

## MOLNÁR LÁSZLÓ–SKULTÉTY LÁSZLÓ

### A beruházások alakulása 1992–1998 között

---

A magyar nemzetgazdaság a kilencvenes években óriási átalakuláson ment keresztül. A válságot követő kilábalás és az új – bár folyamatosan átalakuló – gazdasági struktúrában meginduló dinamikus növekedés egyik fő tényezője a jelentős mértékű beruházás volt. Ez tette lehetővé az elavult és nem prosperáló ágazatokban az állóeszközvagyon cseréjét, modernizációját. A szerzők a rendszerváltás idejére lelasult, majd a kilencvenes években dinamikusan növekvő beruházások szerkezetét, motívumait és finanszírozását elemzik, és ezeket összevetik a vállalkozások várakozásaival. Ezt követően megvizsgálják a külföldi tőke szerepét a tömeges privatizáció és a nagy mértékű működőtőke-beáramlás időszakában. Megállapítják, hogy a vállalkozói beruházásokban erősödött a külföldi részvétel, s az időszak elején az állami közvetlen és közvetett beruházások részben kompenzálták a vállalkozói beruházások visszaesését, majd csökkenésükkel visszafogták a beruházási volumen dinamikusabb növekedését.\*

---

A nyolcvanas évek legvégén hatalmas állami kiadásokkal járó építkezések lekerültek a napirendről (például Bős-Nagymaros, eocén- és liász-program, vegyipari fejlesztések). A nagy állami vállalatok megrendült helyzetükben képtelenek voltak a megerősödő importtal versenyezni, s nagyrészt arra is, hogy a nyugati piacokra betörjenek. Emiatt *csak kevés cégnek volt ereje arra, hogy saját forrásból fejlesszen*. Másrészt a beruházási források központi elosztása gyakorlatilag ellehetetlenítette a beruházást azon vállalatok számára, amelyek nem részesültek e forrásokból. Így kialakult egy olyan vállalati kör, amely krónikus alultőkésítettségben szenvedett. A kilencvenes évtized elején felpörgő inflációs ráta hatására *a beruházási hitelek kamatai is felszöktek*: volt olyan év, amikor a legjobb adósok is csak 35-40 százalékos kamatra kaptak hitelt. Ez a termelői árindexhez viszonyítva 10-15 százalékos reálkamatot jelentett a hitelfelvevőknek. A belföldi tőkeszerzés más forrásai szintén bedugultak a magas költségek miatt. A vállalati kötvények kibocsátása szűk keretek közé szorult (leginkább a lízingcégek éltek ezzel a lehetőséggel), a részvénykibocsátással, alaptőke-emeléssel szintén csak kevesen próbálkozhattak. *Állami dotációk*, beruházási támogatások (főleg az ÁPV Rt.-n keresztül) ugyan voltak, de ezek csak szűk körre terjedtek ki. Ezek közül kiemelkednek a reorganizációs támogatások, amelyekkel a korábban felvett beruházási és forgóeszközhitelket váltották ki.

*A 1. ábra jól mutatja a beruházási trendváltásokat. Ám míg a nyolcvanas években a gazdaságpolitika irányváltásai voltak a meghatározók, a kilencvenes években egyre je-*

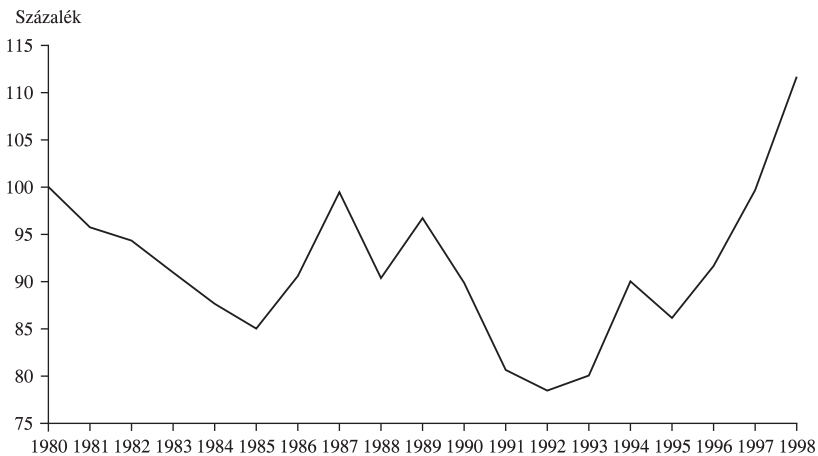
---

\* Köszönjük Szanyi Miklós segítő bírálatát.

lentősebbé váltak a piaci szereplők döntései. Ahogy az 1985-ös gyorsítás után a beruházási volumen megugrott, úgy 1992-t követően is hasonló folyamat játszódott le (1992 után érzékelhető volt az a kormányzati szándék a gazdaság mesterséges élénkítésére, ami többek között költségvetési beruházásokban is tetten volt, például az autópálya-építések erőltetett felgyorsításában). Az 1987-es és az 1994-es visszaesésnek azonban már merőben eltérő okai voltak, ahogy az 1988-tól és az 1997-től induló fellendülés sem állítható párhuzamba a beruházásbarát gazdaságpolitika hasonlósága alapján. A beruházási trendek és a gazdaságpolitika töréspontjainak egybeesése két fő okra vezethető vissza: egyrészt az állami szerepvállalás hullámzásaira, másrészt a kormányzati gazdaságpolitikára reagáló vállalati magatartásra. Az optimista kormányzati előrejelzések hatására sok vállalat kezdett termelésbővítő felhalmozásba, amit a restriktív időszakok keresletcsökkenése hatására félbehagytak, késleltettek. Ugyanakkor azt is meg kell jegyezni, hogy a beruházásokat megvalósító vállalati kör sem azonos. A kilencvenes években főként a zöldmezős beruházásokat végző külföldi cégek jelentették a növekedés alapját, míg a nyolcvanas években beruházó hazai nagyvállalati kör egyre kisebb szelete volt képes erre a rendszerváltozás után, hiszen ezeket az állandósult forráshiány gátolta a felhalmozásban.

### 1. ábra

Az állóeszköz-felhalmozás volumenének alakulása 1980–1998 között  
(1980=100)



Forrás: KSH-évkönyvek.

1992–1993-ban az állami, a társadalombiztosítási és az önkormányzati költségvetési beruházások együttes hatása jelentős mértékben kompenzálta a gazdálkodó szervezetek beruházásainak csökkenését a GDP-ből, majd 1994-ben mindkettő részesedése emelkedett (miközben a GDP nőtt) úgy, hogy az államháztartás csak kismértékben bővítette felhalmozását, s a növekmény nagyobb részét a gazdálkodói szféra teljesítette.

Az 1996-os stagnálás, az 1997–1998-as élénkülés az előbbieken említett két tényező (költségvetési beruházások, vállalati reakciók) kivételes együttmozgásának köszönhető. Az 1995-ös Bokros-csomag megállította az ország kedvezőtlen makromérlegeinek romlását, de cserében visszafogta a gazdasági növekedést és a lakossági fogyasztást. A vállalkozások egy része (amely a lakossági piacra termelt) korlátozta beruházását. Ezt a hatást csak mérsékelni tudta az 1996-os, reálértéken növekvő költségvetési beruházási keret. 1997–1998-ban már látszottak a stabilizációs politika egyértelmű jelei, amely a

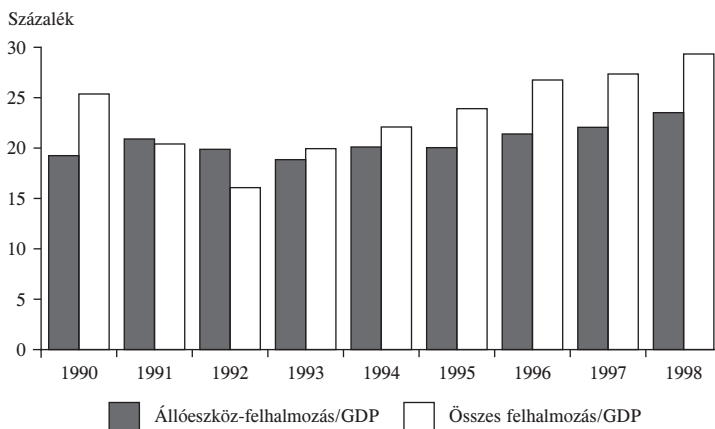
felhalmozási tevékenységre pozitív hatással volt. Ugyanekkor a költségvetési és az önkormányzati beruházások is növekedtek reálértékben. További serkentő hatással voltak a beruházásokra az új külföldi befektetők is, akik Magyarországot választották a kelet-közép-európai központjuknak. Ezt a szerepet erősítette az euroatlanti integráció megnövekedett esélye is (NATO-csatlakozás, EU-felvételi tárgyalások megkezdése).

*A gazdaságpolitika erőteljes hatása a beruházási folyamatokra könnyen igazolható. Egyrészt 1993–1994-ben erős költségvetési expanzió következett be („gyorsítás”, növekedésorientált gazdaságpolitika), ami növelte a beruházásokat is, igaz ez főleg az állami fejlesztések megugrásának volt köszönhető. A megkezdett változások tartós hatásai nem bontakozhattak ki, mert olyan mértékű egyensúlyromlással jártak, amely még rövid távon is finanszírozhatatlan volt. Az 1995-ös stabilizációs intézkedéscsomag azt a célt szolgálta, hogy egyrészt javuljon a költségvetés nettó pozíciója, másrészt *többletforrások keletkezzenek a hazai vállalkozások beruházásai számára*. Az eddig elért hatás e területen meglehetősen ellentmondásos. Nem kétséges, hogy a költségvetési kiadások korlátozása, az elsődleges szufficit kialakulása pozitív teljesítmény abban a tekintetben, hogy az államadósság gyorsuló növekedése lefékeződött, majd kissé mérséklődött az elkövetkező években. Másrészt viszont a költségvetési megszorítások egyfelől *megnyirbálták a háztartások jövedelmeit*, másfelől növelték a lakosság kiadásait. A csökkenő vásárlóerő miatt azonban a fogyasztási cikkek iránti kereslet visszaesett, ami ugyan kedvező volt a külgazdasági egyensúly, de *kedvezőtlen a konjunktúra alakulása szempontjából*.*

*A jelzett folyamatok hatása az állóeszköz-felhalmozásnak a GDP-hez mért arányának a hullámzásaiban is érzékelhető volt (2. ábra). A ráta 19 és 24 százalék között ingadozott 1990–1998 között oly módon, hogy 1990-től 1995-ig jellemzően 19–21 százalék között váltakozott, ami nem jelent érdemi változást (vagy más szavakkal: a beruházási volumen jórészt követte a GDP volumenváltozását), majd 1996-tól erőteljes emelkedés következett be. Ugyanakkor az összes felhalmozás az 1990-es csúcsponton gyorsan esett, majd 1996-ban már meghaladta az 1990-es értéket. Az összes felhalmozás ilyen gyors bővülése a készletállomány jelentős növekedésének köszönhető.*

## 2. ábra

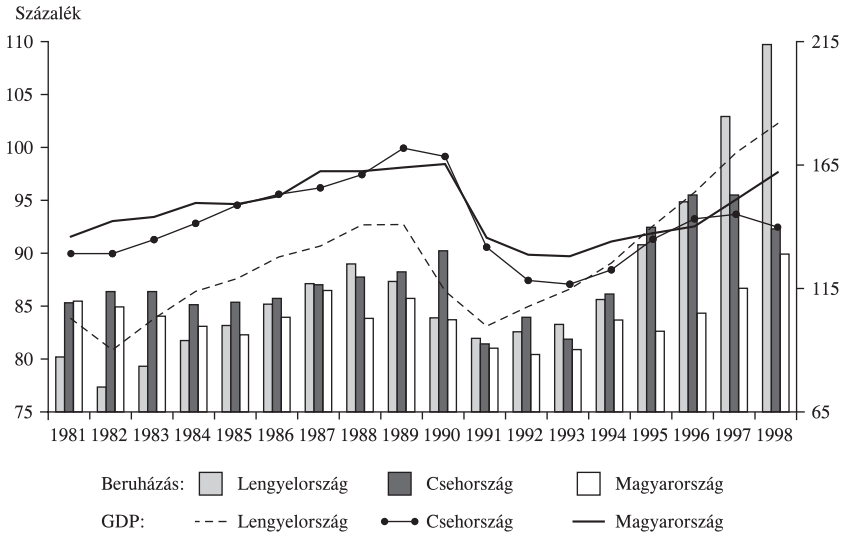
Az állóeszköz-felhalmozási és az összes felhalmozási ráta alakulása  
(a GDP százalékában)



*Megjegyzés:* a kilencvenes adat az elszámolási rendszer változásai miatt csak korlátozottan hasonlítható össze a későbbi évek adataival.

*Forrás:* KSH-évkönyvek.

3. ábra  
A GDP (baloldali skála) és a beruházás (jobboldali skála) alakulása  
a visegrádi országokban  
(1980 = 100)



Megjegyzés: Csehország esetében 1992 előtt Csehszlovákia adatai szerepelnek.  
Forrás: KSH és CESTAT.

A magyar beruházások GDP-hez viszonyított, 1990–1998 között 20-24 százalék körül mozgó értéke a régióban *nem kirívóan alacsony*. A cseh és szlovák mutató kezdetben a 30 százalékhöz volt közelebb, de ezt követően a lengyelországihoz hasonlóan szintén 20 százalék körül alakult. Figyelembe kell venni azonban azt, hogy a többi visegrádi ország 1995-ig jobban meg tudta őrizni a GDP termelése és felhasználása közötti összhangot. Magyarországon a fogyasztás (közösséggel együtt) aránya a GDP-ből az 1990. évi 72 százalékról 1993-ra 88 százalék körüli értékre emelkedett, 1995-ben 80 százalék alá került, majd 1996-ban 77 százalék körüli szintre csökkent. Ugyanakkor a többi visegrádi országban a végső fogyasztás aránya 1995-ig végig 80 százalék alatt maradt, s átlagosan 75 százalék körül alakult. *Magyarországon 1997-ben 72 százalék, 1998-ban 71,5 százalék volt a fogyasztás aránya a GDP-hez viszonyítva*, miközben az egyéni fogyasztás 62, illetve 61,5 százalék volt (1990-ben ez az érték szintén 61 százalék volt, igaz közben 1993-ban 74,5 százalékra is ugrott az arány).

Hosszabb időtávon (1980-tól számítva) még jobban láthatók az eltérések az egyes országok között (3. ábra). Magyarország és Csehország GDP-je 1998-ban 15, illetve 4 százalékkal haladta meg az 1980-ast, miközben a beruházási szint Magyarország esetében 14 százalékkal, Csehország esetében 19 százalékkal volt magasabb, mint 1980-ban. A lengyel GDP (az 1980-as alacsony szinthez képest) 1998-ra 24 százalékkal nőtt, míg a beruházások 79 százalékkal bővültek. *Míndez azt is jelenti, hogy Magyarország számára a kisebb beruházásnövekmény is elegendő volt hasonló mértékű GDP-növekedés eléréséhez*. Ezt valószínűleg az okozta, hogy például Csehországban az alapvető (építésigényes) infrastruktúra kiépítése hátrább tartott, mint nálunk, de utalhatunk arra is, hogy a kormányzati beruházások jelentős része Csehországban „presztízs” jellegűnek minősíthető (például a prágai belváros szükséges, de költséges felújítása). A csehszlovák, illetve cseh

beruházási folyamatokat ezenkívül a kuponos privatizáció és a vállalati adókonszolidáció módja is befolyásolta. A kuponos privatizáció ugyanis nem teremtett valódi tulajdonosi érdekeltséget, ugyanakkor az állami beavatkozásra széles lehetőséget nyújtott az állami tulajdonú bankokon keresztül, amelyek a kuponokat kezelő befektetési alapok fő tulajdonosai közé tartoztak. A cseh és szlovák állam szétválása utáni egyszeri drasztikus leértékelés kedvező piaci pozíciót jelentett a vállalati kör számára, de ez sem kényszerítette őket jelentős szerkezeti változtatásokra. Az adókonszolidáció során az állami vállalati hitelek egy részét közvetlen állami hitellé alakították, így annak terhei a költségvetést, nem pedig az érintett vállalatokat sújtották. Lengyelországban is ehhez hasonló folyamatok játszódtak le.

Az 1998-as adatok az 1980-ashoz viszonyítva éves átlagban Lengyelországban 1,1 százalékos, Csehországban 0,2 százalékos, Magyarországon 0,8 százalékos GDP-növekedést mutatnak, miközben a beruházásokban rendre 4,0 százalék, 1,1 százalék, illetve 0,6 százalék adódott. Vagyis ismét csak azt látjuk, hogy azonos dinamikához kisebb beruházásnövekmény kellett Magyarországon.

Megállapításainkat az is alátámasztja, hogy az 1980–1998 között Lengyelországban a GDP volumene évente átlagosan a nyolcvanas érték 98,7 százalékán, Csehországban 105,5 százalékán, Magyarországon 108,1 százalékán mozgott, addig a beruházásnál az arányok rendre 110,3; 107,6 és 91 százalék voltak. A három ország eltérő felhalmozási és GDP-növekedési trendjei persze ennél sokkal mélyebb elemzést is megérdemelnének.

### A beruházások forrásszerkezete

A beruházások egyik jelentős forrása 1990 és 1996 között a *devizahitel* lett. A reálfelértékelő árfolyam-politika miatt a devizahitelek terhe időben előrehaladva egyre kisebbé vált, így megfelelő feltételek (például hitelképesség) esetén a vállalatok ehhez a forráshoz fordultak. 1997–1998-ban egyre inkább felértékelődtek a hazai forintbitelek is, ami elsősorban a forintkamatok mérséklődésének volt köszönhető (*1. táblázat*).

Az *1. táblázatból* jól látható, miért voltak érdekelték a hazai, jól prosperáló vállalkozások (főleg a nagy exportőrök) abban, hogy devizahitelt vegyenek fel. Más oldalról csak ezek a cégek voltak bankkockázat szempontjából hitelképesek, illetve a kilencvenes évek elején csak az exportbevétellel rendelkező vállalkozások törleszthettek devizahitelt, mert csak ezek rendelkeztek a szükséges devizával. A tényleges hitelteher-mutató például 1991-ben azt tükrözi, hogy gyakorlatilag negatív kamatláb mellett lehetett ilyen hitelt felvenni. 1997-ig a devizahitelek terhei csökkenést mutattak, majd 1998-ban hirtelen megugrottak ennek költségei, miközben 1997-ben a forint hitelkamatok reálterhei szinte nullává váltak, majd 1998-ban hirtelen megnöttek.

Míndezt egy példával is illusztráljuk. Ha egy vállalat 1995-ben 10 millió dollár értékű hitelt vett fel 10 százalékos kamatra úgy, hogy annak devizális összetétele az MNB valutakosarával egyezett meg, akkor (ha elérte az átlagos termelői árindexet az adott vállalat áremelése) 39,5 százalékkal nőtt ugyan a forintban kifejezett hitelállománya, de a vállalati bevételekhez képest súlya csak 7,6 százalékkal emelkedett, amennyiben a vállalat képes volt az átlagos termelői áremelkedést érvényesíteni az áraiban. Ebben az évben a forintbitelek terhe viszont csak 2,6 százalékkal emelkedett!

A vállalati devizahitel-állomány 1993 végén 2,4 milliárd dollárt, 1994 végén 3,7 milliárd dollárt, 1995 végére 5,6 milliárd dollárt, 1996 végén 6,1 milliárd dollárt tett ki. A tendencia 1997-ben megfordult, a vállalkozások devizahitel-állománya (külföldi és belföldi devizahitelek összege) 5 milliárd dollárra csökkent. A devizahitelek szerepe elsősorban a hitelköltség függvényében alakult, de emellett a külföldi (rész)tulajdonban lévő

1. táblázat  
A hitelfelvétel költségei

Megnevezés	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
A leértékelés éves átlagos üteme (előző év = 100)	116,4	116,4	107,9	110,8	115,6	126,8	119,0	115,1	113,8
Az ipar termelői árindexe (előző év = 100)	122,0	132,6	111,5	110,8	111,3	128,9	121,8	120,4	111,3
A devizahitelek reálárindexe (százalék)*	-4,8	-13,9	-3,3	0,0	3,7	-1,6	-2,3	-4,6	2,2
Tényleges reál-devizahitel-költség** (százalék)	4,7	-5,3	6,1	10,0	12,5	7,6	5,2	3,1	11,1
Az éven túli lejáratú forintbitelek kamata decemberben (százalék)	-	35,5	28,8	25,6	29,7	32,2	24,0	20,8	18,8
Reál-forintbitelekamat***	-	2,2	15,5	13,4	16,5	2,6	1,8	0,3	6,7

\* Termelői árindex/leértékelési ütem (a negatív jel a hitelterhek csökkenését jelenti);

\*\* 1990–1995 között 10 százalék, 1996–1998-ban 8 százalék kamattal számítva, forintban kifejezve (a táblázatbeli érték azt mutatja meg, hogy a devizahitel kamat- és leértékelési terhe hány százalékponttal haladja meg a termelői árindexet).

\*\*\* A termelői árindex/(1 + hitelkamat/100) mutató százalékos értéke.

Forrás: A táblázat első két sora MNB. Az utolsó két sor saját számítás.

vállalkozások érdekeitől is függött (például a nyereség kamatként történő repatriálását is szolgálta).

A forint infláció mérséklődésével a forintbitelek kamatok is esni kezdtek, ami a devizahitel iránti érdeklődést tovább mérsékelte. Ennek hatása az 1996-os lassú állománygyarapodásban (majd az 1997-es visszaesésben) már tetten érhető. (Mivel a devizahiteleket különböző valutanevekben veszik fel, ezért a dollár és a többi valuta közötti árfolyammozgás is befolyásolja a kimutatott állományváltozást.)

A nagy intézményi bitelek (Világbank, EBRD, német szénsegély, PHARE) pótlólagos forrásokat jelentettek a gazdasági modernizáció számára. Ezek egy része az induló kisvállalkozások előtt nyílt meg, más része a koncessziós pályázatokhoz kapcsolódott. Ugyanakkor jellegükből adódóan nem voltak képesek a nagyvállalatok forgóeszközhiányát megszüntetni, márpedig a vállalati veszteségek egyik fő forrása éppen a drága forgóeszközhitelből adódott.

A kilencvenes évek első felében a vállalkozók csak magas kamatra tudtak forintbitelt szerezni a kereskedelmi bankok magas minősített hitelállománya, kis szavatolótőkéje és alapvetően rövid lejáratú forrásai, valamint a költségvetés nagy hiteligénye miatt. Az 1995. márciusi kormányintézkedések elvben azt a célt is szolgálták, hogy az állami források iránti igény jelentős mérséklésével csökkenjen a költségvetés forráselszívása a pénzpiacon, s ezáltal csökkenhessenek a kamatlábak. Az 1995 és 1998 közötti folyamatok részben alátámasztották a várakozásokat. A kezdeti kamatlábemelkedést (amit a felpörgő infláció okozott) először lassabb, majd gyorsuló kamatláb csökkenés váltotta fel, majd átmeneti stagnálás után 1998-ban tovább mérséklődött. A kamatlábak mérséklődése a hitelpiacra is kihatott, csökkent a *prime rate*, igaz, a különböző egyéb díjak súlya emelkedett (szerződés-kötési díj, hitelbírási díj stb.). Összességében azonban a csökkenő tendencia érvényesült a hitelkamatok esetében is. A kamatok mérséklődése versenyt is kiváltott, hiszen a kamatmarzs szintén visszaesett.

A bankok költségei általában az infláció szintje alatti mértékben növekedtek, de a



csökkenő kamatmarzshoz képest már ez az emelkedés is nehezen volt tartható. A bankok a jó ügyfelekért közelharcot folytatnak, s akár veszteségek árán is megtartják a hitelfelvevőket. Pozitív fejlemény volt a Hitelgarancia Rt. létrehozása is, hiszen a banki kockázatok csökkentése a céltartalékolási igényeket is mérsékli, ami a hitelezhető pénz mennyiségét növeli. *A hitelkamatok csökkenése megélénkítette a hitelpiacot.* 1997-ben csaknem 50, 1998-ban 69,5 milliárd forinttal (34, illetve 35,5 százalékkal) bővült az éven túli hitelek állománya, ami erőteljes beruházási tevékenységre utal (2. táblázat).

2. táblázat  
A beruházási hitelek állománya  
(milliárd forint)

Megnevezés	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
A beruházási forinthitelek állománya	146,1	144,4	136,9	134,9	169,9	138,5	146,5	196,0	265,5
A beruházási forinthitelek reállománya*	146,1	108,9	92,6	82,3	93,2	58,9	51,2	57,3	69,7
Az éven túli devizahitelek állománya**	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	59,1	121,7	240,0	371,3
Hazai beruházási hitelek összesen**	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	197,6	268,2	436,0	636,8
Az éven túli devizahitelek aránya az összes beruházási hitelből	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	29,9	45,4	55,0	58,3

\* Termelői árindexszel deflálva, 1990-es árakon.

\*\* A hazai bankrendszerben ennek egy része forgóeszközhitel, de az adatok alapján ez nem különíthető el  
Forrás: MNB, Havi jelentések.

Fontos kérdés, hogy létezik-e összefüggés a *beruházások* és a *reálkamat* között. Az 1990–1998 közötti időszak erre nem ad egyértelmű választ. Az biztos, hogy amikor a hitelek reálkamata magas volt, akkor a beruházási forinthitelek volumene erőteljesen mérséklődött (de ez összefüggésben lehet az általánosan kedvezőtlen makrogazdasági helyzettel, illetve a magas banki kockázatokkal is). Az 1993–1994-es kamatcsökkenés hatására nem élénkült meg a hosszú lejáratú hitelpiac, igaz, a kötvénykibocsátás némileg fellendült. Az 1995-től megindult kamatcsökkenés jótékonyan hatott a gazdasági szereplőkre: nőtt a hiteligeny, s erősödött a verseny a bankok között is. *A kedvező kilátásokkal rendelkező vállalkozások számára hitelbőség volt; belföldön és külföldön is forrásokhoz juthattak.* Ez felülről szabott határokat a forinthitelkamatoknak, hiszen azok nem lehetnek nagyobbak, mint a leértékelés üteme és a külföldi források költségének szorzata (1998-ban 20-21 százalék). Megfigyelhető volt azonban olyan „öngyilkos” banki magatartás is (ahogy arra már utaltunk), hogy egyes nagyobb vállalkozásokat veszteséggel is hiteleztek, egyrészt a konkurencia kiszorítása miatt, másrészt az ügyfél számlakezelésén elérhető profit érdekében. *Mindez arra utal, hogy a reálhitelkamatok csökkenése kiváltotta a hiteligenyek bővülését. Ugyanakkor a beruházási hiteleken belül folyamatosan nőtt a devizahitelek szerepe, főleg a devizareálhitelköltségek csökkenése miatt.* Ez annyiban kedvezőtlen jelenség, hogy a nagy adminisztrációs igények, a minimális igényelhető hitel nagyság és a megkövetelt fedezetek miatt a hazai kis- és közepes vállalkozások többsége kiszorult a hitelpiacról. (Másképpen a bankok számára ez a folyamat kedvező volt a magas lakossági devizabetétállomány miatt.) Mindez azt is jelenti, hogy nem a külföldiek beruházásokon belüli

arányának növekedése okozza a devizahitelek súlyának növekedését, hanem a devizahitelek alacsonyabb költségei.

A beruházások fontos szeletét jelentik a *zöldmezős beruházások*. Ezek többek között hazai személygépkocsi- és korszerű alkatrészgyártást teremtettek. Emellett kereskedelmi létesítményeket, irodaépületeket, szállodákat hoztak létre. Ezek gyakran újabb beruházásokat is vonzottak (a kisegítő létesítmények, az alkatrészgyártók megjelenése, az infrastruktúra bővítése). Ugyanakkor gyakran az állam is szerepet vállalt ezekben a fejlesztésekben, ami az alapinfrastruktúra kiépítését jelentette. A *privatizáció* általában akkor járt fejlesztéssel is, amikor a befektető kellően tőkeerős volt. Ezért a vezetői-dolgozói kivásárlásokat nemegyszer tőkeerős cégek bevonása követte.

A Privatizációs Kutatóintézet vizsgálatai szerint az ipari termelés növekedésének 80 százaléka a köszönhető a zöldmezős beruházásoknak, amelynek értékét 3 milliárd dollár körüli összegre becsülték 1996 végéig. Ez 220 darab létesítményben testesült meg. A beruházott összeg fele hét befektetőtől származott (közülük négy az autógyártásban közvetlenül is érdekelt, kettő elektronikai cég). A zöldmezős beruházások 70 százaléka Észak-Dunántúlra került, miközben az összes külföldi befektetés felét a főváros és Pest megye realizálta. A beruházások 68 százaléka (körülbelül 2 milliárd dollár) a gépiparba áramlott, majd az élelmiszeripar (340 millió dollár) és a vegyipar (250 millió dollár) következik (*Jelentés a külföldi, zöldmezős ...*[1997]).

Szintén a beruházások forrásait növeli a felhalmozott eredmény mint a saját tőke része. Erre a profitráta van közvetlen hatással, hiszen minél nyereségesebb a cég, annál több forrása képződik. *A profitráta növekedésének egyértelműen pozitív hatása van a beruházási tevékenységre*. A magas profitráta azt mutatja, hogy az ágazat, illetve a vállalat versenyképes (vagy monopolhelyzetű a termelő), ami ösztönzi a termelés bővítését. Másfelől a magas profitráta megfelelő volumenű tőkét is teremt a terjeszkedéshez. Ezt a vállalkozások külföldi/hazai tevékenységének bővülése is jelzi (részvétel a privatizációban, új üzemek létrehozása, azonos profilú vállalkozások felvásárlása).

A saját források másik összetevője az *amortizáció*. Gyakran elhangzott, hogy az amortizációs szabályok miatt a hazai termelőknek nem képződik elég forrása az új beruházásokra, hiszen magas infláció esetén a könyvszerinti érték után elszámolt amortizáció folyamatosan veszít az értékéből, s a beruházások forrása helyett egyre inkább csak költségelemmé fokozódik le.

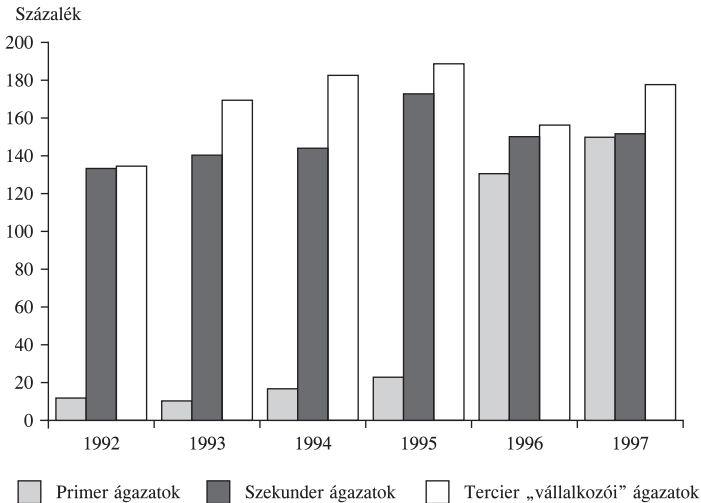
Az adatokból kitűnik: a *primer ágazatok* (mezőgazdaság, halászat, bányászat) beruházásai csak 1994–1995-re érték el az értékcsökkenés nagyságát, tehát addig „vagyonfelélés” történt az ágazatban. A *szekunder ágazatok* esetében valamivel kedvezőbb a kép, de átlagosan ez csak arra volt elegendő, hogy a felhalmozott vagyon ne csökkenjen. Ezen ágazaton belül azonban szélsőséges eltérések is megfigyelhetők: például a villamosenergia-ipar 1990–1995 között vagyonfelélő volt, amit az alacsony (és az igényektől elmaradó) fejlesztések okoztak, ugyanakkor a gépiparban jelentős fejlesztések történtek (például kialakult az addig nem létező személygépkocsi-gyártás).

A legnagyobb fejlődést a *tercier „vállalkozási” ágazatok* (kereskedelem, posta-távközlés, szállítás, pénzügyi szolgáltatások stb.) érték el, s ez meglátszott azon is, hogy az értékcsökkenésnél nagyságrendileg nagyobb összegeket ruháztak be. A későbbiekben az arány várhatóan kiegyenlítődik a többi ágazattal (hiszen az új beruházások amortizációja is megkezdődik). A *társadalmi szolgáltatásokat* (oktatás, egészségügy stb.) végző gazdálkodók is bővítették vagyonukat az 1992–1995 közötti időszakban. Az ő esetükben a vállalkozói alapú szolgáltatások kiépületlenségéről volt szó (vagyis a gyakorlatban arról, hogy főleg új épületeket emeltek, új berendezéseket szereztek be, s emiatt az amortizáció csak késleltetve jelentkezik, ezt már a ráta 1994–1995-ös csökkenése is mutatja). E kör mutatóit nem szerepeltettük a 4. ábrán, mivel az elmondottak miatt nagyságrendileg



## 4. ábra

A kettős könyvvitellő üzleti szféra beruházásának alakulása az értékcsökkenés százalékában, főbb szektorok szerint (1992–1996)



*Megjegyzés:* ha a beruházás azonos az amortizációval, akkor az index értéke 1.

Primer ágazatok: mező- és erdőgazdaság, halászat; bányászat. Szekunder ágazatok: feldolgozóipar, villamosenergia-, gáz-, hő- és vízellátás, építőipar. Tercier „vállalkozói” ágazatok: gazdasági tevékenységet segítő szolgáltatások, szállítás, posta, távközlés, kereskedelem stb.

*Forrás:* APEH adatbázis alapján a GKI Rt. saját számítása.

haladta meg az első három csoportba sorolt ágazatok mutatóit. 1996–1997-ben mindegyik fő szektor esetében elmondható, hogy a beruházás meghaladta az elszámolt amortizációt.

A 3. táblázat adatiból látható, hogy a vállalkozások beruházásainak aránya az összes beruházásból 1991–1993 között erősen visszaesett, majd az 1997-es átmeneti megingást leszámítva folyamatosan nőtt. A költségvetési és társadalombiztosítási szervezetek súlya 1994-ig nőtt, 1995–1996-ban csökkent, 1997-ben emelkedett, majd 1998-ban az 1991-es szintre állt vissza. Mindez azonban részben az egyéni gazdasági tevékenység beruházásainak következménye. A költségvetési és társadalombiztosítási szervezetek felhalmozását a vállalkozóihoz viszonyítva már 1994-től csökkenés figyelhető meg. Ebben egyedül 1997 jelent kivételt, amikor az arány 23 százalékra emelkedett. Jól látható, hogy a költségvetési megszigorítások elsősorban a beruházások visszafogásán keresztül érvényesültek (ez valószínűleg könnyebben elfogadtatható volt, mint a drasztikus létszámleépítés). Ugyanakkor mindez hozzájárult a közsféra modernizációjának elmaradásához, amely már esetenként a folyamatos működtetést is veszélyezteti. Megindult egyfajta dezinvestíció is (kórházak, iskolák, óvodák bezárása), amelynek társadalmi hatásai kiszámíthatatlannak, s egyben mérsékli a jövőbeli beruházási igényeket.

## 3. táblázat

A beruházások teljesítményértéke a gazdálkodási forma szerint, 1991–1998

Megnevezés	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<i>Milliárd forint</i>								
Vállalkozói	313,4	338,8	373,2	524,0	674,8	884,5	1119,2	1577,6
Költségvetési és társadalom- biztosítási szervezet	70,0	106,7	131,9	179,5	166,3	172,4	257,6	299,3
Egyéni, nem piaci gazdasági tevékenység*	108,4	110,1	133,2	139,1	197,6	280,6	333,1	216,9
Összesen	491,8	555,6	638,3	842,7	1038,8	1337,6	1709,9	2093,8
<i>Százalék</i>								
Vállalkozások	63,7	61,0	58,5	62,2	65,0	66,1	65,5	75,3
Költségvetési és társadalom- biztosítási szervezet	14,2	19,2	20,7	21,3	16,0	12,9	15,1	14,3
Egyéni	22,1	19,8	20,8	16,5	19,0	21,0	19,4	10,4
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Költségvetési/vállalkozási (százalék)	22,3	31,5	35,3	34,3	24,6	19,5	23,0	19,0

\*1990–1993 között, valamint 1998-ban számított adat.

Forrás: KSH-évkönyvek, Statisztikai havi közlemények (1992 óta folyamatosan változik a megfigyelt kör, ezért az adatok nem teljesen összehasonlíthatók).

## A beruházások megvalósulása a beruházók tulajdonosi szerkezte alapján

A külföldi érdekltségű szervezetek súlya az összes beruházási tevékenységből a KSH adatai szerint folyamatosan növekszik (4. táblázat). Ezt az aránynövekedést két tényező okozza: egyrészt a privatizáció következtében nő a külföldi tulajdon súlya a gazdaságban, másrészt a már megtelepült külföldi cégek új beruházásokat indítottak/indítanak.

## 4. táblázat

A külföldi érdekltségű vállalkozások beruházási tevékenysége  
(milliárd forint)

Megnevezés	1992	1993	1994	1995	1996
Kizárólag külföldi tulajdonú vállalkozások	12,7	27,8	57,1	116,9	171,5
Külföldi többségi tulajdonú vállalkozások	62,0	55,9	55,7	131,8	177,6
Belföldi többségi tulajdonú vállalkozások	31,8	98,3	149,6	153,6	138,8
Külföldi érdekltségű vállalkozások összesen	106,6	182,0	262,5	402,3	487,9
Összes beruházás	555,6	638,3	842,7	1038,8	1337,6
A külföldi érdekltségű vállalkozások része- sedése az összes beruházásból (százalék)	19,2	28,5	31,1	38,7	36,4
A külföldi érdekltségű vállalkozások részesedése a vállalkozói szféra beruházásaiból (százalék)	23,9	47,2	50,0	59,6	55,1

Forrás: Beruházás 1991–1995. KSH, Budapest.

A 4. táblázat adataiból az is kiderül, hogy a teljesen vagy többségében külföldi tulajdonú cégek részesedése gyakorlatilag változatlan maradt 1992-től 1994-ig (12,2 és 13,4 százalék között mozgott), vagyis elsősorban a hazai többségi tulajdonosú szervezetek beruházási tevékenységének volt köszönhető a részesedés növekedése. 1995–1996-ban a privatizáció hatására a részarány erőteljes növekedésnek indult (24–26 százalék). Ha nem az összes beruházáshoz, hanem a vállalkozói szféra felhalmozásához viszonyítjuk a *külföldi érdekeltségű vállalkozások* beruházásait, akkor a növekedés folyamatos, 23,9 százalékról 55,1 százalékra nőtt az arány öt év alatt.

A magyar *többségi vagy kizárólagosan magyar tulajdonban* lévő vállalkozások súlya a beruházásokból viszonylag stabil volt (86 és 87 százalék között ingadozott) 1992 és 1994 között. A magyar *érdekeltségű* vállalkozások (amelyekben van magyar tulajdonosi részesedés) részesedése azonban 1992–1994 között 98 százalékról 93 százalékra csökkent, majd 1995–1996-ban újabb mérséklődés következett be (1995-ben 88,7 százalék, 1996-ban 87,2 százalék). A külföldi érdekeltségűek eközben a beruházások egyre nagyobb arányát valósították meg: 1992 és 1996 között arányuk 19-ről 36 százalékra nőtt.

Ezek az egymással átfedő kategóriákon belül azonban olyan változások történtek, amelyek ezeket az első látásra ellentmondásos folyamatokat okozták. A kizárólag külföldi tulajdonú cégek beruházásai 2 százalékról csaknem 13 százalékra nőttek 1992 és 1996 között, míg a hazai többségi tulajdonban lévők súlya 6-ról először 18 százalékra bővült, majd 1996-ra 10 százalékra csökkent.

Tehát a hazai irányítás alatt lévő cégek közül a kizárólag hazai tulajdonban lévő részesedése csökkent a beruházásokból, míg a külföldi irányítás alatt lévők közül a kizárólag külföldi tulajdonban lévők részesedése növekedett. Összefoglalóan tehát elmondhatjuk, hogy a beruházásokban a külföldi részvétel erősödött, mivel mind a hazai, mind a külföldi meghatározó tulajdonban lévő vállalkozások között azok részesedése nőtt a beruházásokból, amelyekben nagyobb volt a külföldi részesedés.

Ezek a változások feltehetően több tényező eredményeként következtek be. Ezek közül a legfontosabb a privatizáció, hiszen ebben az időszakban jelentős külföldi részvétellel került állami tulajdonban lévő vagyontárgy magánkézbe. Így a beruházásokból *a külföldi részesedés automatikusan nöhetett a hazai rovására*. A külföldiek beruházási aktivitásának értékelése már nehezebb kérdés, hiszen a hazai vállalatfelvásárlások egy része (feltehetően kisebbik része) azzal a céllal történt, hogy a külföldi „befektető” kikapcsolja a magyar versenytársát.

### A beruházások szektorális szerkezete

A beruházások szektorális szerkezete 1992–1998 között viszonylag stabil volt. A primer szektorban az összes beruházás 3-5 százalékát teljesítették, a szekunder szektorban 30-35 százalékát, míg a terciér szektorban összesen 60-65 százalékát. Tendenciózus változás alig következett be annak ellenére, hogy a vizsgált időszak közepén történt törés jellegű váltás a gazdaságpolitikában. Ez valószínűleg annak a következménye, hogy az ágazatok GDP-termelésben való súlya sem változott a törés hatására.

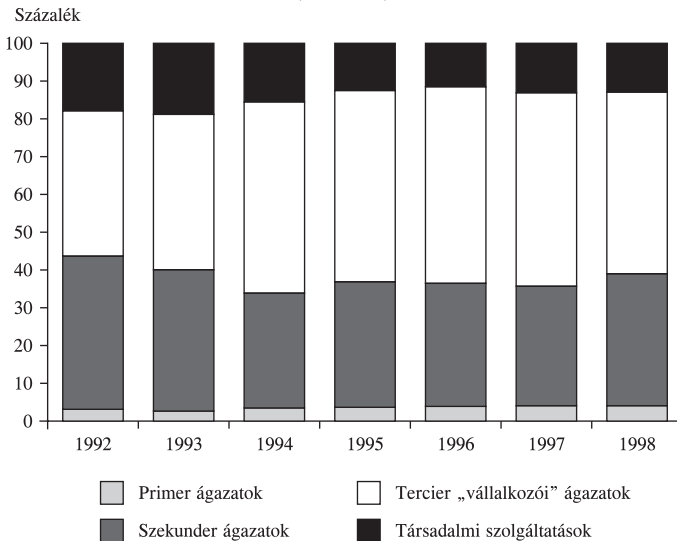
Az 1990–1998 közötti periódusban a *feldolgozóipar* és a *távközlés* beruházásai mutattak számottevő növekedést. *A társadalmi szolgáltatások (oktatás, egészségügy, védelem stb.) beruházásai egészen 1994-ig stabilak maradtak*, kifejezve a kormány eltökéltségét a stabilitás iránt, illetve amiatt, hogy ebben az időszakban jelentős mértékű decentralizációra (például községi iskolák) és központi fejlesztésekre (önkormányzati célhitelek, tornaterem-építési program stb.) is sor került. A társadalmi szolgáltatások területén végrehajtott beruházások *1995-ben nagymértékben csökkentek* a költségvetési

megszigorítások miatt. A beruházási volumen növekedés helyett csökkenésbe fordult. Ez a magas állami beruházási részarány miatt (1994-ben körülbelül az összes beruházás egyharmada valósult meg költségvetési forrásból vagy állami többségű vállalkozásoknál) várható volt, de az már kevésbé, hogy a magánszféra is visszafogja a fejlesztéseket. Ennek visszahatásaként 1996–1998-ban ugyan már reálértéken is bővültek a költségvetési beruházások (de ez is csak mérsékelni tudta a gazdálkodó szervezetek beruházásainak visszaesését), ezzel együtt is ezek az ágak már csak az összes beruházás 10-13 százalékát valósították meg, szemben az 1994-es 15,4 százalékkal (amit az is okoz, hogy a költségvetési beruházásokban ez a terület hátrább sorolódott a termelői infrastruktúrát fejlesztő beruházások mellett).

Mivel a társadalmi szolgáltatások finanszírozásában az állami források mellett jelentős magánforrások is megjelentek, ezért az a sajátos helyzet állt elő, hogy amikor a költségvetési kiadások ezen a területen reálértéken csökkentek, akkor összességében ennél mérsékeltbb visszaesés következett be a tényleges beruházásoknál (például a fogászati ellátás térítéskötelessé tétele miatt sok fogorvos magánpraxisba kezdett – vagy kiterjesztette meglévő magánpraxisát –, ami beruházásokat is szükségessé tett). Az 5. ábrán ennek hatása is megjelenik.

5. ábra

A beruházások megoszlása fő szektorok szerint 1992–1998 között  
(százalék)



Forrás: KSH Statisztikai havi közlemények.

### A beruházások anyagi-műszaki összetétele

A beruházások közül elsősorban a *gépberuházások* azok, amelyek a modern technikai színvonal elterjesztését szolgálják. Az import liberalizációját követően gyakorlatilag bárki hozzájuthatott a legmodernebb termelőeszközökhöz is, csak a megfelelő fedezetre volt szükség. Ennek hatására az importgép-beruházás meglódult. Ezt a folyamatot jelentékeny mértékben támogatta az is, hogy a Magyarországon megjelenő külföldi többségű vagy kizárólag

külföldi tulajdonban levő cégek üzemeikben erőteljes modernizációt hajtottak végre. Ez egyrészt a régi berendezések teljes cseréjét jelentette, de sok új, nagy volumenű zöldmezős beruházás is történt, különösen a számítástechnikai iparban és az autógyártásban. A telefónia gyors fejlesztése is importnövelő hatással járt, hiszen a központok nagy része külföldről származott (bár egy idő után a hazai beszállítási arány is növekedni kezdett).

Az *importgépek* iránt megnövekedett kereslet elsősorban a hazai gépipar lehetőségeit szűkítette, ami abban is kifejezésre jutott, hogy a hazai gépberuházások volumenének visszaesése az átlagos volumencsökkenésnél nagyobb volt. Ugyanakkor az *épületberuházások* aránya a teljes beruházáson belül lényegileg nem változott az utóbbi évtizedben. Ez egyrészt a zöldmezős beruházásoknak, másrészt az infrastruktúra kiépülésének köszönhető.

### A vállalati mérlegadatok és a beruházások kapcsolata

Mivel a vállalati mérlegbeszámolóban szereplő beruházásszámlán csak a folyamatban lévő beruházások már megvalósított és elszámolt, de még nem aktivált teljesítményértéke szerepel, ebből nem tudhatjuk meg a vállalat tényleges, adott évi beruházási tevékenységét. Ezért a KSH beruházásstatisztikai adatfelvételében szereplő beruházási teljesítményérték mutatót használtuk fel elemzéseink során.

A KSH beruházásstatisztikai megfigyelési rendszere évről évre változik. „1996-ban az éves beruházás-statisztikai jelentés által megfigyelt beruházások alsó értékhatára 1 millió forintról 10 millió forintra nőtt, ezért a 10 millió forint alatti beruházások 1996. évi értékét az 1995. évi éves adatgyűjtés 10 millió forint alatti beruházásainak ágazati és anyagi-műszaki összetétel szerinti struktúrája alapján becsültük.” (KSH [1997] 533. o.)

A kettős könyvvitelt vezető cégek 940,1 milliárd forint beruházási teljesítményértéket jelentettek 1996-ban. A körülbelül 106 ezer kettős könyvvitelt vezető vállalkozás közül 7252 szolgáltatott adatot a beruházási teljesítményértékről. Az egy vállalkozásra jutó beruházás így körülbelül 129 millió forint volt 1996-ban. Adatbázisunk szerint 25 millió forint alatti beruházást 4601 vállalkozás valósított meg 34 milliárd forint értékben. Ebből 3134 cég 10,3 milliárd forintot ruházott be, átlagosan 3,3 millió forint értékben (5. táblázat).

5. táblázat

A beruházások alakulása a beruházások nagysága szerint, 1996

Beruházási kategóriák	Beruházás teljesítményértéke összesen		Beruházó cégek száma		Egy cégre jutó beruházás
	milliárd forint	százalék	darab	százalék	millió forint
25 millió forint alatt	34,2	3,6	4601	63,4	7,4
25–50 millió forint	33,8	3,6	959	13,2	35,2
51–100 millió forint	44,6	4,7	629	8,7	70,8
101–500 millió forint	168,8	18,0	798	11,0	211,6
501–1000 millió forint	80,4	8,6	118	1,6	6 81,2
1–5 milliárd forint	259,5	27,6	120	1,7	2 162,1
5 milliárd forint felett	318,8	33,9	27	0,4	11 808,4
<i>Összesen</i>	<i>940,1</i>	<i>100,0</i>	<i>7252</i>	<i>100,0</i>	<i>129,6</i>

A beruházások több mint felét (60,5 százalékát) az 1 milliárd forint felett beruházók végezték el, miközben arányuk csak 2,1 százalék a beruházást végzők között. A 100 millió forint feletti, de 1 milliárd forint alatti beruházást végrehajtottak aránya 12,6 száza-

lék volt 1996-ban, miközben a beruházások 26,6 százalékát teljesítették. Más oldalról ez azt is jelenti, hogy a beruházásokat végrehajtott háromnegyedét (76,6 százalékát) kitevő vállalkozások mindössze a beruházások 7,2 százalékát „hozták”. Mindez a beruházások erőteljes koncentrációját mutatja.

A 6. táblázat szerint az 50 főnél kevesebbet foglalkoztató vállalkozások közül mindössze 243 cég szolgáltatott adatot, e szerint ebben a körben 27,6 milliárd forintnyi beruházás valósult meg 1996-ban. Így egy vállalkozás átlagosan 113 millió forintot ruházott be. Az 50–1999 fő közötti létszámmal működő vállalkozások összesen 31,4 milliárd forintot ruháztak be, amit 406 cég valósított meg. Így egy vállalkozásra 77 millió forint beruházás jutott átlagosan. A 100–300 főt alkalmazó vállalkozások közül 1021 vállalkozás végzett beruházást, összesen 59,9 milliárd forint értékben, ami vállalkozásonként 59 millió forint beruházást jelent. Az igazán nagy beruházók a legalább 300 főt alkalmazó vállalkozások. 1996-ban 542 milliárd forintnyi beruházást valósítottak meg, az összes beruházás 58 százalékát. Az 1080 nagyvállalkozás átlagosan 502 millió forintot „halmozott fel”.

6. táblázat

A beruházások alakulása a vállalkozások átlagos statisztikai létszáma szerint, 1996

Létszám-kategóriák	Beruházás teljesítményértéke összesen		Beruházó cégek száma		Egy cégre jutó beruházás
	milliárd forint	százalék	darab	százalék	millió forint
50 fő alatt	27,6	2,9	243	3,4	113
50–99 fő	31,4	3,3	406	5,6	77
100–299 fő	59,9	6,4	1021	14,1	59
300 fő felett	542,0	57,7	1080	14,9	502
Létszámot nem jelentők	279,2	29,7	4502	62,1	62
<i>Összesen</i>	<i>940,1</i>	<i>100,0</i>	<i>7252</i>	<i>100,0</i>	<i>129</i>

A 7. táblázat adatai szerint a kisvállalkozások (50 millió forintnál kevesebb árbevétel) közül 423 jelentett beruházást összesen 41,2 milliárd forintos értékben. Az 50–100 millió forint közötti árbevételt elérő vállalkozások körében volt a leggyengébb a beruházási teljesítmény: e cégek átlagosan 21 millió forintot fektettek eszközeikbe. 100 millió forint feletti árbevételtől az árbevétellel arányosan növekszik az egy vállalkozásra jutó beruházott összeg is. Az 1–10 milliárd forint közötti árbevételt elért cégek már átlagosan 180 millió forintot ruháztak be, s 25 milliárd forintnál nagyobb árbevétel esetén már közel 7 milliárd az 1996-ban „felhalmozott összeg” vállalkozásonként. Így a 25 milliárd forintot meghaladó árbevételt elért 45 vállalkozás az összes beruházás 32,4 százalékát valósította meg. (Az 1 milliárd forint feletti árbevételű cégek az összes beruházás 62,5 százalékát teljesítették.)

Megvizsgáltuk a vállalkozások mérlegadatainak a beruházások teljesítményértékével való együttmozgását is. A vállalati mérlegek eszkozoldaláról szoros korreláció figyelhető meg a beruházások teljesítményértéke és a befektetett eszközök, a tárgyi eszközök, az ingatlanok és a műszaki gépek, berendezések között (ez akár törvényszerűnek is tekinthető, de itt tekintettel kell lenni arra, hogy a mérlegben az aktivált eszközök, míg a beruházási teljesítményekben az adott évi felhalmozási kiadások szerepelnek). Ez arra utalhat, hogy a már nagy eszközállománnyal rendelkező vállalkozások ruháznak be az átlagosnál nagyobb összegeket [ez is logikusnak látszik, hiszen a nagyobb eszközálló-



7. táblázat

A beruházások alakulása a vállalkozások nettó árbevétele szerint, 1996

Árbevétel-kategóriák	Beruházás teljesítményértéke összesen		Beruházó cégek száma		Egy cégre jutó beruházás
	milliárd forint	százalék	darab	százalék	millió forint
50 millió forint alatt	41,2	4,4	423	5,8	97
50–100 millió forint	8,3	0,9	395	5,4	21
100–500 millió forint	71,3	7,6	1900	26,2	37,5
500–1000 millió forint	45,5	4,8	731	10,1	62
1–10 milliárd forint	194,1	20,6	1078	14,9	180
10–25 milliárd forint	89,5	9,5	86	1,2	1040
25 milliárd forint felett	304,8	32,4	45	0,6	6774
Árbevétel nem ismert	185,4	19,7	2594	35,8	6,7
<i>Összesen</i>	<i>940,1</i>	<i>100,0</i>	<i>7252</i>	<i>100,0</i>	<i>129</i>

mány miatt nagyobb lesz az elszámolt amortizáció (ami a felhalmozást forrásoldalról segíti), s a valós és erkölcsi kopás is jelentősebb ezeknél a cégeknél (ami a beruházások iránti igényt erősíti)]. Erős pozitív korreláció van még az értékpapírokkal, a követelésekkel és a vevőkkel is. E szerint minél nagyobbak ezek az állományok, annál nagyobb lesz a beruházás. A vállalati likvid eszközök jelentős része értékpapírokból fekszik, amit a viszonylag alacsony kockázat és a magas hozamok magyaráznak. Az állampapírok sokáig magasabb hozamot hoztak ebben az időben, mint a vállalati betétek (függetlenül a betét nagysága miatt kapható többletkamatoktól).

A beruházások fő forrása a saját tőke és a beruházási hitelek. A legerősebb a korreláció a saját tőkével, majd a rövid lejáratú kötelezettségek és a beruházási hitelek következnek. Ez utóbbi két forrás is korrelál egymással (a korrelációs együttható 0,55), ami annak lehet a következménye, hogy csak a hitelképes, nagy cégek kapnak beruházási hiteleket, s szintén nekik könnyebb rövid lejáratú forrásokhoz jutni. A késve fizetés szintén bevett vállalati stratégia a likviditás növelése érdekében (itt a meg nem fizetett hitelkamat a vonzerő). A nagy, tőkeerős, megbízható vállalkozások gyakran élnek azzal az eszközzel, hogy a beszállítóknak csak 3 hónapos késleltetéssel fizetnek. Különösen elterjedt ez a gyakorlat a kereskedelemben. Ez magyarázhatja a 0,65-ös, közepesen erős korrelációt a beruházások és a szállítói állomány között.

A felhalmozás egyik fontos forrása az amortizáció – legalábbis a tankönyvekben. A valóságban az amortizáció egyre inkább csak mint elszámolható költségelem szerepel. Vizsgálataink ugyan erős korrelációt mutatnak a beruházások és az amortizáció között, de ezt – mint már utaltunk rá – elsősorban az okozza, hogy a nagy cégek folytatnak jelentős beruházási tevékenységet, s náluk a nagy befektetett eszközállomány miatt az amortizáció is magas. Szintén a vállalati méret hatását mutatja a személyi jellegű ráfordítások és az értékesítés nettó árbevételének együttmozgása a beruházásokkal. A fizetett kamatokkal mért magas korreláció pedig a bankhitelek erős szerepét mutatja (ez csak részben a beruházások hitelből való megvalósításának következménye, részben a vállalati méretnek a hitelképességre gyakorolt jótékony hatását szemlélteti). Az exportértékesítés csak gyengén mozog együtt a beruházásokkal, ami főleg a nagy kereskedelmi, idegenforgalmi beruházásokkal magyarázható (hiszen ezek főleg a belső piacra „termelnek”, illetve bevételeik nem számítanak exportnak).

A vállalkozások egyéb jellemzői közül a létszám és az állami tulajdon mozgott jól

együtt a beruházásokkal, de közepesnél erősebb korrelációjú volt a külföldi tulajdon is. Az alkalmazott létszám a méret egyik fő indikátora, mint ahogy a jegyzett tőke, illetve annak két összetevője (az állami tulajdon és a külföldi tulajdon) is. Az állam tulajdonosi szerepét – elsősorban a nagy cégekre – az magyarázza, hogy a nagy cégekben az arányrészvények vagy kötött tulajdonosi hányad miatt erős az állami befolyásolás. 1996-ban a nagy állami cégek számára könnyebb volt beruházni [például mert a reorganizáció során megszabadították őket hitelterheiktől, illetve a törvényi szabályozás változása miatt több-letforrások keletkeztek – mint a MÁV esetében –, illetve többletkötelezettségek (tárolás) a Molnál].

#### 8. táblázat

Néhány beruházási fajlagos és egyes mérleg- vagy eredménytétel fajlagos összefüggése  
|0,2|-nél nagyobb korrelációs együtthatók, 1996  
(ötmilliárd forint felett beruházó vállalkozások)

Megnevezés	Beruházás/ összes eszköz	Beruházás/ tárgyi eszköz	Beruházás/ létszám	Beruházás/ nettó árbevétel
Adózás előtti eredmény/nettó árbevétel	-0,44	-0,31		-1,00
Adózás előtti eredmény/saját tőke	-0,47		-0,27	
Export/nettó árbevétel			-0,20	0,33
Nettó árbevétel/létszám	0,20	0,24	0,77	-0,29
Idegen forrás/összes forrás	0,70	0,79	0,38	
Gépek/befektetett eszköz	-0,52	-0,35		-0,34
Szállítók/saját forrás		0,47		
Saját tőke/összes forrás	-0,66	-0,76	-0,37	
Értékcsökkenés/nettó árbevétel	0,48	0,32	-0,27	0,89
Üzemi eredmény/nettó árbevétel	-0,44	-0,31		-1,00
Üzemi eredmény/adózás előtti eredmény	-0,29	-0,48		
Fizetett kamat/nettó árbevétel	0,51	0,38		0,33

Az ötmilliárd forint feletti beruházást teljesítők körében a beruházás/összes eszköz két változóval mutatott erős korrelációt (ezek: idegen forrás/összes forrás és saját tőke/összes forrás) és hat másik fajlagossal közepes együtt (vagy ellen) mozgást (8. táblázat). A szoros pozitív kapcsolat (az összes forrás = összes eszköz azonosság miatt) a beruházás és az idegen források között ismét csak a cég méretével és a beruházási hitelekkel hozható kapcsolatba. E szerint minél több idegen forrást képes a vállalkozás magához vonzani, annál nagyobb beruházást tud megvalósítani. A beruházás és a saját tőke közötti erős negatív korreláció is az idegen források szerepét húzza alá a beruházások finanszírozásakor.

A közepes erősségű korrelációk azt jelzik, hogy az adózás előtti árbevétel-arányos és sajáttőke-arányos eredmény hatása negatív a beruházás/összes eszköz fajlagosra, s ugyanez állítható az értékcsökkenésnek és a fizetett kamatoknak a nettó árbevételhez viszonyított arányáról is. Az előbbi a magas eszközállomány és a beruházások kapcsolatát, az utóbbi a hitelek szerepét mutatja a beruházásokban (illetve ismét csak a vállalati méret szerepét).

A *beruházás/tárgyi eszköz* erősen korrelált az idegen forrás/összes forrás mutatóval, amit az okoz, hogy a tárgyi eszközök nagy súlyúak az összes eszközből (0,94-es korreláció), s ez utóbbiak erősen együttmozogtak a beruházásokkal. Erős, de negatív korreláció volt a saját tőke/összes forrás mutatóval, ezt a kapcsolatot előbbieken már elemeztük.

Közepes a kapcsolat a szállítók/saját forrás és a fizetett kamatok/nettó árbevétel mutatókkal. Az utóbbit a beruházási hitelek, az előbbit a vállalati méret okozhatja. Közepes, de negatív a korreláció az üzemi eredmény/adózás előtti eredmény mutatóval, de ez természetesen tekinthető, hiszen a mutató komplementere gyakorlatilag a pénzügyi eredmény/adózás előtti eredmény, ami viszont tartalmazza a fizetett kamatokat, s erről már láttuk, hogy pozitív hatással volt a beruházásokra.

A *beruházás/létszám* és a *nettó árbevétel/létszám* szoros együttmozgása a számlálók korreláltságát jelenti. Közepes erősségű együttmozgás volt még az idegen forrás/összes forrással is. Ezt a statisztikai létszám és az összes forrás közötti erős kapcsolat (0,74) okozza, hiszen így a beruházás és az idegen forrás közötti (már bemutatott) kapcsolatot kaptuk vissza. Közepes, de negatív előjelű volt a szorosság a saját tőke/összes forrással, de mivel ez az előbbi mutató komplementerének tekinthető, ezért a hatás érthető.

A *beruházás/nettó árbevétel* ellentétesen mozog a *nettó árbevétel arányos adózás előtti* és az üzemi eredménnyel, valamint pozitívan korrelált az értékcsökkenési leírás/nettó árbevétel mutatóval. Az előbbieket azt jelentik, hogy a beruházások és az üzemi és adózás előtti eredmény kapcsolata negatív (ez megítélésünk szerint a magas költségszinttel hozható kapcsolatba, ami korábbi beruházások hatását is tartalmazhatja, illetve lehetséges, hogy a költségsökkentés egyik módja a nagyobb beruházás). Ezt támasztja alá az értékcsökkenés pozitív együttmozgása is a beruházásokkal).

A beruházók másik végletét alkotó, a mindössze *100–500 millió forintot felhalmozó vállalkozások* adataiban erős együtt mozgás mutatkozott ellentétes irányban a *beruházás/tárgyi eszköz* mutató, valamint az *árbevétel arányos nyereség* két mutatója között. E vállalati körben tehát a beruházás az értékcsökkenésen és a fizetett kamatokon keresztül költségként megjelenve erősen rontja a vállalkozások eredményességét már a beruházás megvalósulásának évében is. Ez érthető, hiszen ezek viszonylag kis összegű beruházások, amelyek megvalósulása egy évnél rövidebb idő alatt is bekövetkezik. Közepes erősségű korrelációt tapasztaltunk az egy főre jutó beruházás és az árbevétel-arányos értékcsökkenés között, ami ezt a következtetést erősíti.

A beruházásra és a többi változóra számított fajlagosok között regressziós kapcsolatot kerestünk. Ennek során csak a 27, legalább 5 milliárd forintot beruházó céget vettük figyelembe, és csak a *beruházás/összes eszköz* mutatót próbáltuk magyarázni. A többi beruházási fajlagos ugyanis csak kevés egyéb fajlagossal volt 0,5-nél erősebb korrelációs kapcsolatban.

A regressziós egyenlet a következő:

$$I/A = 0,5971LC/L - 0,5299M/FA + 0,1900,$$

ahol

$I$  = beruházás,

$A$  = összes eszköz,

$LC$  = idegen forrás,

$L$  = összes forrás,

$M$  = gépek,

$FA$  = befektetett eszközök.

A kapott modell szerint az idegen forrás/összes eszköz és a gépek/befektetett eszközök mutatók együttesen a *beruházási teljesítmény/összes eszköz* mutatót 70,1 százalékban magyarázzák.

A beruházásra tehát pozitívan hat az idegen források aránya, ami egyrészt a beruházási hitelek, mint források miatt, másrészt pedig az általános hitelképesség miatt érthető. Negatívan hat viszont a befektetett eszközökön belüli géparány. Vagyis minél kisebb a gépek aránya az összes befektetett eszközön belül, annál nagyobb az eszközarányos be-

ruházás. Ez annak a következménye lehet, hogy a géparány csökkenése részben az amortizáció következményeként adódik, mivel a gépek épületekénél magasabb amortizációs kulcsa, valamint a befektetett pénzügyi eszközök stabil vagy növekvő értéke miatt a gépek nettó értéke gyorsabban csökken, mint a többi befektetett eszközé.

### *Hivatkozások*

- BALASSA ÁKOS [1997]: Néhány gondolat a beruházásokról és azok finanszírozásáról. Bankszemle, 3–4. sz.
- BÉLYÁCZ IVÁN [1992]: Amortizáció és pótlás. Janus Pannonius Tudományegyetem, Pécs.
- CSILLIK PÉTER [1994]: A kamat hatása a megtakarításokra, a beruházásra és a fizetési mérlegre. Bankszemle, 1–2. sz.
- DRAHOS GÁBORNÉ [1994]: Beruházások. Gazdaság és Statisztika, 4. sz.
- ERDŐS TIBOR [1992a]: Ki lehet-e jutni a válságból? Külgazdaság, 7. sz.
- ERDŐS TIBOR [1992b]: Ne harangozz, beruházz! Figyelő, június 4.
- ERDŐS TIBOR [1994]: Kell-e kiszorítási hatással számolnunk? Figyelő, március 10.
- FRISS PÉTER [1992]: Beruházás, állóeszköz-fenntartás. Gazdaság és Statisztika, 2. sz.
- JELENTÉS A KÜLFÖLDI, ZÖLDMEZŐS... [1997]: Jelentés a külföldi, zöldmezős ipari beruházások alakulásáról Magyarországon 1996 végéig. Privatizációs Kutatóintézet, Budapest.
- KOVÁCS KLÁRA [1998]: Nincs reménytelen régió. Figyelő, 42.
- KSH [1997]: Magyar statisztikai évkönyv 1996. Központi Statisztikai Hivatal, Budapest.
- MOLNÁR LÁSZLÓ–PAPANEK GÁBOR [1995]: Beruházási források. HVG, 21. sz.
- PADLÓN AZ ... [1992]: Padlón az infrastruktúra. Figyelő, április 23.
- SZANYI MIKLÓS [1998]: Ipari beruházás az átalakuló országokban. Közgazdasági Szemle, 9. sz.