

## **A visegrádi országok közvetlen külföldi tőkebefektetései – különös tekintettel az egymás közötti beruházásokra**

RADLO, MARIUSZ-JAN – SASS MAGDOLNA

*A volt átalakuló országokban viszonylag hamar megjelentek és gyorsan nőttek a külföldre irányuló közvetlen külföldi tőkebefektetések, bár ezek nagysága még mindig kicsiny a fejlett országokéhoz képest. Az országcsoporton belül is meghatározó ebben a tekintetben a visegrádi országok (Csehország, Lengyelország, Magyarország és Szlovákia) vállalatainak tevékenysége. Közös jellemzője a négy országnak, hogy a beruházó vállalatok és a tranzakciók számát tekintve magas a koncentráció, ami pedig meghatározza a kifelé irányuló befektetések ágazati és fogadó országok szerinti összetételét is. A visegrádi országokon belüli beruházások dominánsak, különösen egy-egy országpárt tekintve. A külföldi beruházások eddig erősen kapcsolódnak a privatizációhoz, így a piacra lépés módja főleg a felvásárlás. Mindegyik országban dominálnak a horizontális típusú projektek, legfontosabb motivációjuk a piackeresés.*

Journal of Economic Literature (JEL): F21, F23.

A volt átalakuló országokból induló közvetlen külföldi tőkebefektetések (Foreign Direct Investment – FDI) gyorsan nőttek a kilencvenes évek közepétől kezdve. Mára már jelentős ezekben az országokban az ún. feltörekvő multinacionális vállalatok száma, bár ezeknek a világ összes külföldi tőkebefektetéséből való részesedése még mindig minimális. A visegrádi országok a vezetők között vannak a volt átalakuló országok közül a kifelé irányuló közvetlen külföldi tőkebefektetések területén (Észtország, Oroszország és Szlovénia mellett).

---

*Radlo, Mariusz-Jan*, egyetemi docens, Warsaw School of Economics és SEENDICO.

E-mail cím: [mjradlo@sgh.waw.pl](mailto:mjradlo@sgh.waw.pl)

*Sass Magdolna*, az MTA Közgazdaságtudományi Intézetének tudományos főmunkatársa.

E-mail cím: [sass@econ.core.hu](mailto:sass@econ.core.hu)

Vizsgálatunkban egyrészt elemezzük a közvetlen tőkebefektetések nagyságát, földrajzi irányultságát, ágazati összetételét. Másrészt vállalati esetek alapján nézzük meg a beruházók szerinti koncentráció alakulását,<sup>1</sup> a beruházások legfontosabb motivációját (piackereső versus hatékonyságkereső), integrációjának formáját (vertikális versus horizontális) és a piacra lépés módját. Külön figyelmet fordítottunk az egymás országában történő beruházásokra, mivel feltételezzük, hogy egyrészt az ilyen típusú beruházások viszonylag jelentősek, másrészt ezeknek a beruházásoknak jelentős szerepük lehet a régió gazdasági kapcsolatainak erősítésében.

A cikk felépítése a következő. A következőkben röviden áttekintjük a téma szakirodalmát, majd néhány, az elemzést nehezítő statisztikai problémára hívjuk fel a figyelmet. Ezek után a rendelkezésre álló adatokat elemezzük, utána a visegrádi országok multinacionális vállalatait vizsgáljuk. Végül összefoglaljuk a legfontosabb eredményeket.

### Szakirodalmi áttekintés

A közvetlen külföldi tőkebefektetések jelenségének elemzése az egyes országokban viszonylag hamar megkezdődött, párhuzamosan azzal, ahogyan nőttek a külföldi befektetések. Ugyanakkor az egyes országokat összehasonlító kutatások jórészt hiányoznak: 2006 után nem találtunk ilyen jellegű elemzést. Néhány tanulmány foglalkozott a nemzetközi szakirodalomban a volt átalakuló országok mint országcsoporthoz vállalatainak külföldi befektetéseivel, és ezekben a tanulmányokban vizsgálták néhány vagy az összes visegrádi ország ilyen jellegű tevékenységét is. (Lásd például: *Andreff*, 2003; *Kalotay*, 2004; *Svetlicic–Jaklic*, 2006; *Svetlicic–Rojec*, 2003) Itt azoknak az írásoknak az eredményeit ismertetjük röviden, amelyek egy-egy visegrádi ország esetében vizsgálják a témát.

A cseh szakirodalomban *Bohata* [2001] mutatja be a cseh tulajdonban levő vállalatok korai külföldi terjeszkedését a kilencvenes évek elején. Az alacsony tőkeel látottság, a kevés tapasztalat, az alulbecsült felkészülési idő és az üzleti környezet kevésbé alapos ismerete több sikertelen ügyletet eredményezett (például nehézipari beruházások Kínában, Dél-Koreában vagy Latin-Amerikában). Ezek az üzleti tervek túlzottan ambiciózusak voltak, hiszen a szóban forgó vállalatok nem voltak elég erősek és felkészültek. A sikertelen terjeszkedési ügyletek megmutatták, hogy a kifelé irányuló tőkebefektetés nem képes megmenteni egy nem hatékony és/vagy alultőkésített vállalatot. *Svetlicic* és *Jaklič* [2006] azokat a tényezőket elemzi, amelyek meghatározzák a kifelé irányuló közvetlen külföldi tőkebefektetéseket. A cseh vállalatokat vizsgáló felmérés alapján a külföldi befektetés fő motivációja az új piacok meghódítása, és a cseh vállalatok túlnyomó része a földrajzilag és kulturáli-

<sup>1</sup> Többek között *Kalotay* [2004] és *Gál* [2006] is felhívja a figyelmet a koncentráció egy másik színterére, amit későbbi elemzésünk is alátámaszt: a (volt) átalakuló országok csoportján belül erős a kifelé áramló befektetések országonkoncentrációja.

san közel fekvő országokban igyekszik befektetni. *Bohata és Zemplinerova* [2003] a Csehországból külföldre irányuló közvetlen befektetések trendjét és jellemzőit vizsgálta az 1993 és 2002 közötti időszakban. Értékeltek ezeknek a beruházásoknak az anyavállalatra gyakorolt hatását egy felmérés keretében gyűjtött adatbázis elemzése alapján. Következtetésük szerint az anyacég exportja mellett a hazai piacon is nőtt ezeknek a vállalatoknak az értékesítése. A külföldi beruházás révén ezek a vállalatok mélyebben ismerik a piacot és képesek annak alakulásáról pontosabb képet alkotni, mint otthon maradó társaik. Nem találták annak jelét, hogy a hazai foglalkoztatás megsínylette volna ezeknél a vállalatoknál a külföldi terjeszkedést. Azt találták, hogy a bérköltség-csökkentési motívum nem jelentős a külföldi beruházásoknál. A külföldi befektetések jó része ugyanakkor arra szolgált, hogy a küldő ország valamilyen speciális szabályozóját kikerüljék, vagy a fogadó országban elérhető befektetési kedvezményeket igénybe vegyék. A kifelé irányuló befektetés gyakran volt része az anyacég szerkezetváltásának és előfeltétele a versenyképesség fenntartásának vagy javításának.

*Magyarország* volt az „úttörő” a külföldre irányuló befektetések jelentőssé válásában, így a régióban Magyarországon jelentek meg az első elemzések is ebben a témában: *Antalóczy–Mohácsi–Voszka* [1998] tanulmánya adja az első részletes vizsgálatot, amelyben megnézték a befektetések alakulását, irányát, a befektető vállalatok számát, nagyságát, és külön vizsgálták a befektetések legfontosabb motivációit is. *Antalóczy* [2001] részletesen elemezte a közép-európai és magyarországi trendeket. Bemutatta a statisztikai adatgyűjtés problémáit. Jelezte, hogy a sporadikus és spekulatív jellegű külföldi beruházások időszaka után 1997-től a szomszédos országok váltak meghatározóvá a Magyarországról külföldre irányuló befektetések számára. *Antalóczy és Éltető* [2002] egy kérdőíves felmérés eredményeit ismertették. A felvételben részt vevő cégek az akkori külfölditőke-állomány 52 százalékát fedték le. A tanulmány bemutatta, hogy a magyar befektetők a szomszédos országokat és a 100 százalékos tulajdoni részt preferálták a többségi vagy kisebbségi tulajdonhoz képest. A legtöbb leányvállalat termelővállalat volt, amelynek fő célja új vagy további piaci részesedés szerzése, s ez az anyavállalat stratégiai pozícióinak erősítését is szolgálta. Ugyanez a tanulmány elválasztotta egymástól a küldő és a fogadó országbeli tényezőket a beruházások motivációjánál. A legfontosabb küldő országbeli tényező a cég pénzügyi helyzete és piaci pozíciója volt. Ha a verseny erős volt és a hazai piac telítődött, akkor a prosperáló vállalatok szívesen fektették be külföldön a nyereségüket. A fogadó országgal kapcsolatos tényezők közül a legfontosabb a piaci részesedés növelése volt. A helyi infrastruktúra állapota, a munkaerőköltségek és a helyi gazdaságpolitika is szerepet játszott a befektetés helyének kiválasztásában. *Vanicsek és Viszt* [2005] a Magyarországról külföldre irányuló közvetlen befektetések jellemzőit írták le, és három befektetői csoportot különítettek el. 1. Azok a külföldi vállalatok, amelyek magyarországi leányvállalataikon keresztül fektetnek be külföldön. 2. Nagyvállalatok, amelyek regionális vezető szerepre törekszenek, és

akiket a nemzetközi szinten nagyon erős verseny motivál. Ezek a vállalatok voltak a legjelentősebb külföldi befektetők a 2000 és 2005 közötti időszakban. 3. Kis- és közepes méretű vállalatok, amelyek piaci résekben működnek és külföldön igyekeznek piacot nyerni. *Antalóczy és Sass* [2009] négy befektetői csoportot különített el. Az első megegyezik *Vanicsek* és *Viszt* csoportjával, a másodikba a tőzsdén privatizált, szórt külföldi tulajdonban levő, de gyakorlatilag magyar irányítás alatt álló vállalatok tartoznak. A harmadik közepes méretű magyar befektetőket tartalmaz, míg a negyedikbe a kisméretű magyar befektetőket sorolják. A két utóbbi csoport között nemcsak a méret a különbség, hanem a tulajdonosi előny milyenségében, jellemzőiben, a befektetések célországában is eltérnek egymástól.

A *lengyel* elemzések elsősorban az országnak az IDP-ben (Investment Development Path – „beruházásfejlődési út”) elfoglalt helyét igyekeznek meghatározni. Az IDP elmélete az országok fejlettségi szintje és a közvetlen külföldi tőkebefektetések be- és kiáramlása közötti viszonyt vizsgálja. Lényege: az első szakaszban levő országokba kis mennyiségű tőke érkezik, a második szakaszban jelentősen megnő a külföldről érkező tőkebefektetés, a harmadik szakaszban fokozatosan csökken a beérkező tőke mennyisége, ugyanakkor az adott ország (vállalatai) elkezd(enek) külföldön is befektetni, de a befektetett tőke állománya az adott országban még mindig meghaladja a tőkeexport állományát. A negyedik szakaszban ez megfordul, az ötödik szakaszban pedig a nettó befektetői pozíció nulla körül ingadozik. (Részletesebben lásd: *Dunning*, 1981; *Dunning–Narula*, 1994) *Gorynia*, *Nowak* és *Wolniak* [2008] szerint Lengyelország még mindig a második szakaszban található, ahol tehát dominálnak az országba irányuló befektetések, az onnan kifelé induló befektetések súlya viszont minimális. *Boudier-Bensebaa* [2008] szerint is Lengyelország a „második szakaszban” lévő ország. *Kola* és *Kuzel* [2007] érvei szerint azonban több olyan „tünet” is jellemzi Lengyelországot, amely azt jelzi, hogy a harmadik szakasz elején tart. Ezek közül a legfontosabb a Lengyelországba irányuló beruházások motivációjának változása, különösen a nem költségjellegű tényezők szerepének növekedése. Ezen felül *Chlimoniuk* és *Radlo* [2008] elemzése szerint ugyan Lengyelország még nem ért be a harmadik szakaszba, azonban a lengyel gazdaság szereplése egyenlőtlen az egyes ágazatokban, és így vannak olyan szektorok, amelyek az IDP szempontjából fejlettebbnek tekinthetők. Ugyanezek a szerzők azt is jelzik, hogy azok az ágazatok, amelyekbe a kilencvenes években jelentős mértékben áramlottak be közvetlen külföldi tőkebefektetések, általában jobb adottságokkal rendelkeznek a tőkeexport szempontjából, mint azok a szektorok, ahová csak később érkezett jelentős mennyiségű külföldi tőke.

*Szlovákia* esetében találjuk a legkevesebb szakirodalmi elemzést a témáról. Ennek fő oka, hogy mind abszolút értékben, mind az egy főre jutó értéket tekintve Szlovákia fektetett be a legkisebb mértékben a négy ország közül külföldön. *Ferencikova* [2010] tanulmánya az egyik elsőnek tekinthető erről a témáról.

## Egy kis kitérő: statisztikai problémák

A közvetlen külföldi tőkeexport elemzését, különösen a kezdeti időkben akadályozták az adatokkal kapcsolatos problémák. (Lásd például: *Antalóczy*, 2001) Mára az elemzést – néhány terület kivételével – már kisebb mértékben gátolja az adatok hiánya. Ugyanakkor más problémák merültek fel, amelyek a számok késői közzétételével, besorolásának hiányosságaiával (elsősorban Lengyelországban), illetve a koncentráció miatti adatközlési problémákkal függenek össze.

A következőkben egy speciális nehézségre hívjuk fel a figyelmet: a három visegrádi ország, Csehország, Magyarország és Szlovákia nemzeti bankjainak adatait vetjük össze. A lengyel adatok azért maradnak ki az elemzésből, mert a lengyel nemzeti bank nem közöl részletes adatokat a kifelé irányuló közvetlen tőkebefektetésekről. A lengyel adatokat így külön hasonlítjuk össze a többi országgal, az adatok forrása pedig: *Radlo* [2010].

1. táblázat

### Csehország, Magyarország és Szlovákia közvetlen külföldi tőkebefektetései a másik két országban, állomány és éves kiáramlás 2008-ban (Millió euró)

	Állomány			Éves kiáramlás		
	Küldő ország	Tükörstatisztika (partnerország)	Különbség (a küldő ország adatának százalékában)	Küldő ország	Tükörstatisztika (partnerország)	Különbség (a küldő ország adatának százalékában)
<i>Csehországból</i>						
Magyarországon	28,5	49,9	-21,4 (75,1%)	16,8	-13	29,8 (177,4%)
Szlovákiában	1492,2	2062	-569,8 (38,2%)	98,9	516	-417,1 (421,7%)
<i>Magyarországról</i>						
Csehországban	184,8	218,7	-33,9 (18,3%)	31,9	30,3	1,6 (5,0%)
Szlovákiában	2366,4	2073	293,4 (12,4%)	71,1	...	n. a.
<i>Szlovákiából</i>						
Csehországban	579	1264,5	-685,5 (118,4%)	98	132,7	-34,7 (35,4%)
Magyarországon	14	21,4	-7,4 (34,6%)	...	-43,3	n. a.

*Forrás:* A vizsgált országok nemzeti bankjai (Csehország: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz); Magyarország: [www.mnb.hu](http://www.mnb.hu); Szlovákia: [www.nbs.sk](http://www.nbs.sk)).

Az 1. táblázatban a küldő országból a fogadó országban realizált befektetések állományára vagy éves nagyságára vonatkozó adat szerepel, egyrészt a küldő, másrészt a fogadó ország statisztikájából. Ezt a két, elviekben ugyanarra a befektetés-nagyságra vonatkozó adatot hasonlítjuk össze. Így például a táblázat első sorában a Csehországból Magyarországra irányuló közvetlen befektetések állományára vonatkozó cseh adat, majd pedig a tükörstatisztika, vagyis az ugyanerre a befektetés-nagyságra vonatkozó magyar adat (a Magyarországon beruházott cseh tőke nagysága) szerepel.

Az 1. táblázatból látható, hogy a különbségek mind abszolút, mind relatív mértékben igen nagyok egyes esetekben a két ország statisztikája között. Kiemelkedően nagy a különbség a Csehországban működő szlovák befektetésállomány és a Magyarországon levő cseh befektetésállomány esetében. A Magyar Nemzeti Bank által közölt adatok mutatják a legkisebb különbséget a tükörstatisztikákhoz képest. Az is látható, hogy általában a küldő ország statisztikái sokkal magasabb értéket tartalmaznak, mint a fogadó országéi. Ez megfelel a külkereskedelmi statisztikáknál tapasztaltaknak: az export értékei általában magasabbak, mint a tükörstatisztikában szereplő importszámok. A 2. táblázat – az 1. táblázathoz képest – „közepes mértékű” különbségeket jelez a lengyel és a tükörstatisztikák között.

## 2. táblázat

### Lengyel beruházások Csehországban, Magyarországon és Szlovákiában (Állomány 2007-ben, millió euró)

	Küldő ország adatai (Lengyelország)	Tükörstatisztikák (fogadó ország)	Különbség
Csehországban	1159,7	1297,4	-137,7
Magyarországon	197,2	12,5	184,7
Szlovákiában	51,0	15,5	35,5

*Forrás: Radlo [2010] és a másik három ország nemzeti bankjai.*

A külkereskedelmi adatok esetében a bejelentett és a tükörstatisztikák közötti különbséget általában az ún. aszimmetriai koefficienssel (AC) mérik (OECD, 2004). Ha  $X$  = export és  $mM$  =  $a$  „tükörimport”, akkor az aszimmetriai koefficiens képlete a következő:

$$AC = (X - mM) / (X + mM) / 2.$$

Ha ezt a mutatót vizsgáljuk (lásd a 3. táblázatot), akkor a különbségek nem kiemelkedők például a szolgáltatás- külkereskedelem adataihoz viszonyítva. Ha más viszonylatokkal vetjük össze az aszimmetriai koefficiens értékét, akkor sem mutatnak kiugróan nagy értéket a vizsgált országok esetében. Ugyanakkor fontos megjeg-

gyezni, hogy vannak olyan küldő és fogadó országok, amelyek hajlamosabbak alul- vagy felülbecsülni az éves beruházások nagyságát. Ilyen például a Cseh Nemzeti Bank adatai alapján a cseh befektetések értéke Magyarországon, vagy pedig a Szlovák Nemzeti Bank adatai alapján a szlovák befektetések értéke Csehországban.

### 3. táblázat

#### A befektetések állományára vonatkozó adatok néhány bilaterális aszimmetriai koefficiense a visegrádi országokban

Befektető (küldő) ország	Fogadó ország (az tükörstatisztika közléje)	Aszimmetriai koefficiens
Csehország	Magyarország	0,14
Csehország	Szlovákia	0,08
Magyarország	Csehország	0,04
Magyarország	Szlovákia	0,03
Szlovákia	Csehország	0,19
Lengyelország (2007)	Csehország, Magyarország, Szlovákia	0,03
Csehország	Németország	0,08
Magyarország	Németország	0,02
Lengyelország	Németország	0,18

Megjegyzés: a hiányzó relációk esetében nem volt elérhető az adat.

*Forrás:* Saját számítás a visegrádi országok jegybankjainak adatai alapján, illetve [http://www.bundesbank.de/download/statistik/stat\\_sonder/statsol0\\_en.pdf](http://www.bundesbank.de/download/statistik/stat_sonder/statsol0_en.pdf) (német adatok)

Mi lehet az oka a küldő és fogadó országok által közölt statisztikák közötti különbségnek?

A két statisztika között majdnem mindig van különbség, aminek a következők lehetnek az okai.

- Néhány tranzakció esetében idő telik el a két országban az ügylet bejelentése között; ez önmagában is jelentős eltérést okozhat, különösen akkor, amikor ez az időkülönbség magába foglalja az év végét, és amikor nagyobb ügylet(ek)ről van szó.

- Sok esetben országonként különbözik a bejelentési küszöbérték, amely függ egyrészt a statisztikai hivatalok vagy a nemzeti bank kapacitásától, másrészt pedig a vállalatok/bankok bejelentési hajlandóságától.

- A bejelentés módja (és így a vállalat számára jelentkező költsége) is különbözhet országonként.

- Eltérő valutát és eltérő árfolyamot használhatnak, amely a bejelentés időpontjától is függ.



- Eltér országoként a vállalatok bejelentési hajlandósága.
- A befektető nemzetiségének beazonosítása is gondot okozhat: például a küldő országban bejelentik az adott ügyletet, a fogadó országban nem.
- A hiányzó adatok becslésére eltérő korrekciós eljárásokat használhatnak.<sup>2</sup>
- A statisztikák a közvetlen külföldi tőkebefektetések három elemét tartalmazzák: a részvény típusú beruházást, az újrabefektetett nyereséget és az egyéb beruházást. Az adatok eltérése abból is fakadhat, hogy az elemek közül egy vagy kettő hiányzik az egyik országban. Ez elsősorban az újrabefektetett profit vagy az egyéb beruházásra vonatkozó adat esetében jelentkezhet, mivel az adatgyűjtés ezekről még nehezebb.

Az adatok korrekcióját az is nehezíti, hogy az országok közötti adatcserét (például a statisztikai hivatalok között) sokszor az egyéni vállalati adatok védelme is akadályozza (*Giovannini*, 2008, 14. o.) Ez különösen releváns a vizsgált országok közötti tőkeáramlásban, ahol – ahogyan majd látjuk – egy-egy év adatát dominálja néhány, sőt néha csak egyetlen nagyobb tranzakció. Néha az éves bilaterális adat megadása egyet jelentene egy-egy ügylet részleteinek a feltárásával.

### **A visegrádi országokból külföldre irányuló közvetlen tőkebefektetések legfontosabb jellemzői**

#### *Időbeli alakulás*

A működőtőke-export (outward FDI – OFDI) állományának növekedése lassú volt a kilencvenes évtizedben, 2000 után azonban felgyorsult (*Ferencikova*, 2010; *Radlo*, 2010; *Sass et al.* 2010; *Zemplinerová*, 2010). Ugyanakkor ennek a gyorsulásnak az üteme és időzítése eltért a vizsgált országokban.<sup>3</sup> Közvetlenül 2000-től Magyarországot jellemezte először ez az „élénkülés”. Ennek eredményeként a 2000 és 2005 közötti időszakban a magyar állomány tízszeresére nőtt és jelentősen meghaladta a többi visegrádi országét. 2008-ban érte el a magyar működőtőke-export állománya a csúcspontját, 13,6 milliárd eurós értéken, majd 2009-ben enyhén csökkent, 13,5 milliárd euróra. Csehországban és Lengyelországban a működőtőke-export növekedése igen visszafogott volt 2004-ig, és az állomány viszonylag stabil és egymáshoz hasonló volt a két országban. 2004 után azonban Lengyelországban gyorsan nőtt a működőtőke-export állománya, és 2006-ra meghaladta a magyar értéket. Ugyanakkor, valószínűsíthetően a lengyel gazdaság globális válság alatti viszonylag jó szereplésének köszönhetően 2008-ban és 2009-ben is folytatódott a növekedés, és

<sup>2</sup> Ezek az okok elsősorban a külkereskedelmi adatok különbségeinek magyarázatában relevánsak (Eurostat, 2000 és Economic Commission for Europe, 2008), ugyanakkor feltételezhetjük, hogy a beruházási adatok eltéréseinek is hasonló az eredete.

<sup>3</sup> Az egyes országok nemzeti bankjainak adatai alapján.

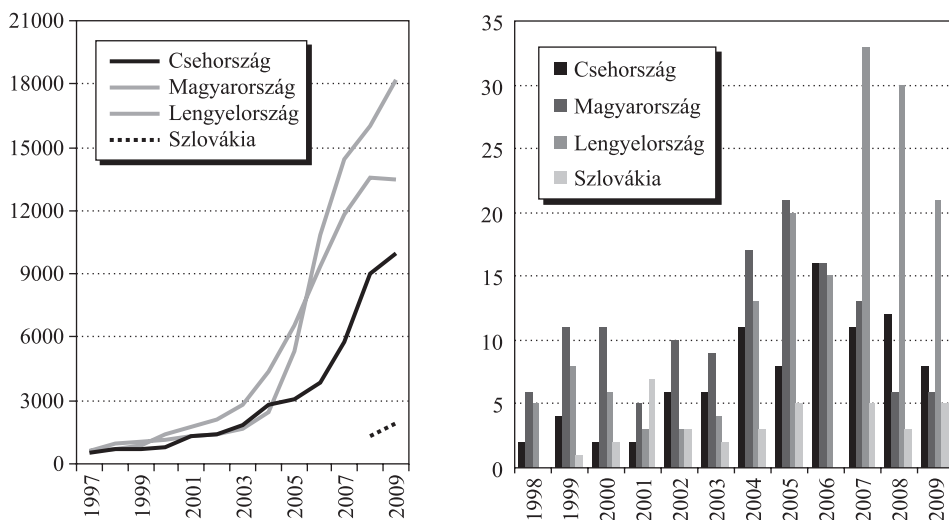


2009 végére meghaladta a 18 milliárd eurót. Csehországban 2005 után gyorsult fel az állomány növekedése, ugyanakkor az alacsonyabb maradt, mint Lengyelországban, és csak kismértékben haladta meg a magyar ütemet is. Ennek eredményeképpen a cseh külföldi működőtőke-befektetés állománya 2009-re majdnem 10 milliárd euróra nőtt. A másik három visegrádi országgal ellentétben Szlovákia esetében nem nőtt jelentősen a működőtőke-export állománya, és 2009-ben nem haladta meg a 2 milliárd eurót. A visegrádi országok összesített működőtőke-exportjának értéke 2009-ben több mint 43 milliárd eurót tett ki (lásd az 1. ábrát).

Az egy főre jutó állomány vagy a GDP-hez viszonyított állomány értékét tekintve ugyanakkor Magyarország még mindig vezet a régióban. Így 2008-ban az állomány a GDP-hez viszonyítva Magyarországon 9,2, míg Csehországban 4,6, Lengyelországban pedig 4,2 százalék. A legalacsonyabb értéket Szlovákia mutatja 2 százalékkal.

1. ábra

### A külföldi működőtőke-export állománya a visegrádi országokban (millió euró) és az egyesületek-felvásárlások száma



Forrás: A nemzeti bankok statisztikái és a Zyper-adatbázis.

A működőtőke-export növekedését tükrözte a határokon átnyúló egyesületek és felvásárlások számának növekedése is. Ennek eredményeképpen a visegrádi országok vállalatai által megvalósított határokon átnyúló egyesületek és felvásárlások átlagos száma nőtt mindegyik vizsgált országban. 1998 és 2003 között ez az átlag 3,7 volt Csehországban, 8,7 Magyarországon, 4,8 Lengyelországban és 2,5 Szlovákiában, míg a 2004 és 2009 közötti időszakban ezek a számok rendre 11-re, 13,2-re, 22-re

és 3,5-re nőttek. A visegrádi országok vállalatai részvételével megvalósított, határon átnyúló egyesülések és felvásárlások legnagyobb számban a válság előtti időszakra voltak jellemzőek: 2007-ben 62 külföldi vállalatot vásároltak fel. Ezen ügyletek több mint felében lengyel vállalatok voltak érdekeltek. Egy másik „csúcspont” ebben a tekintetben 2005-ben volt, amikor a magyarországi vállalatok vezetésével 54 ilyen ügylet valósult meg. 2007 után, elsősorban a globális recesszió eredményeképpen, visszaesett az ilyen jellegű tranzakciók száma. Annak ellenére, hogy a külföldi tőkebefektetések jelentősen növekedtek minden visegrádi országban, reálértékben mind a folyó, mind az állományi értékek még igen alacsonyak. Emiatt az éves értékek igen „érzékenyek” egy-egy nagyobb ügyletre. Egy-egy nagyobb egyesülés-felvásárlási projekt egy-egy évben magasra emelheti az éves kiáramlás nagyságát, így például a 2006-os magyar adatot alapvetően meghatározta az OTP tevékenysége, amely két szerb, egy orosz, egy ukrán és egy montenegrói bankot vásárolt fel, és felemelte romániai bankjának alaptőkét.

Szintén fontos jellemző a vizsgált országok külföldi tőkebefektetései szerkezetének alakulása. Kezdetben a részvény típusú beruházások dominálnak, később, amikor már viszonylag sok leányvállalat működik külföldön, növekszik a visszaforgatott profit és az egyéb tőke jelentősége (ez utóbbi elsősorban az anyavállalat és a leányvállalat közötti hiteltranzakciókat fedi le). Ez a jelenség többek között azzal magyarázható, hogy ahogyan a külföldi leányvállalatok egyre nyereségesebben működnek, egyre jelentősebb profitot termelnek, a kapacitások növelése legegyszerűbben a megtermelt profit visszaforgatásával lehetséges.

#### *Fogadó országok szerinti összetétel*

Ha a visegrádi országok külföldön megvalósított közvetlen tőkebefektetéseinek fogadó országok szerinti összetételét vizsgáljuk meg (lásd a 4. táblázatot), akkor a magyar állomány földrajzilag a legdiverzifikáltabb: a koncentrációt mérő Herfindahl–Hirschman-index<sup>4</sup> (HHI) 743,3. A legfontosabb célországok Európában találhatóak. Az európai országok közül a földrajzilag közel fekvő Szlovákia, Románia és Horvátország a legfontosabbak. Hollandia, Nagy-Britannia, Luxemburg, Svájc és Ciprus magas részesedését egyrészt közvetítő szerepük okozza: az itteni beruházások egy része más országokba irányul, másrészt adóoptimalizálási célokkal is fektetnek itt be a vállalatok. Dél-Korea egy nagyobb projekt miatt került fel a listára, amelyet egy magyarországi leányvállalat vitt végbe. Közép-Amerika viszonylag jelentős szerepe is egyetlen nagy ügyletnek tulajdonítható.

<sup>4</sup> A Herfindahl–Hirschman-index a koncentráció mérésére szolgál, értéke a részesedések (ebben az esetben a célországok összes állományból való részesedésének) négyzetösszege.

**A működőtőke-export állományának megoszlása fogadó országok szerint  
(Százalékban)**

Csehország (2008)	Magyarország (2009)	Lengyelország (2007)	Szlovákia (2008)				
Hollandia	43,5	Dél-Korea	12,9	Svájc	24,3	Csehország	43,4
Szlovákia	16,6	Horvátország	12,5	Luxembourg	19,7	Ausztria	15,3
Ciprus	11,4	Szlovákia	11,0	Csehország	8,1	Luxembourg	12,6
Bulgária	5,8	Közép-Amerika	9,5	Hollandia	6,1	Nagy-Britannia	6,0
Románia	5,1	Svájc	8,3	Nagy-Britannia	5,4	Oroszország	3,6
Lengyelország	4,1	Bulgária	7,4	Litvánia	5,4	Lengyelország	3,6
Németország	2,8	Románia	4,0	Ukrajna	4,2	Ukrajna	3,3
Luxembourg	1,9	Ukrajna	3,9	Németország	3,9	Liechtenstein	2,0
Oroszország	1,8	Macedónia	3,8	Svédország	2,7	Szlovénia	1,2
Gibraltár	0,7	Szerbia	3,2	Oroszország	2,7	Spanyolország	1,1
Törökország	0,6	Ciprus	3,0	Ázsia	2,7	Ciprus	1,1
Nagy-Britannia	0,5	Luxembourg	2,3	Norvégia	2,3	Magyarország	1,1
India	0,4	Oroszország	1,9	Ciprus	1,9	Hollandia	1,0
Magyarország	0,3	Nagy-Britannia	1,9	Franciaország	1,5	Bosznia és H.	0,9
Liechtenstein	0,3	Montenegró	1,7	Magyarország	1,4	Horvátország	0,7
Svájc	0,3	Csehország	1,6	Románia	1,3	Németország	0,6
Virgin-szigetek	0,2	Lengyelország	1,5	USA	1,1	Mexikó	0,6
<i>Herfindahl–Hirschman-index (HHI)</i>							
	2388,3	743,3		1210,5		2358	

*Forrás:* Saját számítások a visegrádi országok nemzeti bankjainak adatai alapján.

A lengyel állomány közepesen koncentrálnak tekinthető az 1120-as Herfindahl–Hirschman-index értékével. Annak ellenére, hogy a statisztikai adatok alapján Luxemburg, Svájc, Nagy-Britannia és Hollandia a legfontosabb célországok (ez a négy ország az összes külföldi befektetés 55 százalékának ad otthont), hasonlóan Magyarországhoz és a másik két visegrádi országhoz, az ezekben az országokban megvalósított projektek túlnyomó része nem a hagyományos értelemben vett közvetlen befektetés (például nehezen sorolhatók be a zöldmezős vagy a felvásárlás kategóriába). A legtöbb lengyel beruházás ezekben az országokban pénzügyi jellegű, és a vállalatok adóoptimalizálási céljait szolgálja a külföldi vállalatalapítás. Ezen felül ezek a fogadó országok olyan globális pénzügyi központok, ahol a lengyel vállalatok azért fektetnek be, hogy innen harmadik ország(ok)ba menjenek tovább. Ezek a beruházások – amelyeket „tranzit” vagy átmenő tőkének is neveznek – olyan áramlás-

kat tükröznek, amelyek úgy haladnak át a fogadó gazdaságokon, hogy arra csekély a hatásuk. Az említettekkel ellentétben a szomszédos országokban megvalósított lengyel beruházások a lengyel vállalatok közvetlen beruházásait jelentik, zöldmezős vagy egyesülési-felvásárlási tranzakciók keretében. Ennek a vállalati expanciónak elsősorban a közép- és kelet-európai országok a célpontjai, ideértve a visegrádi országokat is, s ezek mellett Németország és a skandináv országok jelentős fogadó országok.

A cseh és a szlovák külföldi közvetlen beruházások a leginkább koncentráltak a fogadó országokat tekintve: a Herfindahl–Hirschman-index mindkét esetben meghaladja a 2300-at. Ugyanakkor, míg Szlovákia a legtöbb tőkét Csehországban és Ausztriában fektette be (sorrendben 43,4 százalék és 15,3 százalék a két ország részesedése a teljes állományból), addig a cseh befektetések elsősorban Hollandiát (43,5 százalék) és Ciprust (11,4 százalék) célozzák meg. Ez utóbbi szintén az adó-optimalizálási motivációra hívja fel a figyelmet. Szlovákia ugyanakkor 2008-ban a cseh beruházások második legfontosabb célpontja 16,6 százalékos részesedéssel. Az a tény, hogy a cseh külföldi beruházások jelentősek Szlovákiában, a szlovák közvetlen befektetések pedig elsősorban Csehországban találnak otthonra, a két ország közötti erős történelmi és gazdasági kapcsolatokkal magyarázható. A cseh külföldi beruházások további célpontjai Bulgária mellett elsősorban a régió nagy országai: Románia, Lengyelország és Németország.

Egy másik lehetséges megközelítés a külföldi közvetlen működőtőke-tőkebefektetések fogadó országok szerinti összetételének vizsgálatára a határon átnyúló egyesülési-felvásárlási ügyletek elemzése. Ez különösen fontos lehet azokban az országokban, ahol hiányos vagy csak jelentős időbeli késéssel jelenik meg az idevonatkozó statisztika (a visegrádi országok közül leginkább Lengyelország esetében fontos ez a tényező). Eltérő az egyes országok részvételi intenzitása az ilyen ügyletekben, és erősen eltér az is, hogy mennyiben részesedik a többi visegrádi ország az összes tranzakcióból. 1997 és 2009 között Lengyelország, Magyarország, Csehország és Szlovákia volt az országok sorrendje az ügyletek számát tekintve. Ugyanakkor a másik három visegrádi ország részesedése Szlovákia esetében volt a legmagasabb az összes ügylet több mint felével, amiből egy kivételével mind Csehországban valósult meg. Csehországban a második legmagasabb ez a részesedés, 38 százalék, főleg Szlovákiát érintő ügyletekkel, de a másik két országban is voltak tranzakciók. Magyarország a harmadik ebben a sorban, itt a másik három ország az összes ügyletből már alacsonyabb arányban, 22,6 százalékkal részesedett, nagyjából egyenlő számú cseh és szlovák ügylettel, de viszonylag jelentős számú lengyel ügylettel is. Lengyelország esetében a legalacsonyabb szintű az egyesülések-felvásárlások esetében a többi visegrádi ország részesedése, mindössze 18,5 százalék, aminek jelentős része Csehországban valósult meg, és a néhány magyar mellett nincsen egyetlen szlovák tranzakció sem (lásd az 5. táblázatot).

## Visegrádi országok felvásárlói és ügyleteik

	Csehország		Magyarország		Lengyelország		Szlovákia	
	Összes	„Visegrádi ügylet”	Összes	„Visegrádi ügylet”	Összes	„Visegrádi ügylet”	Összes	„Visegrádi ügylet”
1997	4	PL: 1	2	–	1	–	1	CZ: 1
1998	2	PL: 1	6	–	5	CZ: 1	0	–
1999	4	–	11	CZ: 3	8	CZ: 1	1	–
2000	2	SK: 1, PL: 1	11	CZ: 4	6	–	2	CZ: 2
2001	2	SK: 1	5	SK: 1	3	–	7	CZ: 1
2002	6	SK: 1, HU: 1	10	PL: 2, CZ: 1, SK: 2	3	HU: 1	3	CZ: 3
2003	6	SK: 2, HU: 1	9	SK: 1	4	CZ: 1	2	CZ: 1
2004	11	SK: 3	17	SK: 6	13	CZ: 3, HU: 1	3	CZ: 2
2005	8	SK: 2, PL: 1	21	CZ: 2, SK: 1, PL: 1	20	CZ: 5, HU: 3	5	CZ: 5
2006	16	PL: 2, SK: 6	16	SK: 2, CZ: 1, PL: 1	15	HU: 1, CZ: 3	0	–
2007	11	PL: 2, SK: 1	13	–	33	CZ: 5, HU: 1	5	CZ: 2
2008	12	PL: 1, HU: 1, SK: 1	6	CZ: 1, PL: 1	30	HU: 1, CZ: 2	3	CZ: 1
2009	8	SK: 1, HU: 2, PL: 2	6	–	21	CZ: 1	5	CZ: 2, HU: 1
Összes:	92	VC: 35 (38%) SK: 20, PL: 10, HU: 5	133	VC: 30 (22,6%) CZ: 12, PL: 5, SK: 13	162	VC: 30 (18,5%) CZ: 22, HU: 8	37	VC: 21 (56,8%) CZ: 20, HU: 1

*Megjegyzés:* VC: Visegrádi országok, CZ: Csehország, HU: Magyarország, PL: Lengyelország, SK: Szlovákia.

*Forrás:* Saját számítások a Zypher-adatbázis alapján.

## Ágazati összetétel

Az ágazati összetétel összehasonlítása igen nehéz, egyrészt az adatok hiánya miatt, másrészt azért, mert az állomány alakulása igen érzékeny egy-egy nagyobb ügyletre, amely így a szektorális összetételt is megváltoztathatja. Lengyelország esetében például az állomány több mint kétharmadát egyetlen ágazatba sem sorolja be a Lengyel Nemzeti Bank. Ez a bank álláspontja szerint annak tulajdonítható, hogy a bejelentést készítő egységek (elsősorban vállalatok) sokszor nem adnak felvilágosítást a külföldi közvetlen befektetés tevékenységéről. Az állomány-„maradék” egyharmadát a lengyel vállalatok a következő ágazatokban fektették be: feldolgozóipar, ingatlanügyletek és üzleti szolgáltatások, kereskedelem és javítás és pénzügyi

tevékenység. Magyarország és Szlovákia is leginkább a feldolgozóiparba fektetett be külföldön (rendre 37,5, illetve 40,7 százalék a teljes állományból való részese-dés). Magyarországon a második helyen a pénzügyi tevékenység áll, a harmadik legfontosabb ágazat az ingatlanügyletek és üzleti szolgáltatások, ezt követi a bányá-szat és a kereskedelem, javítás. Szlovákiában a villamosenergia-, gáz- és vízellátás, a pénzügyi tevékenység, a kereskedelem és javítás, a szállítás, raktározás, posta, távközlés, illetve az ingatlanügyletek és üzleti szolgáltatások a további legfonto-sabb ágazatok. Vannak hasonlóságok a külföldi befektetésállomány struktúrájában az említett három országban, ezzel szemben Csehország esetében az ingatlanügyle-tek és üzleti szolgáltatások szerepe a meghatározó (a teljes állomány 57,2 százaléka).

6. táblázat

**A külföldi közvetlen befektetések ágazati megoszlása a visegrádi országokban  
(Százalék)**

Csehország (2008)	Magyarország (2008)	Lengyelország (2008)	Szlovákia (2007)
Ingatlanügyletek és üzleti szolgáltatások	57,2	Feldolgozóipar 37,5	Nem besorolt 66,1
Villamosenergia-, gáz-, vízellátás	12,4	Pénzügyi tevékenység 23,3	Feldolgozóipar 9,0
Feldolgozóipar	10,5	Ingatlanügyletek és üzleti szolgáltatások 20,7	Villamosenergia-, gáz-, vízellátás 19,6
Pénzügyi tevékenység	7,3	Ingatlanügyletek és üzleti szolgáltatások 20,7	Pénzügyi tevékenység 18,5
Kereskedelem és javítás	6,3	Bányászat 6,9	Kereskedelem és javítás 8,4
Egyéb szolgáltatások	3,5	Kereskedelem és javítás 6,5	Kereskedelem és javítás 8,4
Építőipar	2,5	Pénzügyi tevékenység 6,5	Szállítás, raktározás, posta, távközlés 5,5
Bányászat	0,6	Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás 1,0	Szállítás, raktározás, posta, távközlés 5,5
		Ingatlan eladása és vétele 1,0	Ingatlanügyletek és üzleti szolgáltatások 3,8
		Villamosenergia-, gáz-, vízellátás 1,7	Bányászat 1,3
		Szállítás, raktározás, posta, távközlés 1,5	Építőipar 1,2

*Forrás:* Saját számítások a visegrádi országok központi bankjainak statisztikái alapján.

A többi magas részesedésű ágazat a villamosenergia-, gáz- és vízellátás, a feldolgozóipar, a pénzügyi tevékenység, a kereskedelem és javítás és az egyéb szolgáltatások. (lásd a 6. táblázatot) Ennek az eltérésnek az okai többreütiek. Egyrészt a választott privatizációs módszer és a részben ennek nyomán eltérő ütemezésben és mértékben megerősödő hazai vállalatok, másrészt az adott országban a közvetlen külföldi tőkebefektetések szektorális összetételének eltérése, érkezésének eltérő „menetrendje” – így az ún. közvetett vagy indirekt beruházások, a külföldi tulajdonban levő és az adott gazdaságban működő leányvállalatok külföldi beruházásai – is hatással vannak a külföldi befektetések összetételére.

### A visegrádi országok „multinacionális vállalatai”

A visegrádi országok legfontosabb külföldön befektető vállalataira vonatkozó esettanulmányok alapján megpróbáljuk megvizsgálni, hogy vannak-e közös jellemzőik, specifikumaik ezeknek a „feltörekvő multinacionális cégeknek”.

A visegrádi országokból külföldre irányuló tőkebefektetések egy fontos közös jellemzője, hogy erősen koncentrált a szerkezetük, néhány nagybefektető és néhány nagy tranzakció játszik meghatározó szerepet mindegyik vizsgált országban az éves kiáramlás alakításában, sőt egyes esetekben a teljes állomány alakításában. Például Csehország esetében a CEZ tekinthető a külföldi beruházások „bajnokának”, Magyarországon a MOL és az OTP (illetve a TriGránit, azonban ennek a beruházásai nem szerepelnek a magyar fizetési mérlegben) (lásd: *Sass–Kalotay*, 2010). Lengyelországban a PKN Orlen és a PKO Bank külföldi beruházásai messze a legnagyobbak. [Ugyanakkor itt fontos megjegyezni, hogy ennek a két, részben állami tulajdonban levő vállalatnak a külföldi beruházásai jelentős veszteségeket hoztak, mint például az ukrán Kredobank felvásárlása a PKO Bank által vagy a litván Maizeiku akvizíciója a PKN Orlen által. A sikeres (nyereséges) külföldi terjeszkedésekre inkább az állam által nem ellenőrzött vállalatok esetében van példa.<sup>5</sup>] Szlovákiában is néhány vállalat tranzakciója dominálja a külföldi befektetésállományt, amelyek leginkább pénzügyi tevékenységet végeznek (például a J&T Group, a Penta Investments vagy az Istrokapital) (*Ferencikova*, 2010).

Azt is érdekes lehet megvizsgálni, hogy melyek azok a legfontosabb fogadó országok, amelyekben a visegrádi országok legjelentősebb multinacionális vállalatai befektetnek. Vállalati esettanulmányok alapján a visegrádi régió maga és a tágabb régió (Délkelet-Európa, Kelet-Európa és egy-egy esetben a szomszédos közeli nyugat-európai országok) igen fontos szerepet játszanak a nagyberuházók számára. A cseh CEZ egyértelmű célja, hogy az első számú szereplő legyen a közép- és dél-európai árampiacon (*Zemplerova*, 2010). Az ennek érdekében megvalósított felvásárlása-

<sup>5</sup> Ez tükrözi a lengyel kincstár által ellenőrzött vállalatok irányítási problémáit is (*Radlo*, 2010).



it 2004-ben Bulgáriában kezdte, és azóta vásárolt az ágazatban vagy kapcsolódó szektorokban működő vállalatokat Romániában, Lengyelországban, Bosznia-Hercegovinában, Magyarországon, Szlovákiában, Szlovéniában, Horvátországban, Törökországban és Albániában. Így földrajzi célpontja egyértelműen a visegrádi országok és annak közvetlen és távolabbi déli szomszédsága. A magyar OTP is ugyanerre a régióra fókuszál, kicsit szűkebb kiterjedéssel és bevonva egy-két keleti célpontot is. Bankokat vásárolt fel Bulgáriában, Horvátországban, Montenegróban, Romániában, Oroszországban, Szerbiában, Szlovákiában és Ukrajnában (*Sass et al., 2010*). Lengyelországban a környező országok, elsősorban Litvánia, Németország és Ukrajna fontos akvizíciós célpontok, és ezek mellett Magyarország, Románia és Bulgária jelenik meg kiemelkedő fogadó országgént a legnagyobb befektetők számára (*Radlo, 2010*). Ugyanakkor Lengyelország esetében a külföldi beruházások nagyobb része a vállalati adatok alapján is Nyugat-Európába megy. A vizsgált országok közül Lengyelországban tűnik a legkevésbé fontosnak a regionális fókusz.

Ugyanakkor egy-egy befektető, a legtöbb esetben ágazata sajátosságai miatt, távolabbra is merészkedik. Így az olajiparban tevékenykedő magyar MOL és a lengyel Petrolinvest (*Radlo, 2010*) rendelkezik kazahsztáni beruházással. A régióbeli helyszínek mellett a MOL beruházott Ománban, Pakisztánban, Jemenben és Irakban is (*Sass et al., 2010*). A cseh Skoda Auto piackereső motivációval beruházott Indiában (*Zemplinerova, 2010*). A szlovák Matador, amely szintén az autóiparban tevékenykedik, Etiópiában rendelkezik egy üzemmel (*Ferencikova, 2010*).

Az iparági összetételt tekintve a legfontosabb befektetők – részben tükrözve az ágazat egyre erőteljesebb nemzetköziesedési tendenciáit – a bankszektorban tevékenykednek (a lengyel PKO Bank, a magyar OTP és az említett szlovák befektetők). Jelentős az energiaágazat szerepe is (a cseh CEZ, a magyar MOL, a lengyel PKN Orlen, amelyek páronként terveztek vagy valósítottak meg stratégiai szövetséget). Viszonylag számos nagybefektető működik az autóiparban, elsősorban a cseh Skoda, illetve a szlovák Matador. Viszonylag nagy még – a teljes állományban elfoglalt kiemelkedő részesedést tükrözve – a kereskedelmi és az ingatlanügyletek jelentősége (például a magyar TriGránit<sup>6</sup> vagy a lengyel LPP), illetve a gyógyszeriparé (a cseh Zentiva és a magyar Richter). Érdekes a lengyel Asseco esete (*Radlo, 2010*), mert könnyen európai szintű vállalat válhat belőle az információtechnológiai és szoftver ágazatban<sup>7</sup> a számos sikeres akvizíción keresztül, amelyet hazájában, Csehországban, Szlovákiában, Romániában, Litvániában, Szerbiában, Montenegróban, Magyarországon, illetve Németországban, Spanyolországban és Dániában valósított meg. Ez a vállalat tűnik jelenleg a legnagyobb visegrádi multinacionális vállalatnak az innovatív

<sup>6</sup> A TriGránit papíron nem számít magyar tulajdonban levő vállalatnak, de a tulajdonosi összetétel elemzése alapján megállapíthatjuk, hogy valójában magyar vállalatról van szó. Ezen felül érdemes visszatérni arra a problémára, hogy a TriGránit ügyletei nem szerepelnek a magyar fizetési mérlegben.

<sup>7</sup> Lásd: [http://www.mfor.hu/cikkek/Magyar\\_szoftverceget\\_vett\\_az\\_Asseco.html](http://www.mfor.hu/cikkek/Magyar_szoftverceget_vett_az_Asseco.html) Az Asseco az ötödik legnagyobb európai vállalat az ágazatban.

információtechnológiai és a kapcsolódó ágazatokban. A másik három országban is vannak nemzetköziesedő vállalatok ebben a szektorban, azonban ezek sokkal kisebbek az Asseco-csoporthoz viszonyítva. (A nagyobbak között mindenképpen meg kell említeni a korábban magyar, ma már német tulajdonban levő, még a magyar tulajdonlás idején külföldi leányvállalatokat alapító, Magyarországon működő Graphisoftot.)

Érdekes megvizsgálni, hogy ezek a multinacionális vállalatok közvetlenül vagy közvetve fektetnek-e be külföldön. A közvetett külföldi tőkebefektetés esetében a külföldön beruházó cég maga egy többségi külföldi tulajdonban levő vállalat, például Lengyelországban a GE Bank helyi leánybankja az egyik legnagyobb külföldi befektető (*Radlo*, 2010), miközben nyilvánvalóan nem lengyel cégről van szó, hanem egy amerikai tulajdonban levő leánybankról. Egy másik ilyen példa a magyarországi M-Telekomé, amely szintén fontos külföldi befektető, ugyanakkor a Deutsche Telekom 100 százalékos tulajdonában van; vagy a szintén német Bayerische Landesbank tulajdonában levő magyarországi MKB Bank, amely Bulgáriában és Romániában rendelkezik leánybankokkal. Szintén magyar példa a dél-koreai Samsung, amely magyarországi leányvállalatán keresztül jelent meg befektetéssel Szlovákiában. Csehországban ilyen a Hollandiában bejegyzett, de a francia Sanofi, tehát szakmai befektető rész tulajdonában levő gyógyszercég, a Zentiva, amelynek Szlovákiában, Romániában és Törökországban van leányvállalata. Ezekben az esetekben az anyavállalatok különböző okok miatt választják a leányvállalaton keresztüli terjeszkedést, például adóoptimalizálási céllal, vagy mert a leányvállalat szakemberei jól ismerik a célországot vagy a célvállalatot, esetleg azzal személyes kapcsolataik is vannak. A négy országot összehasonlítva azt valószínűsítjük – *Rugraff* [2010] eredményeihez hasonlóan –, hogy Lengyelországban a legmagasabb az „igazi” hazai (vagyis lengyel tulajdonban levő) külföldi befektetők száma. (*Radlo*, 2010). Így Lengyelországban valószínűsítjük, hogy a közvetlen külföldi beruházások dominálnak. Csehországban ugyanakkor fontosabb lehet a közvetett beruházók szerepe Lengyelországhoz képest, hiszen a legnagyobb ügyletet lebonyolító Zentiva és a jelentős külföldi beruházásokat végrehajtó Skoda is külföldi kézben van (*Zemplerova*, 2010). A kevés szlovák külföldi beruházó esetében is azt feltételezzük, hogy leginkább közvetlen és nem helyi leányvállalatok által végrehajtott közvetett befektetésekről van szó (*Ferencikova*, 2010). Magyarországon – becslésünk szerint – a teljes közvetlen külföldi befektetésállomány mintegy 15 százalékát tekinthetjük egyértelműen közvetettnek (*Antalóczy–Sass*, 2009). Ugyanakkor a kérdés Magyarország esetében bonyolultabb, mivel az ún. „virtuális közvetett” vagy álközvetett beruházásokkal is foglalkoznunk kell. Ez olyan vállalatokat jelent, amelyek külföldi többségi tulajdonban vannak, ugyanakkor ez nem jelent egyben ellenőrző tulajdont (*Sass et al.*, 2010). A magyar privatizáció speciális természete és így egy külön befektetői csoport létrejötte miatt kell bevezetnünk a „virtuális közvetett” befektetői kategóriát, amely uralkodó a Magyarországról külföldre irányuló közvetlen befektetésekben. Ezek a befektetők látószög a közvetett befektetés „mintapéldái”, hiszen többségi külföldi tulajdonban levő

vállalatokról van szó, amelyek igen aktívak a nemzetköziesedés itt vizsgált formájában (*Antalóczy–Éltető*, 2003). Ugyanakkor, ha közelebbről megvizsgáljuk ezeknek a vállalatoknak a tulajdonosi szerkezetét és döntéshozatali kompetenciáit, láthatjuk, hogy nem erőltethetők bele a közvetett beruházó kategóriájába. Így például a magyar MOL, OTP vagy Richter tulajdonviszonyait a következők jellemzik. Mindegyik vállalatot a budapesti értéktőzsdén keresztül privatizálták, ott értékesítették részvényeiket, rendszerint több szakaszban. A kialakult tulajdonosi szerkezet külföldi többségi tulajdont mutat, ugyanakkor erősen szórt, nincsen ellenőrző tulajdonos. Így például az OTP Bank esetében a 2010. szeptember 30-i állapot szerint külföldiek kezében volt a részvények 67,3 százaléka, de egyikük sem rendelkezett ellenőrzést biztosító részvénytulajdonosi részesedéssel. A magyar részvénytulajdonosok száma is nagy, de itt sincs 10 százalékos részesedéssel bíró. A magyar kormány 0,4 százalékkal, az OTP vezetői és foglalkoztatottjai 1,7 százalékkal rendelkeztek, saját részvény 1,5 százalékos volt, további hazai befektetők 29 százalékos részvényt „bírtak”. Így a stratégiai jelentőségű döntéseket, beleértve a külföldi terjeszkedést is, a magyar menedzsment hozza, és nem egy Magyarországon kívüli székhellyel rendelkező tulajdonos. A külföldi befektetés motivációit és a vállalat versenyelőnyeit elsősorban a relatív magyar üzleti környezet és helyzet határozza meg. Hasonló a helyzet a MOL vagy a Richter esetében is. Valószínűleg idesorolhatunk egy másik tőzsdéi céget, a Synergont is.<sup>8</sup> A MOL esetében említést érdemel az az egy darab részvény, amely speciális jogokat, a vállalat irányításába való befolyást biztosít tulajdonosának, a magyar kormánynak. Így a legfontosabb külföldön beruházó magyar vállalatok, a magyar tőke kivétel „zászlóshajói”, a MOL, az OTP és a Richter egyértelműen besorolhatók a „virtuális közvetett” beruházó kategóriájába. A másik három visegrádi ország tapasztalatai alapján itt egy speciális magyar jelenségről van szó, ha léteznek is ilyen virtuális közvetett külföldi beruházók a másik három országban, azok súlya semmiképpen sem vethető össze az ebbe a kategóriába sorolt magyar vállalatokéval.<sup>9</sup>

Az állami tulajdonban levő multinacionális vállalatok azok, amelyek inkább jelen vannak a többi visegrádi országban, elsősorban Lengyelországban – a két külföldi nagyberuházó a PKO PB és a PKN Orlen (*Radlo*, 2010) –, illetve a szintén idesorolható cseh CEZ Csehországban (*Zemplinerova*, 2010). Itt is nyilvánvalóan szerepet játszik a privatizáció időzítése és módja. A CEZ esetében a részvények egy részét a kuponos privatizáció keretében magánosították, azonban az állami tulajdon részesedése még mindig 67 százalék. A CEZ nagyon aktív a külföldi közvetlen befektetések területén, 57 külföldi leányvállalata van, amelyekben többségi (51-től 100 százalékgig terjedő) tulajdonosi részesedése van. A külföldi terjeszkedésben a CEZ nemcsak a villamos-

<sup>8</sup> A tulajdonosi szerkezetekről részletesebben lásd: *Sass et al.* [2010] vagy *Sass–Kovács* [2011]. Az utóbbi tanulmány elemzése kiterjed a vezetőség összetételére és a vállalatcsoportban használt munkanyelvre is.

<sup>9</sup> A „virtuális közvetett” beruházásokról, a volt átalakuló országokból külföldre irányuló közvetett beruházásokkal való összevetésben részletesebben lásd: *Sass et al.* [2010].

energia-termelésére koncentrálnak, hanem a végső fogyasztónak történő értékesítésre, elosztásra is. A CEZ-csoport 2004-ben kezdte meg külföldi akvizícióit, amikor három bolgár szolgáltató vállalatot vásárolt fel. Azóta több ilyen ügyletet realizált Közép- és Kelet-Európában. Annak a kérdésnek a tisztázása, hogy mi az állam/kormányzat szerepe a CEZ külföldi terjeszkedésében, még további kutatásokat igényel. Magyarországon az állami tulajdon igen korlátozott a vizsgált külföldi nagybefektetőknél, a legmagasabb az állami részesedés a Richterben (25 százalék), ennél jóval alacsonyabb a MOL-ban (bár ott egy speciális jogokat biztosító részvényben testesül meg<sup>10</sup>) és az OTP-ben (Sass et al., 2010; Sass és Kovács, 2011). Szlovákiában nem találunk állami tulajdonban levő vállalatot a külföldön terjeszkedők között (Ferencikova, 2010).

A visegrádi országok multinacionális vállalatainak másik fontos közös ismérve, hogy elsősorban horizontális, piackereső projekteket valósítanak meg. Nagyon kevés a hatékonyságkereső, vertikális típusú projekt. Magyarországon a Videoton lehet példa vertikális projektek megvalósítására bulgáriai és ukrainai beruházásainál, amelyeknél nyilvánvalóan fontos szerepet játszott a magyarországinál alacsonyabb munkabér. A cseh Skoda Autó külföldi beruházásai esetében inkább horizontális beruházásokról van szó. Néhány, az energiaszektorban tevékenykedő vállalat (így a lengyel Petrolinvest vagy a MOL) esetében találunk erőforrás-kereső beruházásokat, legtöbbször a Közel-Keleten vagy a volt Szovjetunióban.

A visegrádi országok multinacionális vállalatainak külföldi beruházásai a belépési módot tekintve elsősorban felvásárlások, és ezen belül is jelentős a privatizációhoz kapcsolódó felvásárlás. Lengyelországban 1998 és 2010 között körülbelül 50 lengyel vállalat vett részt 160 akvizíciós ügyletben (Radlo, 2010), miközben az összes visegrádi országból eredő határon átnyúló felvásárlás száma több mint 400 volt. Magyarországon például a MOL és az OTP, a két vezető külföldi beruházó elsősorban a privatizációhoz kapcsolódó külföldi beruházásokat valósított meg. A belépési mód az ágazattól is függ: így például a bankszektorban egyértelműen domináns a működő pénzintézetek felvásárlása. Ehhez hasonlóan a gyógyszergyártásban is főleg felvásárlásokkal jelennek meg külföldön a vizsgált vállalatok, például a cseh Zentiva vagy a magyar Richter.

A kis- és közepes vállalatok által megvalósított közvetlen külföldi befektetések esetében bár a külföldi befektetésállomány gerincét mindegyik országban a nagybefektetők adják, jelen vannak a kisebb méretű, aktívan nemzetköziesedő beruházók is. Ezeknek elsősorban a környező országokban vannak befektetéseik, de mindegyik országban találtunk olyan, főleg high tech ágazatokban működő kis- és közepes méretű vállalatokat, amelyek vállalati-technológiai előnyeik révén egy-egy piaci résben gyorsan növekednek, és a fejlett piacokon valósítanak meg beruházásokat. (Magyarországra lásd például: Antalóczy–Sass, 2009)

<sup>10</sup> A cikk leadása után vásárolta vissza a magyar állam a Surgutneftegastól a MOL-részvényeket, így az ehhez kapcsolódó változásokat az elemzésben még nem tudtuk figyelembe venni.

## Összegzés, következtetések

A tőkeexport mára mindegyik visegrádi országban jellemzővé vált, és Szlovákia kivételével jelentős. A visegrádi országok közvetlen külföldi tőkebefektetései alakulása az IDP egyes szakaszain való „utazásként” is értékelhető. Mindegyik visegrádi ország már belépett az IDP második szakaszába évekkal ezelőtt. Ugyanakkor, míg Szlovákia még bőven a második szakaszban van, addig Magyarország esetében már a harmadik szakaszról beszélhetünk. Csehország és Lengyelország is jóval előrébb tart a második szakaszban, mint Szlovákia, de még nem kerültek a harmadik szakasz közelébe. Az IDP és a külföldi működőtőke-befektetések alakulása a gazdaságok strukturális változásait és a vállalatok külföldi terjeszkedési képességének fejlődését jelzik.

A visegrádi országok külföldi beruházásai esetében háromféle projektet különböztethetünk meg a beruházás helye és motivációja alapján. Egyrészt a piackereső motivációjú, horizontális típusú, elsősorban a régióbeli beruházások, másrészt az adóoptimalizálási céllal vagy a régiós központ alapításának céljával megvalósított befektetések, harmadrészt pedig a természeti erőforrást kereső projektek.

A horizontális, piackereső típusú projektek legfontosabb helyszíne Közép- és Kelet-Európa, kisebb részben a skandináv országok, Németország és más nyugat-európai országok. Itt a legfontosabb motiváció a piaci részesedés megszerzése vagy növelése. Néhány esetben távolabbi (például USA-beli vagy ázsiai) piacokat is megcélozhatnak ezek a befektetők. Az adóoptimalizálási, pénzügyi vagy „közvetítői” (harmadik piacokra történő befektetést közvetítő) projekteket elsősorban Luxemburgban, Svájcban, Nagy-Britanniában, Hollandiában vagy Cipruson hoznak létre. (Természetesen ezekben az országokban vannak piackereső beruházások is, ennek ellenére érdekes lehet, hogy ennek az öt országnak a részesedése a következő a vizsgált országok külföldi befektetései állományában: Csehország: 57, Lengyelország: 55, Magyarország: 16 és Szlovákia: 21 százalék.) Sok esetben az ezekbe az országokba irányuló befektetés harmadik országbeli befektetést eredményez. A természeti erőforrást kereső beruházások elsődleges célpontja Európán kívül van, például Kazahsztánban, Irakban. Ezek elsősorban az energiaforrásokhoz, nyersanyaghoz való kedvezőbb hozzájutást célozzák. Ezeknek a beruházásoknak a teljes állományból való részesedése mindegyik vizsgált országban viszonylag kicsiny.

A visegrádi országok multinacionális vállalatainak van néhány közös jellemzője, ugyanakkor a legnagyobb befektetők jellemzői országonként eltérnek, és nagymértékben függenek az ország által bejárt fejlődési/átalakulási úttól. A befektetők egyik jelentős csoportjába olyan külföldi leányvállalatok tartoznak, amelyek anyavállalata valamilyen okból a leányvállalaton keresztül fektetett be harmadik országba. A nemzetközi szakirodalomban ezt hívják indirekt vagy közvetett működőtőke-befektetésnek. Ilyen vállalatok mind a négy visegrádi országban jelen vannak, becslésünk szerint részesedésük Lengyelország (és Szlovákia) esetében le-

het a legkisebb. Magyarországon az ilyen típusú közvetett beruházók egy speciális típusát is megtaláljuk, amelyeket „virtuálisan közvetettnek” nevezünk. Ezek esetében a többségi külföldi tulajdon szórt, és így nem jelent egyben külföldi kontrollt is. A stratégiai döntéseket a többségében magyar menedzsment hozza a magyarországi központban. A második csoportba a helyi vállalatok tartoznak, és ezen belül két alcsoportot különíthetünk el. Egyrészt a nagy (volt) állami tulajdonban levő vállalatokat, amelyek főleg az energiaszektorban, az olajiparban vagy a telekommunikációban tevékenykednek. A másik csoportba azok a vállalatok tartoznak, amelyek magánvállalatok, és 1990 után alapították őket. Mind a négy országban vannak kiemelkedő külföldi beruházók, amelyek ebbe a csoportba tartoznak. Ezek között még ún. „született globális” vállalatok is vannak, amelyek a külföldi befektetéssel történő nemzetköziesedést a vállalati életciklus igen korai szakaszában kezdik.

A belépési módot tekintve az egyesülések-felvásárlások és azon belül a privatizációhoz kapcsolódó tranzakciók domináltak mindeddig. Az ágazat sajátosságai miatt néhány szektorban ugyanakkor számottevőek a zöldmezős beruházások is, összességében azonban jelentőségük kisebb az egyesülésekhez-felvásárlásokhoz képest. Az egyesüléseken-felvásárlásokon belül, ahogyan az ilyen jellegű célpontok fogynak, nő a privatizációhoz nem köthető egyesülések-felvásárlások száma és súlya.

Több olyan terület is van, ahol lehetséges és kedvező eredményeket hozhat a visegrádi országok közötti együttműködés. Először is az országok megoszthatják tapasztalataikat a külföldi beruházásokkal kapcsolatban. Megvitathatják az ezzel kapcsolatos stratégiáikat, az ezt szabályozó gazdaságpolitikai elemeket, a külföldi befektetéseket elősegítő, esetleg ösztönző politikájuk elemeit, különösen azokban az esetekben, ahol a beruházások esetenként két-két visegrádi országot érintenek. Az egymás országában történő beruházást úgy is tekinthetik, mint amelyik erősíti a régió gazdasági és kulturális integrációját. Ennek értelmében akár egymás befektetőit is segíthetik információkkal, lehetőség szerint a befektető nyelvén nyújtott tájékoztatással. Ez különösen fontos, mert nagyon sok befektető számára egy másik visegrádi országban történő beruházás a nemzetköziesedés első lépése. Más esetekben pedig a befektető számára stratégiai pozíciójának erősítését jelenti, amely akár az erős versenytárs által történő felvásárlás elkerülését is célozhatja. Ebben a tekintetben a régiós tőkeáramlás szempontjából nem elhanyagolható a közös történelmi és gazdasági örökség, a szoros kulturális kapcsolatok, a meglévő személyes kapcsolatok és a más országban élő kisebbségek szerepe.

Ezen felül a gazdaságpolitikusok és a beruházásösztönző ügynökségek szakértői is nyerhetnek azzal, ha megosztják a beruházásokkal kapcsolatos tapasztalataikat, például a belépési módokat, stratégiákat, a siker és a bukás tényezőit illetően nemcsak a visegrádi országokban, hanem más országokban lezajlott visegrádi befektetési projekteket illetően is. Különösen, ha ezek az országok a kockázatosabb befektetési célpontok közé tartoznak. Ebben a tekintetben különösen a délkelet-



európai országok és a FÁK-országok kaphatnak figyelmet. Érdemes még arra is felhívni a figyelmet, hogy az adatproblémák csökkentése, az adatok javítása területén is jelentős nyereséggel kecsegtethet a regionális együttműködés nemcsak a kétoldalú áramlásokra vonatkozó adatok esetében, hanem általában az adatgyűjtés és az adatminőség javítása területén is. Így a statisztikai hivatalok, a jegybankok és esetlegesen az adóhatóságok közötti kooperációnak is helye van.

#### Felhasznált irodalom

- Andreff, W. [2003]: The newly emerging TNCs from economies in transition: a comparison with Third World outward FDI. *Transnational Corporations*, Vol. 12., No. 2., 73–118. o.
- Antalóczy K. – Mohácsi K. – Voszka É. [1998]: Sok kicsi sokra megy? A magyar tőkeexport jellemzőiről. *Külgazdaság*, XLII. évf., 11. sz., 22–41. o.
- Antalóczy K. [2001]: Magyarországi működőtőke-export nemzetközi kitekintésben. *Külgazdaság*, XLV. évf., 6. sz., 61–82. o.
- Antalóczy, K. – Éltes, A. [2002]: Outward Foreign Direct Investment in Hungary – Motivations and Effects. Institute for World Economics of the Hungarian Academy of Sciences. Working Paper, No. 125. Budapest.
- Antalóczy, K. – Sass M. [2009]: Emerging multinationals: the case of Hungary. Konferenciaelőadás: University of Tallin: Economies of Central and Eastern Europe. Tallin, június 14–16.
- Bohata, M. – Zemplerová A. [2003]: Internalization of Czech Companies via Outward Investment. In: Svetlicic, M. – Rojec, M. (eds.): Facilitating Transition by Internationalization. Ashgate Publishing Limited Aldershot.
- Bohata, M. [2001]: Outward FDI: country study of Czech Republic. Intermediate Report for ACE Project. Ljubljana, Faculty of Social Sciences, Paper No. 4., No. P97-8073-R.
- Boudier-Benseba, F. [2008]: FDI-assisted development in the light of the investment development path paradigm: Evidence from Central and Eastern European countries. *Transnational Corporations*, Vol. 17., No. 1., April, 37–67. o.
- Chlimoniuk, E. – Radlo, M.-J. [2008]: Service Offshoring and Investment Development Path: Evidence from Poland. European Trade Study Group Conference, Warsaw, 2008.
- Dunning, J. H. [1993]: *Multinational Enterprises and the Global Economy*. Addison-Wesley, Wokingham.
- Dunning, J. H. – Narula, R. [1996]: The Investment Development Path Revisited: Some Emerging Issues. In: *Dunning–Narula* (eds): *Foreign Direct Investment and Governments: Catalysts for Economic Restructuring*. Routledge, London, 1–41. o.
- Dunning, J. H. [1981]: Explaining the international position of countries towards a dynamic or developmental approach. *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 117., 30–64. o.
- Economic Commission for Europe [2008]: Statistics on foreign trade in goods. Asymmetry of partner country data: the experience of Ukraine. Note by the State Statistics Committee of Ukraine. Seminar on strategic issues to the measurement of international transactions. Session IIB: Assymetries in partner country data. ECE/CES/34, 22 May 2008. United Nations Economic and Social Council.
- Eurostat [2000]: Differences in mirror statistics in INTRASTAT. Thirteenth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, Washington, D.C., October 23–27, 2000. BOPCOM-00/36.
- Ferencikova, S. [2010]: Outward FDI: Evidence from Slovakia. Paper prepared in the framework of the research project ‘The role of outward foreign direct investments in the Visegrad countries in strengthening regional integration with special regard to economic cooperation’. Kézirat. (Megjelenés alatt: *Eastern European Economics*)



- Gál, Z. [2006]: The rise of the East European giants: East European transnational corporations in expansion. In: Constituting Globalization: Actors, Arenas and Outcomes: 18th Annual Meeting of the Society for the Advancement of Socio-Economics. Trier, 66–67. o.
- Giovannini, E. [2008]: Is globalisation a threat to official statistics? *Hungarian Statistical Review*, március, Vol. 86., No. 3., 1–17. o.
- Gorynia, M. – Nowak, J. – Wolniak, R. [2008]: Poland's Investment Development Path and Industry Structure of FDI Inflows and Outflows. *Journal of East-West Business*, Vol. 14., No. 2., 189–212. o.
- Kalotay, K. [2004]: Outward FDI from Central and Eastern European countries. *Economics of Planning*, Vol. 37., No. 2., június.
- Kola, M. – Kuzel, M. [2007]: Bezpośrednie inwestycje zagraniczne polskich przedsiębiorstw na gruncie teorii ścieżki inwestycyjno-rozwojowej. In: Karaszewski, W. (ed.): Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w budowaniu potencjału konkurencyjności przedsiębiorstw i regionów, Uniwersytet Mikołaja Kopernika, Toruń.
- OECD [2004]: International Trade in Services Statistics: Monitoring Progress in Implementation of the Manual and Assessing Data Quality. Paper presented at OECD-EUROSTAT Expert Meeting on Trade-in-Services Statistics, Paris, April 28–29.
- Radlo, M. J. [2010]: Outward FDI: Evidence from Poland. Paper prepared in the framework of the research project 'The role of outward foreign direct investments in the Visegrad countries in strengthening regional integration with special regard to economic cooperation'. Kézirat. (Megjelenés alatt, *Eastern European Economics*.)
- Rugraff, E. [2010]: Strengths and weaknesses of the outward FDI paths of the Central European countries. *Post Communist Economies*, 22., 1., 1–17. o.
- Sass, M. – Antalóczy, K. – Éltető, A. [2010]: Outward foreign direct investment from Hungary". Paper prepared in the framework of the research project 'The role of outward foreign direct investments in the Visegrad countries in strengthening regional integration with special regard to economic cooperation'. Az OTP Alapkezelő támogatásával. Kézirat. Megjelenés alatt, *Eastern European Economics*.
- Sass, M. – Kalotay, K. [2010]: Outward FDI from Hungary and its policy context. Columbia FDI profiles. június 24. Letölthető: [http://www.vcc.columbia.edu/files/vale/documents/Hungary\\_OFDI\\_24\\_June\\_2010\\_-\\_FINAL.pdf](http://www.vcc.columbia.edu/files/vale/documents/Hungary_OFDI_24_June_2010_-_FINAL.pdf)
- Sass, M. – Kovács, Ö. [2011]: Hungarian multinationals: a strong presence in neighbourhood. ICEG European Centre Budapest and Vale Columbia Center, New York. Report prepared in the framework of the EMGP project. <http://www.vcc.columbia.edu/content/emerging-market-global-players>
- Svetlicic, M. – Jaklic, A. – Burger, A. [2007]: Internationalization of Small and Medium-Size Enterprises from Selected Central European Economies. *Eastern European Economics*, Vol. 45., No. 4., július–augusztus, 36–65. o.
- Svetlicic, M. – Jaklic, A. [2006]: Outward FDI from new European Union Member States. Manuscript, Faculty of Social Sciences, University of Ljubljana, november 15.
- Svetlicic, M. – Rojec, M. (eds.) [2003]: Facilitating Transition by Internationalization. Outward Direct Investment from Central European Economies in Transition. Ashgate, Aldershot, England.
- Svetlicic, M. [2003]: Theoretical Context of Outward Foreign Direct Investment from Transition Economies. In: Svetlicic, M. – Rojec, M. (eds.) [2003], 3–16. o.
- Vanicsek, M. – Viszt, E. [2005]: Magyarországi tőkeexport mérete, fejlődése, legfontosabb tapasztalatai. Hatása a Magyar gazdaság – ezen belül – a főváros gazdasági fejlődésére. GKI Gazdaságkutató Rt. Integrációs és Fejlesztési Munkacsoport tanulmánya, január, 56 o.
- Zemplerova, A. [2010]: Outward FDI: Evidence from the Czech Republic. Paper prepared in the framework of the research project 'The role of outward foreign direct investments in the Visegrad countries in strengthening regional integration with special regard to economic cooperation'. Kézirat. (Megjelenés alatt: *Eastern European Economics*.)