	-0,0727	-0,5306	-0,1491	-0,5111	0,5870	-0,6368	-0,1145	-0,4544	0,0015	-0,0552	0,4164	1,00

44. számú táblázat – Regressiós analízis eredménye minden független változó felhasználásával 2004-ben

Regressziós statisztika (1)	
R négyzet	0.993524
Korrigált R négyzet	0.979492
Standard hiba	0.769369
Megfigyelések száma	20

	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	0.776254	5.374743	0.144426	0.8899
Ip.dolg	3.92E-05	9.90E-05	0.395974	0.7058
Ip.term.	-0.010257	0.031277	-0.327933	0.7541
GDP/fő	0.000855	0.002485	0.344280	0.7424
Vállalk.száma	0.000170	8.88E-05	1.913107	0.1043
Ip.bérek	-8.50E-06	3.06E-05	-0.277932	0.7904
Munkanélk.	-0.056967	0.183815	-0.309914	0.7671
utak	0.137785	0.238152	0.578560	0.5839
gépjárművek	-1.35E-05	2.34E-05	-0.577679	0.5845
tel	-0.003001	0.013313	-0.225389	0.8292
Szakm.tan.	-4.88E-05	0.000169	-0.288782	0.7825
Fels.okt.tan	-3.05E-05	7.60E-05	-0.401535	0.7019
Táv-Bp	-0.003549	0.006281	-0.564939	0.5926
Táv-Au	0.001563	0.005799	0.269553	0.7965

45. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (2004), független változók: a iparban dolgozók száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika (2)				
R négyzet	0.856020			
Korrigált R négyzet	0.804598			
Standard hiba	2.374864			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-5.020280	10.41867	-0.481854	0.6374
Ip.dolg.	0.000195	4.30E-05	4.540806	0.0005
Ip.term..	-0.043269	0.070459	-0.614112	0.5490
Ip.bérek	3.44E-05	4.87E-05	0.706049	0.4917
Táv-Bp	-0.006361	0.011913	-0.533988	0.6017
Táv-Au	0.005260	0.005769	0.911755	0.3773

46. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (2004), független változók: vállalkozások száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika (3)				
R négyzet	0.990639			
korrigált R négyzet	0.987296			
Standard hiba	0.605540			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-1.035923	2.667756	-0.388313	0.7036
Vállalk.száma	0.000119	5.23E-06	22.77020	0.0000
Ipari term.	0.001175	0.018170	0.064663	0.9494
Ip.bérek	1.29E-05	1.18E-05	1.094835	0.2921
Táv-Bp	-0.003200	0.003045	-1.050812	0.3111
Táv-Au	-0.003760	0.001560	-2.410410	0.0303

47. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (2004), független változók: egy főre jutó GDP, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika (4)				
R négyzet	0.933540			
Korrigált R négyzet	0.909804			
Standard hiba	1.613497			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	1.447950	7.234187	0.200154	0.8442
GDP/fő	0.009211	0.001179	7.810178	0.0000
Ip.term	-0.061217	0.047727	-1.282663	0.2204
Ip.bérek	-6.54E-05	4.02E-05	-1.629152	0.1256
Táv-Bp	-0.027209	0.008364	-3.253209	0.0058
Táv-Au	0.016287	0.003991	4.081076	0.0011

48. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (2004), független változók: gépjárművek száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika (5)				
R négyzet	0.935425			
Korrigált R négyzet	0.912362			
Standard hiba	1.590449			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-7.738403	6.877557	-1.125167	0.2794
gépjármű	3.39E-05	4.26E-06	7.949108	0.0000
Ip. term	-0.009414	0.047626	-0.197669	0.8461
Ip.bérek	5.23E-05	2.91E-05	1.797120	0.0939
Táv-Bp	0.001468	0.008092	0.181356	0.8587
Táv-Au	-0.003000	0.004110	-0.729810	0.4775

49. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (2004), független változók: telefonfővonalak száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika (6)				
R négyzet	0.864384			
Korrigált R négyzet	0.815950			
Standard hiba	2.304850			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	-19.47406	9.911950	-1.964705	0.0696
tel	0.061201	0.012830	4.770126	0.0003
Ip.term	-0.046486	0.068323	-0.680387	0.5074
Ip.bérek	4.61E-05	4.52E-05	1.019247	0.3254
Táv-Bp	-0.014688	0.011572	-1.269250	0.2250
Táv-Au	0.012141	0.005581	2.175203	0.0472

50. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (2004), független változók: szakmunkás tanulók száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika (7)				
R négyzet	0.943129			
Korrigált R négyzet	0.922817			
Standard hiba	1.492567			
Megfigyelések száma	20			
	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	6.956856	6.896927	1.008689	0.3302
Szakm.tan.	0.000417	4.86E-05	8.581622	0.0000
Ip.term.	-0.047368	0.044211	-1.071391	0.3021
Ip.bérek	-2.84E-06	3.13E-05	-0.090803	0.9289
Táv-Bp	-0.017257	0.007514	-2.296548	0.0376
Táv-Au	-0.008892	0.004149	-2.143238	0.0501

51. számú táblázat – A regresszió analízis eredménye (2004), független változók: felsőoktatásban tanulók száma, ipari termelés, iparban dolgozók bére, távolság Budapesttől és Ausztriától

Regressziós statisztika (8)	
R négyzet	0.937049
Korrigált R négyzet	0.914567
Standard hiba	1.570319
Megfigyelések száma	20

	Koefficiens	*Standard hiba*	*t Stat*	*P-érték*
Intercept	2.889421	7.091444	0.407452	0.6898
Fels.okt.tan.	0.000235	2.91E-05	8.073412	0.0000
Ip.term.	0.011044	0.047482	0.232598	0.8194
Ip.bérek	-3.06E-06	3.31E-05	-0.092373	0.9277
Táv-Bp	-0.018423	0.007924	-2.324980	0.0356
Táv-Au	-0.006025	0.004208	-1.431706	0.1742

52. számú táblázat – FDI növekedési adatok

Megyék	**1995/1992**	**1998/1995**	**2002/1998**	**2004/2002**
Budapest	2,57	1,41	1,32	1,70
Pest	3,39	1,57	1,87	2,36
Fejér	2,59	1,45	1,16	2,97
Komárom-Esztergom	2,85	1,35	2,24	1,96
Veszprém	2,17	1,62	1,78	1,56
Győr-Moson-Sopron	3,58	1,53	2,18	1,81
Vas	2,39	1,21	1,50	1,77
Zala	3,00	1,00	0,64	1,66
Baranya	2,62	1,18	0,58	0,89
Somogy	3,00	1,33	1,66	1,68
Tolna	2,50	1,20	1,41	0,87
Borsod-Abaúj-Zemplén	1,71	2,36	0,95	1,47
Heves	2,44	1,55	1,04	1,88
Nógrád	1,80	1,11	1,18	1,56
Hajdú-Bihar	1,33	4,25	1,51	1,44
Jász-Nagykun-Szolnok	1,25	1,70	2,73	1,55
Szabolcs-Szatmár-Bereg	1,75	1,86	1,50	2,43
Bács-Kiskun	1,42	1,41	0,98	1,45
Békés	1,30	1,54	1,26	1,31
Csongrád	1,43	4,70	0,69	1,40

2. számú melléklet

2.1 A szovátai Balneoclimaterica S.A. megvásárlása – Egy megvalósult működő tőkebefektetés!

A Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt., amelynek feladata a magyar működőtőke külföldi térnyerésének támogatása, a Danubius Hotels Rt.-vel közösen pályázott romániai Balneoclimaterica Sovata S.A. részvényeinek megvásárlására. Miután elérte, hogy a szovátai, állami tulajdonú szálloda vállalatot privatizációs pályázaton értékesítsék az alábbi lépéseket hajtotta végre a privatizációs pályázaton való sikeres részvétel érdekében:

A Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt. előzetes tárgyalásokat folytatott a potenciális magyarországi befektetőkkel, a vevői konzorcium megalakításáról.
A konzorciumi tagok projekttársaságot hoztak létre, így 2000. november 28-án több befektető részvételével közösen megalapították a marosvásárhelyi székhelyű Salina Invest S.A. elnevezésű társaságot. A Salina Invest S.A. fő részvényesei a Danubius Hotels Rt. és a Corvinus Zrt. voltak. A Salina Invest megalakításának egyedüli célja az volt, hogy ez a társaság pályázzon a romániai Állami Vagyonalapnál (FPS, később APAPS) az általa meghirdetett szovátai Balneoclimaterica S.A. 82,23%-os részvénypakettjére.

A projekttársaság benyújtotta ajánlatát a privatizációs pályázatra.

A Salina Invest S.A. által 2000. december 21-én benyújtott privatizációs pályázatot 2001. május 18-án hirdette ki győztesnek az APAPS.
A privatizációs szerződés megkötését követően a részvények vételárának kiegyenlítésére 2001. július 12-én került sor. Gyakorlatilag ezzel egyidejűleg a Salina Invest S.A. megszerezte a 966.543 db részvény tulajdonjogát. A privatizációt követően az APAPS a szovátai telkek tulajdonjogának beapportálásával 2001. augusztusában 11%-os részesedést szerzett a Balneoclimaterica S.A.-ban.

2.2 A privatizációs szerződés feltételrendszere

A szovátai fürdővállalatra kiírt privatizációs pályázatra az alábbi feltételek vonatkoztak:
A szerződés tárgya 962.852 darab, egyenként 25.000 ROL névértékű részvény, össznévértéke: 24.071.400.000 ROL (244.134.320 HUF, 1HUF=96,60 ROL 2000. december 20.) volt, amely a társaság jegyzett tőkéjének 82,17%-át tette ki.
A vételár 45.100 ROL/részvény, összesen 43.424.805.600 ROL (449.532.149 HUF, 1HUF=96,6 ROL) volt.

Vevő Kötelezettségei:

Tőkeemelés: 730 naptári napon belül 5.000.000 USD

Munkajogi: 5 éven belül 20%-kal növeli a határozatlan idejű munkaszerződéssel rendelkezők számát

Környezetvédelmi: 100.000 USD környezetvédelmi beruházás

A privatizáció alatt, illetve azt követően számos támadás érte a privatizációt. A Balneoclimaterica S.A.-hoz tartozó egyes szállodák bérlői folyamatosan követelték a privatizáció menetének megszakítását, illetve lezártát követően annak érvénytelenítését. Az általuk elindított közel hat privatizációs pert eddig egy kivételével sikerült jogerősen megnyerni. A Román Parlament Szenátusa által kezdeményezett privatizációs bizottsági vizsgálat is megerősítette a privatizáció jogszerű lebonyolítását.

1. számú táblázat – A Salina Invest SA. tulajdonosi struktúrája

Tulajdonos	Részesedés %	Jegyzett tőke ezer ROL	Jegyzett tőke ezer HUF*
Danubius Hotels Rt.	56,4280	134.009.500	815.645
Corvinus Zrt.	43,5088	103.328.000	628.898
Egyéb	0,0632	150.000	913
Összesen	100	237.487.500	1.445.456

** 1 HUF = 164,3 ROL*

2. számú táblázat– A Balneoclimaterica SA. tulajdonosi struktúrája

Tulajdonos	**Részesedés %**	**Jegyzett tőke ezer ROL**	**Jegyzett tőke ezer HUF***
Salina Invest SA.	**94,6405**	**181.505.827**	**1.104.722**
APAPS	**2,2129**	**4.244.068**	**25.834**
Egyéb	**3,1466**	**6.034.641**	**36.729**
Összesen	**100**	**191.784.535**	**1.167.283**

**156,797 ROL = 1HUF **160,971 ROL=1HUF*

2.3 A Társaság szállodáinak és egyéb ingatlanjainak felújítása

Felújítási munkálatok

A privatizációs folyamatban megvásárolt szállodák állapota indokolta a sürgős felújítást. A felújítási munkálatok rövid tervezési szakasz után elkezdődtek.

A Szováta szálloda felújítása 2003. nyarán fejeződött be. A felújítás után a szálloda három csillagos besorolást kapott. A felújítások fedezete a Salina Invest által végrehajtott tőkeemelés (5.000.000 USD), valamint egy hosszú lejáratú bankhitel (2.188.000 euró) volt.

A Bradet szálloda részleges felújítása jelenleg is folyamatban van.
A Szováta szállodában új európai színvonalú gyógyászati központ és az ahhoz kapcsolódó fitness-wellness központ került kialakításra. A régi kezelőközpont felújításának tervei elkészültek.
A Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt. Igazgatósága a 2003. április 24-én elfogadta a Salina Invest S.A.-ba történő további, – mintegy 100 millió Ft összegű – tőkeemelést, illetve részvényvásárlást.

A privatizációs szerződés egyéb feltételei

A 2001. május 18-án aláírt privatizációs szerződés a 43,4 milliárd ROL (1,5 millió USD) (45.100 ROL/részvény) vételár megfizetése mellett kötelezte a Salina Invest S.A.-t, hogy a privatizációt követően egy éven belül, 2002. július 12-ig 4,1 millió USD összeget, két éven belül 2003. július 12-ig további 1,0 millió USD összeget fektessen be tőkeemelés végrehajtásával a Balneoclimaterica S.A.-ba. A tőkeemelés által biztosított forrásokat a szállodák és a gyógykezelő központok felújítására és korszerűsítésére kell fordítani. A tőkeemelések végrehajtásának biztosítékául a megvásárolt részvénycsomag zálogba adása és 3,6 millió USD összegben kibocsátott bankgarancia szolgált.
A Salina Invest S.A. a részvények vételárának megfizetése mellett jelentős összeget költött a privatizációs tanácsadók számláinak kiegyenlítésére, a bankgarancia díj megfizetésére, stb. Ezek a kiadások meghaladják az 530 ezer USD-t. Mindezek érdekében a Salina Invest S.A. tőkéjét 2001. októberéig a jelenlegi részvényesek több mint 2 millió USD összegre emelték.
A fentiekben ismertetett privatizációs szerződés előírásainak megfelelően a Danubius Nyrt. és a Corvinus Zrt. 2001. áprilisában együttesen a Salina Invest S.A.-n keresztül 4,1 millió USD-vel emelte meg a Balneoclimaterica S.A. alaptőkéjét. Ezzel a Salina Invest S.A. részesedése közel 94%-os lett Balneoclimaterica S.A.-ban. A tőkeemelés az időközben megkezdett mintegy 6,5 millió USD összegű szálloda és gyógyközpont felújítási munkálatait finanszírozza.
A folyamatos tőkeemelések következtében a Salina Invest S.A.-ba befektetett tőke nagysága bekerülési értéken meghaladja a 6,1 millió USD-t. A tőkeemeléseket követően a

Danubius Nyrt. részesedése 54,2 %, a Corvinus Zrt. részesedése 43,4%-os a Salina Invest S.A.-ban.

A tőkeemelés lebonyolítása

A privatizációs szerződés teljesítése érdekében a Salina Invest S.A.-nak további 1 millió USD összegű tőkeemelést volt szükséges végrehajtania a Balneoclimaterica S.A.-ban. Ennek érdekében 1 millió USD összeggel szükséges volt megemelni a Salina Invest S.A. alaptőkéjét is.

A Danubius Nyrt. azzal a kéréssel fordult a Corvinus Zrt.-hez, hogy a részvényesi arányoknak megfelelően kerüljön sor az alaptőke emelésre. Ennek értelmében javaslatuk szerint a Corvinus Zrt. további közel 450 ezer USD-vel (várhatóan mintegy 100 millió Ft-tal) venne részt a tőkeemelésben. Abban az esetben, ha a jegyzés nyitva álltáig a Corvinus Zrt. nem tud részt venni a jegyzésben, úgy a Danubius Nyrt. kész a tőkeemelést végrehajtani. Ebben az esetben a Corvinus Zrt. a Danubius Nyrt.-től részvényeket vásárolva érné el részesedésének visszaállítását. Természetesen ezzel párhuzamosan módosításra kerülne a Danubius Nyrt.-vel 2002. novemberében megkötött kivásárlási megállapodás is, amely a Danubius Nyrt.-nek vételi jogot, a Corvinus Zrt.-nek eladási jogot biztosít a Corvinus Zrt. tulajdonában lévő teljes Salina Invest részvénycsomagra.

2.4 A Balneoclimaterica S.A. (szovátai fürdővállalat) tevékenységének bemutatása

A Balneoclimaterica S.A. a román turizmus, illetve gyógyturizmus legfontosabb és egyben a legjobb adottságokkal rendelkező vállalata, rendelkezik a turisztikai vonzerőt jelentő Medve-tó 20 évre szóló működtetési jogával, és a gyógyturizmus szempontjából igen lényeges kezelőközponttal. A vállalat tulajdonában levő szállodák és villák az üdülőközpont legfrekventáltabb helyein fekszenek.

A társaság tulajdonában jelenleg 3 nagyobb szálloda és számos villa áll. Ezen túlmenően a társaság éttermeket, irodaépületet, kezelőközpontokat, és hőközpontot birtokol. A legfontosabb épületek főbb jellemzőit az alábbi táblázat tartalmazza:

3. számú táblázat - Szállodák

Épület	**Rendeltetés**	**Összterület m^2**	**Összes szoba (db)**
Szováta	szálloda	10.897	168
Bradet	szálloda	6.720	84
Faget	szálloda	10.787	144
Éttermek	3 darab	1.871	0
Lacul Ursu	gyógypavilon	1.368	0
Hőközpont		480	0
Összesen		**32.103**	**396**

A privatizáció után 6 villa és 3 szálloda, valamint a kezelőbázisok maradtak a vállalat tulajdonában. 29 darab villát a volt tulajdonosok visszapereltek, amelyeket a szállodavállalat a reprivatizációs törvény szerint köteles volt visszaadni. 12 villát már korábban visszaadtak a volt tulajdonosoknak, 10-et pedig értékesítettek.

A Balneoclimaterica S.A. 2001. január 1-jével üzemeltetési szerződést kötött a Danubius Nyrt.-vel a legnagyobb szálloda (a Sovata szálloda) üzemeltetésére.

A továbbiakban röviden bemutatom azokat a jelentősebb peres eljárásokat, amelyek a szovátai Balneoclimaterica S.A.-val vagy annak privatizációjával kapcsolatosak.

A vállalat legfontosabb tevékenysége a szállodai szolgáltatások, a vendéglátás, illetve a gyógyturizmus volt. A társaság kétcsillagos szállodákat és egyéb szálláshelyeket (villákat) üzemeltetett.

A szállóvendégek 85-90%-a belföldi, az összes vendég 70-80%-a gyógykezelésre érkezik.

A szálloda komplexum legnagyobb méretű épületének, a 168 szobával rendelkező Sovata Szállodának a felújításával és ez év május eleji átadásával lehetőség nyílik arra, hogy a társaság lényegesen nagyobb számban és arányban fogadjon vendégeket külföldről, különösen Magyarországról, Ausztriából, Németországból, Hollandiából, a Skandináv országokból és Izraelből.

Részvényesi struktúra

A Balneoclimaterica S.A. jelenlegi részvényesi struktúrája a következő:

4. számú táblázat – tulajdonosi szerkezet 1.

Részvényes	Részvények	Névérték	Arány
Salina Invest S.A.	5 552 375	160 369 247 125 ROL	94,0%
APAPS	146 940	4 244 068 020 ROL	2,5%
Egyéb	208 934	6 034 640 722 ROL	3,5%
Összesen	**5 908 249**	**170 647 955 867 ROL**	**100,0%**

Az egyéb részvényesek több ezer kisrészvényest jelentenek, amelyek közül csak egynéhányan rendelkeznek nagyobbnak mondható részesedéssel.

A 2003. április 16-án megtartott Közgyűlésen elhatározott 1 millió USD összegű tőkeemelést követően – amelynek részvény kibocsátási árfolyama közel 155% – a részvényesi struktúra a következőképpen fog alakulni. A tőkeemelésből megszerzett forrásokat a szállodák felújítása kapcsán felmerült költségek kiegyenlítésére fordította a Társaság.

5. számú táblázat – tulajdonosi szerkezet 2.

Részvényes	Részvények	Névérték	Arány
Salina Invest S.A.	5 956 303	172 035 913 792 ROL	94,4%
APAPS	146 936	4 243 952 488 ROL	2,3%
Egyéb	208 934	6 034 640 722 ROL	3,3%
Összesen	**6 312 173**	**182 314 507 002 ROL**	**100,0%**

2.4.1 Privatizációs per - romániai jogi zsákutcák

A Román Legfelső Bíróság 2003. április 8-án elutasította az APAPS által benyújtott fellebbezést, érvényben hagyva a Maros megyei bíróság még 2001-ben meghozott határozatát arra vonatkozóan, hogy érvénytelenítsék a privatizációs eljárást és az azzal kapcsolatos döntéseket.

Az ügy előzményeként fontos megemlíteni, hogy a Szovátai Üdülővállalat privatizációjára az akkori privatizációs intézmény, az FPS 2000. november 21-i hirdetménye alapján került sor. A Danubius Hotels Nyrt., a Corvinus Zrt. és több más befektető által megalapított

Salina Invest S.A. megfelelő határidőben 2000. december 21-én benyújtotta pályázatát a részvények megvásárlására vonatkozóan.

Az üdülővállalat négy nagy szállodájából három szállodát bérlő helyi vállalkozók az előbbi időpontot megelőzően – érdekeltek lévén ezen szállodák önállóan történő megvásárlásában – kérelemmel fordultak a Maros-megyei Bírósághoz a privatizáció elindításának megakadályozása, illetve az elindított eljárások felfüggesztése érdekében. 2000. december 19-én a bíróság kérelmüknek helyt adott, ezért a tenderbontást követően a privatizáció felfüggesztésre került. Az FPS által kezdeményezett fellebbezést követően a Legfelsőbb Bíróság 2001. március 13-án megsemmisítette az első fokon eljárt bíróság ítéleteit és engedélyezte a privatizáció lebonyolítását. Ennek alapján került sor a benyújtott pályázatok elbírálására és végezetül a részvényekre vonatkozó adás-vételi szerződés megkötésére 2001. május 18-án. Ezen szerződés teljesítésére több lépcsőben, 2001 júliusában került sor mindkét fél részéről.

Mindezek mellett azonban még 2001. február 6-án az egyik bérlő újabb keresetében kérte a privatizáció felfüggesztését. Az ezt jóváhagyó, azaz a privatizáció felfüggesztését elrendelő bírósági döntés azonban már csak a szerződés aláírását követően 2001. május 23-án született meg. Az FPS jogutódjaként tovább működő APAPS természetesen ezt az ítéletet is megfellebbezte. A Legfelsőbb Bíróság az ítéletét csak 2003. április 8-án hozta meg, amelynek értelmében elutasította az APAPS fellebbezését és jóváhagyta az első fokú ítéletet, azaz a privatizáció felfüggesztését.

Fontos kihangsúlyozni, hogy az ítélet nem vonatkozott a megkötött szerződés érvénytelenítésére. Szintén fontos aláhúzni, hogy a privatizációs szerződést aláíró Salina Invest S.A. nem volt résztvevője a fenti pereknek. Annak érdekében azonban, hogy a privatizációs szerződésben foglalt kötelezettségének a Salina Invest S.A. a legnagyobb körültekintéssel tudjon eleget tenni egy, az APAPS további eljárása iránt érdeklődő levelet juttatott el az APAPS-ot irányító Musetescu miniszter úr részére. A miniszter úr válaszlevele teljes mértékben alátámasztotta az előbbiekben elmondottakat, azaz az eladó továbbra is érvényesnek tartotta a megkötött és a részéről már teljesített szerződést. Az Egyesült Királyság bukaresti nagykövetének Musetescu miniszter úrhoz címzett levelében kifogásolta a román igazságszolgáltatás különböző szintjein tapasztalható kaotikus viszonyokat.

Lízing per

A Balneoclimaterica S.A. tulajdonában álló Bradet szálloda ügyében a bérlő 2002-ben elveszítette az u.n. privatizációs lízingpert, amely alapján elveszítette azt a jogot, hogy hosszú távú, részletekben történő fizetéssel a szálloda tulajdonosa lehessen. A per elvesztését követően a bérlő a Legfőbb Ügyészhez fordult, aki különösebb indoklás nélkül felülvizsgálati kérelemmel fordult a Legfelsőbb Bírósághoz. Ennek a felülvizsgálati kérelemnek a tárgyalása 2003. május 5-én volt. A per tétje az volt, hogy köteles-e a Balneoclimaterica S.A. értékesíteni a Bradet szállót a bérlőnek a felek által kölcsönösen elfogadható piaci értéken. A pert a szállodavállalat megnyerte.

Visszaigénylési perek

A Balneoclimaterica S.A. Igazgatósága 2001. decemberében úgy döntött, hogy érvényes bírósági határozat híján nem ad vissza ingatlant korábbi tulajdonosának.

Az u.n. restitúciós törvény szerint az államosítás miatt tulajdonuktól megfosztott korábbi tulajdonosok igényt tarthatnak ingatlanjaikra. A tulajdonosi viszonyok kuszasága miatt viszont a Balneoclimaterica S.A. Igazgatósága nem vállalhatta annak felelősségét, hogy nem tisztázott tulajdonosoknak, azok igénylése alapján visszaszolgáltassa az államosított, így tulajdonába került ingatlanokat (villákat). Ezzel a döntésével perek végelláthatatlan sorát indítanák az egymással vitatkozó korábbi tulajdonosok.

Új perek

A Balneoclimaterica S.A. Igazgatóságának 2003-ban jutott tudomására, hogy a privatizáció előtt, két esetben – a korábbi vezetés, valamint a földhivatali nyilvántartás hibájából – téves helyrajzi számmal értékesítettek ingatlanokat. A jóhiszemű vevők még mindig perben állnak a Társasággal, kártérítést követelve a végrehajtott beruházásaik után.

2.5 A Salina Invest S.A. bemutatása

Tevékenység

A Salina Invest S.A. tevékenysége mindössze azt a vagyonkezelői tevékenységet jelenti, amelynek során irányítja a Balneoclimaterica S.A.-t, részt vesz és szavazataival döntést hoz annak közgyűlésein.

Részvényesi struktúra

A fentebb említett 1 mUSD összegű tőkeemelést megelőző, 2002. december 31-i részvényesi struktúrát az alábbi táblázat tartalmazza:

6. számú táblázat – Privatizáció utáni tulajdonosi szerkezet

Részvényes	Részvények	Névérték	Arány
Danubius Rt	220 249	110 124 500 000 ROL	54,1590%
Corvinus Rt	176 522	88 261 000 000 ROL	43,4066%
Csigi Levente	9 600	4 800 000 000 ROL	2,3606%
András Imre	200	100 000 000 ROL	0,0492%
Aktív Konf. Kft	90	45 000 000 ROL	0,0221%
Alfa Terv Kft	10	5 000 000 ROL	0,0025%
Összesen	**406 671**	**203 335 500 000 ROL**	**100,0000%**

Az 1 mUSD összegű tőkeemelést követő várható részvényesi struktúrát az alábbi táblázat tartalmazza:

7. számú táblázat – Tőkeemelés utáni tulajdonosi szerkezet

Részvényes	Részvények	Névérték	Arány
Danubius Rt	259 449	129 724 500 000 ROL	54,3496%
Corvinus Rt	208 022	104 011 000 000 ROL	43,5766%
Csigi Levente	9 600	4 800 000 000 ROL	2,0110%
András Imre	200	100 000 000 ROL	0,0419%
Aktív Konf. Kft	90	45 000 000 ROL	0,0189%
Alfa Terv Kft	10	5 000 000 ROL	0,0021%
Összesen	**477 371**	**238 685 500 000 ROL**	**100,0000%**

Megjegyzés: A végleges részvényesi struktúra a tőkeemelés időpontjában érvényes devizaárfolyam alakulásától függ.

A tőkeemelés felhasználásának a célja a privatizációs szerződésben vállalt tőkeemelési kötelezettség teljesítése. A Salina Invest S.A. tehát Balneoclimaterica S.A. részvényeket fog jegyezni a Balneoclimaterica tőkeemelése során.

A tőkeemelés

A privatizációs szerződés teljesítése érdekében a Salina Invest S.A.-nak további 1 millió USD összegű tőkeemelést volt szükséges végrehajtania a Balneoclimaterica S.A.-ban. Ennek érdekében 1 millió USD összeggel szükséges megemelni a Salina Invest S.A. alaptőkéjét is.

A Danubius Nyrt. azzal a kéréssel fordult a Corvinus Zrt.-hez, hogy az akkori részvényesi arányoknak megfelelően kerüljön sor az alaptőke emelésre. Ennek értelmében javaslatuk szerint a Corvinus Zrt. további közel 450 ezer USD-vel venne részt a tőkeemelésben.

A Corvinus Zrt. Igazgatósága két alkalommal (2003.03.25-én és 2003.04.24-én) hozott határozatot a tőkeemelésben való részvételről oly módon, hogy a részvények lejegyzésére vagy megvásárlására 450 eUSD-t költhet a társaság elérve a 43,5% tulajdoni részesedést. A Corvinus Zrt. közgyűlése az igazgatósági határozatokkal megegyező feltételekkel 2003. május 14-én hagyta jóvá a tranzakciót.

A jegyzés nyitva álltáig (2003. május közepéig) a Corvinus Zrt. nem tudott részt venni a jegyzésben, mivel 2003. április 24-én kihirdették (június 9-én pedig hatályba is lépett) a *2003. évi XXIV. törvény a „közpénzek felhasználásával, a köztulajdon használatának nyilvánosságával, átláthatóbbá tételével és ellenőrzésének bővítésével összefüggő egyes törvények módosításáról""(ún. „üvegzseb" törvény).* A törvény rendelkezései szerint költségvetési szerv által tulajdonolt társaság ugyanis nem folytathat befektetési tevékenységet. Ennek megfelelően átmenetileg a Corvinus Zrt. sem hozhatott új befektetésről szóló döntést. Így a Danubius Nyrt. egyedül hajtotta végre a tőkeemelést azzal, hogy megállapodás született arról, hogy a Corvinus Zrt. a Danubius Nyrt.-től részvényeket vásárolva éri majd el korábbi tulajdoni részesedésének visszaállítását. Természetesen ezzel párhuzamosan módosításra került a Danubius Nyrt.-vel 2002. novemberében megkötött kivásárlási megállapodás is, amely a Danubius Nyrt.-nek vételi

jogot, a Corvinus Zrt.-nek eladási jogot biztosított a Corvinus Zrt. tulajdonában lévő teljes (új csomaggal megnövelt) Salina Invest részvénycsomagra. A kivásárlási szerződés főbb kondícióit a későbbiekben mutatom be.

A részvénycsomag megvásárlása

Az üvegzseb törvényből fakadó befektetési korlát megszűnése után megkezdődtek a tárgyalások a Danubius Nyrt.-vel a korábbi igazgatósági és közgyűlési határozatoknak is megfelelő részvény adásvételi szerződés megkötésére és a Danubius Nyrt.-vel 2002. novemberében megkötött kivásárlási megállapodás módosításáról.

A megszületett megállapodás alapján a részvény adásvételi szerződés főbb feltételei a következők voltak:

- a vételár 450.00 USD,
- a vételár a Danubius Nyrt. tőkeemelésekor érvényes 209,52 Ft=1 USD árfolyamon került megfizetésre (94.284.000 Ft),
- a megvásárolt részvények darabszáma 30.134 (6,344 %),
- a Danubius Nyrt. kötelezettséget vállalt a 2002. novemberében megkötött kivásárlási megállapodás módosítására oly módon, hogy a kivásárlás bázisára a megvásárolt 6,344%-os csomag vételárával megnő.

A társaság közvetett tulajdonában álló szállodák 2004., 2005. és 2006. évi foglaltsági adatai messze meghaladták az iparági átlagot, és 2004-ben a szakmai színvonal elismeréseképpen a Szováta Hotel elnyerte a „Románia legjobb szállodája” címet is.

A szálloda szakmai tevékenysége alapján a társtulajdonos Danubius Nyrt. vizsgálta annak lehetőségét, hogy a Szováta szálloda mellett további egységek (Bradet) kerüljenek felújításra. 2005-ben pedig már megkezdődött a strand és a Medve-tó környezetének rendbe tétele, felújítása.

8. számú táblázat – Főbb pénzügyi adatok

Megnevezés	2003.12.31. (e ROL)	2003.12.31. (e Ft) [1]	2004.12.31. (e ROL)	2004.12.31. (e Ft) [2]
Saját tőke	213.475.337	1.361.472	211.391.166	1.313.225
Jegyzett tőke	237.487.500	1.514.613	237.487.500	1.475.343
Saját tőke/jegyzett tőke (%)	90%	90%	89%	89%
Nettó árbevétel	0	0	0	0
Adózás előtti eredmény	-1.373.685	-8.760	-2.084.171	-12.947

[1] 156,7975 ROL = 1Ft, [2] 160,971 ROL=1Ft.

2.6 A Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt. kivásárlása a Salina Invest S.A.-ből

A Danubius Nyrt.-vel az exitre vonatkozó javasolt megállapodás további elemei a következők voltak:

- A Danubius Szálloda és Gyógyüdülő Rt. vételi opciót kért és vételi kötelezettséget ajánlott fel a Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt. részére a fentebb bemutatott vételár számítás mellett.
- A Danubius Nyrt. vételi opciója 2002. július 1-jén nyílt meg a Corvinus Zrt. teljes részvénycsomagjára a fent meghatározott összeg (830 millió HUF) növelve az eltelt időszakra járó hozammal (prime rate + ½ prime rate/év).
- A Corvinus Zrt.-nek 2002. július 1-jétől eladási opciója nyílt meg a Danubius Nyrt. felé az alábbi módon:

- 1. évben (2002. december 31-én): a 2002. július 1-jén tulajdonolt részvénycsomag max. 10%-ra,
- 2. évben (2003. december 31-én: a 2002. július 1-jén tulajdonolt részvénycsomag max. 30%-ra
- 3. évben (2004. december 31-én: a 2002. július 1-jén tulajdonolt részvénycsomag max. 100%-ra