

Szabó Zsolt

# A tőkepiaci szereplők kivonulásának, tiltakozásának, hűségének gazdasági növekedésre gyakorolt hatása

**ÖSSZEFOGLALÓ:** A globális szintű pénz- és tőkepiaci vizsgálatok során általában a tőke mozgása, áramlása szerepel a közgazdasági diskurzusban, míg az intézményi keretek, a nemzeti és a nemzetközi szabályok alakítása kapcsán játszott befolyásoló szerep többnyire kisebb hangsúlyt kap, különösen a gazdasági növekedésre gyakorolt hatásokat tekintve. Tanulmányunkban az Albert O. Hirschman által kialakított „kivonulás, tiltakozás, hűség” koncepcióra támaszkodva vizsgáljuk mind makroökonómiai oldalról, mind európai és a szovjet utódállamok adataira támaszkodó lineáris regressziós módszerrel a tőkemozgások és a tőketulajdonosok tiltakozásának gazdasági növekedésre gyakorolt hatását. Eredményeink szerint a külföldi működőtőke határokon való de facto menekülése negatívan, míg az árnyékgazdaságba való de jure tőkemozgás és a befektetői tiltakozás pozitívan érinti a gazdasági dinamikát.<sup>1</sup>

**KULCSSZAVAK:** kivonulás, tiltakozás, tőkemozgás, hitelminősítés, gazdasági növekedés

**JEL-KÓD:** B21, B59, D01, D03, D53, E23, E26, F21, O16, O17

Napjaink gazdasági világválságának gyökere alapvetően a nemzetközi pénz- és tőkepiaci folyamatok globalizálódásában, az elégtelen nemzetközi és nemzeti szintű szabályozásban, valamint a gazdasági szereplők növekvő nyereségvágyában keresendő. Az egyes tényezőknek különböző hangsúlyt tulajdonító magyarázatokban (például Móczár, 2010; Bánfi et al., 2011) a pénz- és tőkepiaci dimenzió központi elemnek számít, ugyanakkor adódik a kérdés, milyen erősek a tőkét menekülésre sarkalló, illetve a tőketulajdonosokat a szabályok puhítása felé hajtó tényezők, valamint a tőke mozgása és a tőketulajdonosok lobbitevékenysége hogyan hat a gazdasági teljesítményre.

A cikk az *Albert O. Hirschman* nevéhez fű-

ződő „*kivonulás, tiltakozás, hűség*” koncepció pénz- és tőkepiaci alkalmazásával annak elméleti tisztázásához kíván hozzájárulni, hogy a tőke mobilitása és a tőketulajdonosok véleményének közvetlenebb kifejtése közül melyik hat jobban a gazdasági növekedésre, ami áttételesen segíthet a válság jobb megértésében, s a következő krízisekre való felkészülésben.

A tanulmány első része összefoglalja a hirschmani alapkoncepció lényegét, a második szakasz annak pénz- és tőkepiaci irodalmát tárja fel. A harmadik rész a hirschmani keret növekedéseméleti beágyazásával keres választ a feltett kérdésekre, majd a negyedik fejezetben annak empirikus vizsgálatára kerül sor az európai és a szovjet utódállamok elemzésén keresztül. Végezetül az összefoglaló megállapítások mellett a megközelítés korlátaira, valamint a lehetséges továbblépés irányaira térünk ki.

*Levelezési e-cím:* szabozsolti@gmail.com

## A HIRSCHMAN-TRILEMMA ELVI ALAPJAI

A „kivonulás, tiltakozás, hűség” teória – amelyet Hirschman-trilemmának<sup>2</sup>, illetve az angol rövidítésre (*exit, voice, loyalty*) *támaszkodva* EVL-paradigmának nevezünk írásunkban – leegyszerűbben az azonos című könyv alappéldáján, egy termelőtevékenységet folytató vállalaton keresztül érthető meg, amely egy idő után a megszokottnál gyengébb minőségű árut visz a piacra. A versengő piacot feltételező mikroökonómiai szemlélet szerint ilyenkor az adott árucikk fogyasztói vagy felhagynak a termék vásárlásával (Hirschman ezt hívja kivonulási opciónak) és valamely hasonló (azaz helyettesítő) áru felé fordulnak, vagy pedig kitartanak és a gyengébb minőség mellett is a termék hűséges vásárlói maradnak, míg a vállalat a kereslet változásán keresztül érzékeli a fogyasztói elégedetlenséget, és erre reagál.

Hirschman arra mutat rá (és ebben rejlik újdonságértéke), hogy a vevők a termék minőségével kapcsolatos nemtetszésüknek – amennyiben továbbra is a termék fogyasztói kívánnak maradni – hangot is adhatnak, és panaszukat valamilyen csatornán keresztül (például panaszkönyvben való bejegyzés, fogyasztói érdekcsoport vagy fogyasztóvédelmi hatóság felkeresése, közvélemény-kutatás során adott vállalatot elítélő válasz, internetes fórumon való bejegyzés, lobbizás a vállalati menedzsment befolyásolása céljából stb.) eljuttathatják a vállalat irányítóinak. A gyártóval szembeni hangos tiltakozással megpróbálhatják rákényszeríteni a vállalatot a minőségromlás megállítására, jobb árucikk gyártására.

Az érdekérvényesítéssel, a tiltakozással összefüggésbe hozható kérdések vizsgálata a politikatudomány egyik klasszikusterülete (például Almond, 1990), Hirschman azonban a tiltakozási alternatíva súlyát a másik két mikroökonómiai döntési opció rangjára emeli, és együttesen kezeli azokat problémás szituációkban. A három irányba egyszerre utat nyitó

fogyasztói döntési probléma (kivonulás, tiltakozás vagy hűség) jelenti a hirschmani megközelítés egyik módszertani újítását, mivel lehetővé teszi a közgazdasági kérdések új irányból és módszerrel való értelmezését.

A tiltakozó és a kivonuló fogyasztói csoportok eltérő módon törekszenek minőségjavításra rábírní a vállalatot, miközben a hűséges kuncsaftok biztosítják a konstruktív vállalati válaszlépésekhez szükséges fogyasztói és pénzügyi tartalékot, bizalmi tőkét. Adott esetben így akár az a paradoxon is előállhat, hogy minőségjavulásra gyártói szándék megléte mellett sem kerül sor, ha a cég árucikkei mellett nehéz időkben is kitartó vevők száma a vállalat szempontjából kritikus szint alá süllyed, aminek következtében nem lesz képes a gyártó a tervezett minőségjavításra.

Az eredeti példához visszakanyarodva a végső fogyasztói döntés a vevő preferenciarendszerétől függ, a választást azonban befolyásolja a piaci struktúra. Maga Hirschman is hangsúlyozza, hogy fontos annak tisztázása, vajon létezik-e hasonló minőségű terméket kínáló vállalat a piacon. Versenypiac, egymással rivalizáló vállalatok, azonos, illetve hasonló termékek esetén a vevői reakció gyakoribb és sikerebb formája lehet alternatív termék választása (kivonulás), mivel a versengő vállalatok a fogyasztók megszerzéséért, megtartásáért küzdenek, míg monopolisztikus viszonyok között tiltakozással lehet eredményesebben befolyásolni a vállalatot, hiszen nincs az eredetihez képest helyettesítő terméket kínáló vállalat a piacon (Hirschman, 1995).

A kivonulás és a tiltakozás egymáshoz való viszonyára is érdemes kitérni. Előbbi hatékonyságát gyengítheti, amennyiben az eredetihez hasonló árucikk(ek) van(nak) a piacon, mivel lehetőséget biztosít a fogyasztói célok eléréséhez a helyettesítő termék igénybevétele. Minél több az alternatív opció, annál kevesebb szereplő fog tiltakozni, ami a tiltakozás társadalmi bázisának gyengüléséhez vezet. Ugyanakkor ez csupán a

vásárló oldaláról igaz: a helyettesítő termékek számának emelkedése ugyanis az áru minőségének javítására készítheti azt a gyártót, amely kuncsaftjainak elvesztésétől fél, s ennek felismerésével az öntudatos vásárlók a kivonulással való fenyegetéssel maguk is kieroszakolhatják (tiltakozás útján) a minőségjavítást.<sup>3</sup>

*Barry* (1974) és *Kassing* (1997) hívták fel a figyelmet arra, hogy a modell sokkal tágabb értelmezésre kínál módot, mint egy termék romló minősége kapcsán felmerülő fogyasztói dilemma. *Barry* (1974) kritikája szerint ilyen szélesebb területre való kiterjesztés lehet, amikor

- eleve alacsony minőségű termékről van szó a piacon, vagy
- amikor egy új, az eredetileg fogyasztott cikknél jobb minőségű áruval jelenik meg egy vállalat a piacon, vagy
- amennyiben a kínálati oldal helyett a keresleti oldalon történik változás, mint amikor például valaki egy termékről a ténylegesnél jobb minőséget tételez fel, majd annak megvásárlását követően szembesül a valósággal.

*Kassing* (1997) ezt tovább szélesítette azzal, hogy az érintett felek közti véleményeltérés, a felmerülő probléma értelmezése körüli nézetkülönbség esetén is elemzési fogózkodót kínál a Hirschman-trilemma. *Barry* és *Kassing* felvetése kulcsfontosságú abból a szempontból, hogy rámutattak az eredetinel is rugalmasabb használhatóságra, és ezáltal megsokszorozódott az alkalmazási lehetőségek köre, így összességében szinte valamennyi gazdasági és társadalmi konfliktushelyzet vizsgálatára eszközt kínál a hirschmani modell.

## TŐKEPIACOK ÉS A HIRSCHMAN-TRILEMMA ELMÉLETTÖRTÉNETI OLDALRÓL

A globalizáció egyik leggyorsabb és legmélyebb csatornája a pénz- és tőkepiacok globalizálódása (például *Magas*, 2002). A tőke<sup>4</sup> egyrészt a

legmobilabb termelési tényezőként (az országok közti kivonulás-bevonulás formájában) kihasználja a saját rugalmasságából, illetve a tőkeeloszlás globális különbségeiből fakadó eltérő profitrealizálás lehetőségeit, másrészt aktívan befolyásolja (lobbizás, azaz tiltakozás útján) a pénz- és tőkepiacok nemzeti, illetve nemzetközi szabályozását, így a globális tőkemozgás előtti akadályokra is hatással van. A két karakterisztika (mobilitás és befolyásolóképeség), valamint a befektetési klíma, üzleti környezet hirschmani árufogalommal való azonosítása együttesen azt jelenti, hogy adottak számunkra a tőke hirschmani terminológia szerinti vizsgálatának feltételei.

A tőke (illetve tőketulajdonosok) politikai erejének, nyomásgyakorló képességének kezelése főleg a posztkeynesi és neomarxista iskolába tartozó elméletekben és az intézményi megközelítésekben jelent meg a XX. század derekától.<sup>5</sup> A posztkeynesi gondolkodók (például *Perroux*, 1972; *Furtado*, 1970) és neomarxista közgazdászok (például *Amin*, 1976) szemléletére a tőke centrifugális szerepének, azaz a gazdasági egyensúlytól eltávolító hatásának feltételezése a jellemző. Mivel a fejlett gazdaságok tőketulajdonosai a fejletlenebb országokba irányuló beruházásokon át befolyásolják a hatásuk alá kerülő gazdaságokat, így lényegében hatalmi tényezővé válnak, és az egyenlőtlenség fennmaradásában való érdekelttségük miatt a globális egyensúlytalanság irányába viszik a folyamatokat. Az aszimmetrikus viszonyból adódóan az államok lehetséges lépésére tapintott rá *Amin* (1976): mivel a tőke által kizsákmányolt országok politikai befolyásoló képessége alacsony (azaz a tiltakozás lényegében nem releváns opció), ezért a félrevonulást, a kapitalista világból való lekapcsolódást (*delinking*) javasolta, amely lényegében a hirschmani „kivonulás” válaszhoz áll közel.

Az új intézményi (neoinstitutionalista) iskolába tartozó *Williamson* (1976) a hirschmani ihletésű irodalomból kifejezetten hiányosnak

tartotta a tőkepiaci kutatásokat az 1970-es évek közepén, pedig komoly lehetőségeket látott már akkor az ez irányú alkalmazásokban. A hirschmani eszköztárral folyó intézményi pénz- és tőkepiaci kutatások irodalma alapvetően egy évtizeddel később, az 1980-as években bontakozott ki. Egyik korai futárként idesorolható *Zysman* (1983), aki különbséget tett egyrészt a tiltakozásalapú, bankrendszerre, hitelpiacra épülő, másrészt a kivonulástípusú, tőkepiacra szerveződő kapitalista modellek között.<sup>6</sup> Előbbiben a bankok a hitelezés révén szerzett befolyásuk alapján tudnak közvetlen hatást gyakorolni a vállalatokra, míg utóbbiban a tulajdonosok a részvények adásával-vételével fejezhetik ki véleményüket (a részvénytulajdonosok közgyűlése mellett, amely a tiltakozás fóruma). A posztkeynesi koncepciótól eltérően a tőkefolyamatok *Zysmannál* a pozitív visszacsatolásokon keresztül az egyensúly felé billentik a gazdasági rendszereket, azaz centripetális erővel írható le a visszajelzések iránya a centrifugális mechanizmusok helyett.

A pénz- és tőkepiaci kutatások hirschmani elemekkel való ötvözése az 1990-es évektől több irányban fejlődött tovább. Összességében széles területekre fejtett ki hatást, viszont nem alakult ki egységes, rendszerezett, strukturált szakirodalma. Ebből adódóan több elemzés említhető a részvénytulajdonosi piacok működése (Gillan – Starks, 1998; King – Soule, 2007; Pagoulatos, 2005), a kereskedelmi bankok tevékenysége (Stewart, 1998; Colgate – Hedge, 2001; White – Yanamandram, 2004), a nemzetközi tőkemozgások (Ahlquist, 2006; Wildasin, 2005), a közvetlen működőtőke-beruházások (Witt – Lewin, 2007; Drahekoupil, 2007; Tsai, 2011), a vállalatok feletti kontroll megszerzése (Bolton et al., 1998), az államok feletti befolyásszerzés (Hiscox, 2004; Yakovlev, 2006), a privatizáció (Anderson et al., 1999; Frydman et al., 1996; Pagoulatos 2005) témakörében, amely beépíti megközelítési módjába az EVL-paradigmát. Ugyanakkor szembeötlő, hogy az irodalomban

egyelőre érintetlen területnek számít a hirschmani szemléletben vizsgált tőkepiaci folyamatok szélesítése a gazdasági növekedés irányába. Mielőtt erre kísérletet teszünk, röviden áttekintjük a tőketulajdonosok hirschmani reakcióit befolyásoló körülményeket.

## A PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI SZEREPLŐK VISELKEDÉSÉT BEFOLYÁSOLÓ TÉNYEZŐK

A pénz- és tőkepiacokon a Hirschman-trilemma alapján várt viselkedési típusokat (kivonulás, tiltakozás, hűség) legalább négy dimenzióban lehet megragadni az egyes iskoláktól függetlenül, ezek:

- ① a tőketípusok fajtái,
- ② a befektetők által követett stratégiák,
- ③ a történelmi változások, végül
- ④ az egyes tulajdonosi hányaddal rendelkezők vállalati részaránya (illetve nemzetgazdasági szinten vizsgálva a tőketulajdonosok piaci részaránya).

### A tőketípusok fajtái

Az egyes tőkefajták között határt lehet húzni a mobilitás alapján. *Dailami* (1999), *Brune-Guisinger* (2006), *Wildasin* (2005) és *Ahlquist* (2006) a portfóliótőke és a külföldi működőtőke (*foreign direct investment – FDI*) viselkedése közötti differenciát abban állapította meg, hogy utóbbi alacsonyabb mobilitása miatt nehezebben tud élni a kivonulási opcióval, amiből Hirschman alapján levezethető, hogy az FDI nagyobb fogékonyságot mutat a tiltakozás körébe tartozó eszközök igénybevételére. *Drahekoupil* (2007) ezt általánosan úgy fogalmazta meg, hogy a mobilitás növekedése a kivonulás, csökkenése pedig inkább a tiltakozás felé terel.

*Altinoglu* (2009) szerint ágazatilag is húzható határ: a nagyobb állótőke-beruházási igé-

nyű nehézipar képviselői könnyebben alkalmazzák a tiltakozást fegyverként, míg például a kevésbé tőkeintenzív könnyűipari befektetők romló gazdasági feltételek mellett gyakrabban folyamodnak kivonuláshoz. Mondandója lényegében azonos *Marceu és Smart* (2003) eredményével, akik szerint minél kevesebb lehetősége van egy iparágnek a kivonulás útján az állami adóztatás alól kibújni, annál nagyobb a kormány meggyőzésére, a lobbizásra fordított energia.

### A befektetői csoportok által követett stratégiák

*Lakshmi* (2004) indiai pénzpiacokat vizsgáló – de szélesebb körben is érvényes – kutatása alapján a hűség elsősorban a családi tőke számára befektetési célpontot kereső szereplők s kisebb mértékben az egyéni befektetők sajátossága, míg az intézményi befektetők a tiltakozás során viszonylag jelentős, de nem túlbecsülendő alkuerővel rendelkeznek. A családi tulajdonú vállalatok visszaszorulásával van összhangban *Hardie* (2008) megállapítása, amely szerint a pénzpiacok fejlődésével, liberalizálódásával a lojalitást egyre inkább felváltja a profitmaximalizálást kereső tőke tevékenységébe illeszkedő és mind jellemzőbbé váló kivonulás.

*Hardie* (2008) a brit FTSE 100 a tőzszeindexbe tartozó kilenc legnagyobb vállalat tulajdonosi szerkezetét vizsgálva a részvények tulajdonosainak viselkedése alapján egymástól határozottan eltérő viselkedésű befektetői csoportokat különített el. A kisztrésvényesek általában immobilak, nehezen szabadulnak meg értékpapírjaiktól, tiltakozásra pedig alacsony részvényhányaduk miatt ritkán nyílik alkalom a részvényesek közgyűlésén. A nyugdíjalapok és biztosítótársaságok – hosszú távú befektetési stratégiájuk révén – rendkívül lojálisak, általában a hazai részvényeket preferálják az alacsony árfolyamkockázat miatt, tiltakozási le-

hetőségeik szélesebbek, ugyanakkor a befektetési szabályok lazítása és a tőkepiacok nemzetközi liberalizálódása csökkenti a nemzeti lojalitásukat. A *bedge fundok* számára a tiltakozás – a rövid távú, de profitmaximalizálásra törekvő befektetési stratégia miatt – sokadrendű szempont, piaci súlyuk ellenére az intenzív portfólióátrendezés (gyakori kivonulás) miatt azonban jelentős szerepük van az árakra. A magántőkealapok (*private equity funds*) a tiltakozás révén tudnak befolyást gyakorolni a részvényárfolyamok alakulására; míg a nemzetközi befektetők számára a nemzeti hovatarozás nem jelent akadályt, sőt érzelmeiktől mentesen tudnak dönteni, ezért a hazai beruházóknál kevésbé hűségeselek.

A tőke mobilitásából eredő sajátossága, hogy nemcsak a recipiens gazdaságban (például *Drahokoupil*, 2007), hanem a donorországban is (például *Witt – Lewin*, 2007) kivonulástiltakozás-hűség döntésekkel próbál kedvezőbb pozíciókat szerezni magának. Azaz például a németországi eredetű külföldi működő tőke egyidejűleg egyezkedhet a német gazdasági élet szereplőivel (kivonulás, tiltakozás, hűségstratégia között választva), valamint a leendő célállomásnak szánt magyar gazdaságpolitika irányítóival (bevonulás, tiltakozás, távolmaradás opciókat mérlegelve). További két sajátoságként ezt kiegészíthetjük azzal, hogy

1 a tőketulajdonos a potenciális új recipiens országra már a belépés előtt nyomást gyakorolhat, mivel kevesebb vesztenivalója van a donorfélnek, amíg a tőke a recipiens országhatáron kívül van;

2 a megcélzott gazdaság mellett a tőkét fogadni képes többi országot is kedvezőbb feltételek felajánlására kényszerítheti, azokra még nagyobb nyomást kifejtve (azaz a példánál maradván egyéb közép-kelet-európai országok is a magyar gazdaság versenytársaivá válnak). Mindez oda vezet, hogy az egyes viszonylag tőkében szegény országok tőkeliberalizációs lépése nem önálló, autonóm választást jelent,

hanem a többi ország lépésétől nagyban függő döntés következménye (például Brune – Guisinger, 2006).

A mobilitás azt is jelenti, hogy nemcsak könnyen és gyorsan, hanem a szabályokat könnyen megkerülve a szabályozás előtt sokszor előrébb járva (például transzferárak alkalmazása, leányvállalatoknak juttatott támogatás stb. segítségével) működik a tőke mozgása, ami meghatározhatja a tőke számára a tiltakozással elérhető profitot (Goodman, 1993).

### A globalizálódás jelentette változások

A Mundell-féle ekvivalenciátétel (Mundell, 1957) szerint az árukereskedelem, illetve a tényezőáramlás liberalizációja is a tényezőárak kiegyenlítődéssel jellemezhető egyensúly irányába mutat torzulásmentes piacokon, azaz a vámok és egyéb kereskedelmi korlátok lebontása mellett a termelési tényezők nemzetközi áramlása (vagyis a tőke mozgása, hirschmani értelemben a tőke lojalitása, illetve kivonulása) is egyensúlyhoz vezet. Ezt a szellemiséget folytatva Hardie (2008), Cerny (2001) szerint a globalizálódás leértékeli a tiltakozástípusú reakciókat, és a határok lebontásából, a potenciális célpiacon számának emelkedéséből adódóan a lojalitás-kivonulás döntés felé tereli a tőketulajdonosokat.

Ugyanakkor az elmúlt néhány évtizedben több elemzés (például Bhagwati et al., 1987; Hiscox, 2004) is felvetett egy ellenirányú tendenciát. Eszerint a tőke nem egyszerűen átugorja a mozgást nehezítő akadályokat, hanem politikai nyomást fejt ki a mobilitást fékező korlátokkal szemben és hatástalanítani próbálja azokat, mielőtt a tényleges kivonulás elindulna, azaz a kivonulás mellett felértékelődik a tiltakozás szerepe.<sup>7</sup> Többen, így például Armijo (1998), Tsai (2011) Hirschmanra hivatkozva azzal érvelnek, hogy a kivonulással való

fenyegetés megnöveli a befektetői tiltakozás határfokát.

A tőke mobilitásából, azaz kivonulásából, illetve a bevonulás elhalasztásából fakadó fenyegetettség a külföldi tőkére ráutalt országokat arra sarkallja, hogy minél inkább befektetőbarát üzleti környezetet teremtsenek (Bergman, 2009). Ráadásul ezt fokozza a tőkészegény országok közötti verseny is (például Brune – Guisinger, 2006). Mivel globális tendenciáról lehet beszélni, így ez végeredményben az országok befektetési környezete közti távolság csökkenéséhez vezet. Nem szabad azonban figyelmen kívül hagyni, hogy a viszonylag gyors (legalábbis más tényező piacokhoz képest annak tekinthető) konvergencia nemcsak a tőke mobilitásában, hanem a tőke tiltakozási potenciálja által megnövekedett alkuerőben is gyökerezik.

### Az egyes tulajdonosi hányaddal rendelkezők vállalati részaránya

Lee (2009) fogalmazta meg, hogy egy-egy befektető tulajdoni részarányának emelkedésével nemcsak lineárisan nő a vállalat/iparág ügymenetére való befolyása, hanem ezt megsokszorozza a potenciális kivonulásból fakadó alkupozíció növekedése is. Így a távozással való fenyegetés lehetősége és a menedzsment/iparág vezetésére irányuló, a szavazati súlyból eredő befolyás a piaci részarány növekedéséhez képest hatványozottan bővülő alkuerőt biztosít számára. Ugyanakkor ezt a képességet ronthatja egy ellentétes hatás, amire Hawley (1995) hívta fel a figyelmet: az amerikai részvényt piacon megfigyelhető koncentráció erősödése révén az egyre kevesebb számú, de egyre nagyobb részvényportfóliókat mozgató befektetők számára egyre nehezebbé válik a részvények eladása és vétele, azaz a különböző részvények tulajdonlásából fakadó kockázatok diverzifikálása, exit-loyalty típusú terítése, ezért felértékelődik a tiltakozás



szerepe, különösen amennyiben a piaci folyamatok iránya általánosan negatív irányba fordul.

Az oroszországi kuponos privatizáció során a vállalati üzletrészek kezelésével foglalkozó szervezeteknek az orosz vállalati menedzsmentre gyakorolt hatását vizsgálva *Frydman és szerzőtársai* (1996) is Lee-hez hasonló eredményekre jutottak: jellemző stratégiának bizonyult a vállalati tulajdonrészek kezelésével foglalkozó alapok számára egy-egy alacsony részvényhányadú vállalat esetében az alapok egymás közti részvénycseréje, adásvétele (klasszikus kivonulás-hűség stratégia), azaz a szétaprózódott részvényportfólió tisztítása, koncentrációja, míg nagyobb részvényhányad elérése mellett a statisztikák szerint az alapok nagyobb arányban és gyakrabban hoztak személyi következményekkel járó döntéseket (azaz éltek a tiltakozás eszközével) az általuk felügyelt vállalatok menedzsmentjében.

## KIVONULÁS, TILTAKOZÁS, HŰSÉG ÉS GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS

A tőke reakcióit meghatározó körülmények áttekintése után a következő lépésben megvizsgáljuk, hogy a Hirschman-féle koncepcióval hogyan lehet szélesíteni a növekedésméleti összefüggéseket, mivel ismereteink szerint ilyen típusú elemzések egyelőre nem születtek. Kutatásunk két eltérő koncepcióra támaszkodik. Az egyik egy elméleti megközelítés, ahol a termelési függvényt hirschmani oldalról vesszük szemügyre és ebből a módosított növekedési modellből vezetjük le a kivonulás, tiltakozás gazdasági növekedésre gyakorolt teoretikus hatását, míg a másik irány egy empirikus vizsgálatból áll, ahol elméleti eredményeinkre támaszkodva megvizsgáljuk, hogy a tőke kivonulása, tiltakozása, hűsége hogyan hat az ezredforduló utáni, válság előtti időszakban az európai és a volt szovjet utódállamok gazdasági dinamikájára.

## Makroökonómiai összefüggések

Célunk a növekedési modellből kiindulva matematikailag levezetni a tőke kivonulása, tiltakozása, valamint a gazdasági növekedés közti kapcsolatot. Kiindulásként módosítjuk a termelési függvényt az EVL-paradigma alkalmazhatósága érdekében. A Cobb–Douglas-formában felírt, illetve a tőke szétbontásával módosított termelési függvény formája a következő:

$$Y = K^\alpha L^{1-\alpha} = (C + FDI)^\alpha L^{1-\alpha} \quad (1)$$

ahol

$Y$  = megtermelt jövedelem (kibocsátás),

$K$  = tőke,

$L$  = munka,

$\alpha$  = tőke termelési rugalmassága,  $0 < \alpha < 1$ ,

$C$  = gazdaságban megtermelt tőke,

$FDI$  = termelésbe befogadott külföldi működő tőke.

Deriválással adódik a tőke határterméke, azaz a kamat ( $r$ ):

$$r = \delta Y / \delta K \quad (2)$$

$$r = \alpha \times K^{\alpha-1} \times L^{1-\alpha} = \alpha \times (L/K)^{1-\alpha} \quad (3)$$

$$r = \alpha \times \left( \frac{L}{K} \right)^{1-\alpha} \quad (4)$$

$$r = \alpha \times \left( \frac{L}{C - FDI} \right)^{1-\alpha} \quad (5)$$

Mivel (1) egyenletből kiindulva

$$\frac{Y}{K} = K^{\alpha-1} \times L^{1-\alpha} = \frac{L^{1-\alpha}}{K^{1-\alpha}} = \left( \frac{L}{K} \right)^{1-\alpha} \quad (6)$$

ezért (4) és (6) alapján adódik:

$$r = \alpha \times \frac{Y}{K} = \alpha \times \frac{Y}{C - FDI} \quad (7)$$

Ezt követően azt vizsgáljuk, hogyan hat a gazdasági növekedésre a tőke kivonulása, azaz a működő tőke esetében az alacsonyabb beáramló FDI, illetve a más piacokat kereső, kifelé áramló FDI felgyorsulása, illetve a kettő egyenlegének javulása.

A (7) összefüggés átrendeződéséből indulunk ki:

$$C + FDI = \alpha \times \frac{Y}{r} \quad (8)$$

Ennek parciális deriválásával adódik:

$$\frac{\partial Y}{\partial FDI} > 0 \quad (9)$$

A (9) összefüggés segítségével megfogalmazhatjuk hipotézisünket, hogy a felgyorsuló tőkebeáramlás gyorsítja, a megnövekedett tőkekiáramlás pedig lassítja a gazdasági növekedést.

A tőke kivonulása után megvizsgáljuk, miként hat a gazdasági teljesítményre a tiltakozás. A tőketulajdonosok adott kormányval szembeni tiltakozásának célja többlethozam szerzése, azaz a tiltakozás nélküli jövedelemhez képest magasabb profit realizálása. A tiltakozással elért hozam a következő formában írható le:

$$r_v = \eta \times r \quad (10)$$

ahol

$r$  = tiltakozás előtti hozam,

$r_v$  = a tiltakozás utáni hozam,

$\eta$  = a tőketulajdonosok, beruházók tiltakozásának hatékonysága, amiről feltesszük, hogy a tiltakozás nélküli hozamnál magasabb, de legalábbis nem alacsonyabb jövedelmet generál a tőketulajdonosok számára (azaz  $\eta \geq 1$ ).

Feltesszük továbbá, hogy a pénzügyi rendszer liberalizálódása, fejlődése, a tiszta viszonyokat megteremtő törvényi szabályok lefektetése növeli, míg a rendezetlen, tisztázatlan pénzügyi környezet és szabályok rontják az elérhető profitot a tőketulajdonosok számára. A befektetők tiltakozásának a hatékonysága (azaz elért profitjának nagysága) a pénzügyi liberalizálódással közelített pénzügyi rendszertől függ, mégpedig feltevésünk szerint a liberalizálódással emelkedik, a liberalizálódás visszaszorulásával csökken az elérhető jövedelem nagysága:

$$\eta = f(INT_{lib.}), \frac{\partial \eta}{\partial INT_{lib}} > 0 \quad (11)$$

ahol

$INT_{lib.}$ : gazdasági liberalizáció mértéke

A (7) és (10) összefüggés alapján adódik:

$$r_v = \eta \times r = \eta \times \alpha \times \frac{Y}{K} = \eta \times \alpha \times \frac{Y}{C + FDI} \quad (12)$$

Ennek átrendezésével adódik:

$$\eta = \frac{r_v}{\alpha} \times \frac{C + FDI}{Y} \quad (13)$$

Ebből parciális deriválással kapjuk:

$$\frac{\partial FDI}{\partial \eta} > 0 \text{ és} \quad (14)$$

$$\frac{\partial Y}{\partial \eta} < 0 \quad (15)$$

A (11) és (14), (15) eredmények összevetésével a következő összefüggéshez jutunk:

$$\frac{\partial FDI}{\partial INT_{lib}} > 0 \text{ és} \quad (16)$$

$$\frac{\partial Y}{\partial INT_{lib}} < 0 \quad (17)$$

Így (16) és (17) segítségével megfogalmazhatjuk állításainkat: a gazdasági liberalizálódás előrehaladása egyrészt lassítja a gazdasági növekedést, másrészt növeli az adott gazdaságba beáramló külföldi működő tőke nagyságát.

A matematikai eredmények összességében azt mutatják, hogy van relevanciája a hirschmani módszereknek a tőkepiaci és növekedési vizsgálatok összehasonlításánál, azonban ennek empirikus irodalma gyakorlatilag nem létezik. A következőkben ennek az úrnek a betöltésére teszünk kísérletet.

## Empirikus vizsgálat

A növekedési modellből kiindulva empirikusan is szemügyre vesszük a tőke kivonulása, tiltakozása, hűsége és a gazdasági növekedés közötti viszonyt. A kivonulást elemzésünkben egyrészt egy viszonylag szemléletes és klasszikus formát választva a külföldi működő tőke mozgásával ragadjuk meg, s a nettó tőkeexport emelkedését, a nettó tőkeimport csökkenését, a nettó FDI-mérleg romlását azonosítjuk a tőke kivonulásával. A gazdasági növekedésre gyako-



rolt hatások miatt esett választásunk az FDI-re a portfóliótőkével szemben, mivel előbbi technológiAMOZGÁSSAL is jár, míg utóbbi nem. Vizsgálatunkban másrészt kivonulásnak tekintjük az árnyék- és szürkegazdaság erősödését, azaz a fehérgazdaság csökkenését is, hiszen ez is a tőketulajdonosok elfordulását jelenti a tiszta gazdasági viszonyok irányából.

Míg a tőkeMOZGÁSRÁ vonatkozóan rendelkezésre állnak adatok, addig a tőke tiltakozását legfeljebb közvetve tudjuk mérni, mivel a tőketulajdonosok kormányzatoknál folytatott lobbitevékenységéről nincsenek közvetlenül elérhető információk, legfeljebb sejtések, kiszivárgott hírek, ráadásul ezeket nem lehet nemzetközi összehasonlító jelleggel felhasználni. A tőketulajdonosok attitűdjének kérdőívés felmérését technikai oldalról akadályozza a kutatást végzők és a vizsgálati alanyok között a globalizálódással összefüggően növekvő földrajzi és kulturális távolság, a tőketulajdonosok anonimítása. Kihasználjuk ugyanakkor azt a tényt *Hiscox* (2004) felvetésére támaszkodva, hogy az egyes országok befektetési környezetéről, üzleti klímájáról rendszeresen és összehasonlítható módon véleményt mondanak, rangsorokat készítenek nemzetközi szervezetek, hitelminősítők, akiknek értékítélete feltevésünk szerint közel áll a tőketulajdonosok vélekedéséhez. Sőt, utóbbiak adott esetben nyomást is fejtenek ki a hitel- és kockázatminősítőkre, ha máshogy nem, akkor azért, hogy a nemzetközi szervezetek több intézményi rangsor összeállításában, az intézményi környezet pontozása során az adott piacon jelenlévő gazdasági szereplők véleményét dolgozzák fel. Vizsgálatunkban az Euromoney évente közölt intézményi változóira támaszkodunk, amely 0–100 közötti skálán értékeli az országgokázati véleményeket (magasabb értékek az alacsonyabb kockázatnak felelnek meg).

A keresztmetszeti empirikus vizsgálatunkban az európai országokra és a volt szovjet utódállamokra koncentrálnak. A mintába ke-

rülő 50 gazdaság: Ausztria, Belgium, Bulgária, Ciprus, Csehország, Dánia, Észtország, Finnország, Franciaország, Németország, Görögország, Magyarország, Írország, Olaszország, Lettország, Litvánia, Luxemburg, Málta, Hollandia, Lengyelország, Portugália, Románia, Szlovákia, Szlovénia, Spanyolország, Svédország, Nagy-Britannia, Izland, Norvégia, Svájc, Albánia, Örményország, Azerbajdzsán, Fehéroroszország, Bosznia-Hercegovina, Horvátország, Grúzia, Kazahsztán, Koszovó, Kirgizisztán, Macedónia, Moldova, Montenegró, Oroszország, Szerbia, Tádzsikisztán, Törökország, Türkmenisztán, Ukrajna, Üzbegisztán.

Az egyes évek hullámzó gazdasági növekedési adatai miatt egy többéves időperiódus átlagát vesszük figyelembe. Választásunk a 2001–2008 közötti időszakra esik, azaz a 2008. évvel zárul az elemzés időhorizontja, mivel egy viszonylag nyugodt időszakot szeretnénk vizsgálni, míg a válság olyan új turbulens időszakot indított el, amely torzíthatná az eredményeinket, mindazonáltal a következő kutatások tárgya lehetne ezen időszak elemzése is. A vizsgált változóinkat, azok tartalmát és forrását tartalmazza az 1. táblázat.

A gazdasági növekedés (*growth*) becsléséhez a következő regressziós becslőfüggvényt használtuk:

$$\text{growth} = \beta_0 + \beta_1 \times \text{FDI\_inflow} + \beta_2 \times \text{FDI\_outflow} + \beta_3 \times \text{FDI\_net} + \beta_4 \times \text{shadow} + \beta_5 \times \text{Euro-money} + \beta_6 \times \text{employment} \quad (18)$$

A modellbe a tőke kivonulását, tiltakozását közelítő változók mellett a növekedési modell szellemiségéből fakadóan betettük a foglalkoztatottak arányát is, ami a munkamennyiség egyfajta közelítésének tekinthető.

Az egyes magyarázóváltozók közötti korrelációkat tartalmazza a 2. táblázat.<sup>8</sup> A tőkeáramlással kapcsolatos változók (FDI-export, -import, nettó mérleg) között viszonylag szoros

1. táblázat

**AZ EMPIRIKUS MÉRÉSHEZ HASZNÁLT VÁLTOZÓK**

Név	Tartalom	Rövidítés	Forrás
Gazdasági növekedés	Gazdasági növekedés éves üteme (%)	growth	World Bank (2012)
FDI-import	Devizakülföldiek nettó tőkeimportja a GDP %-ában	FDI_inflow	World Bank (2012)
FDI-export	Devizabelföldiek nettó tőkeexportja a GDP %-ában	FDI_outflow	World Bank (2012)
FDI nettó mérleg	Nettó tőkeexport és nettó tőkeimport egyenlege a GDP %-ában	FDI_net	World Bank (2012)
Árnyékgazdaság	Árnyékgazdaság becsült aránya a GDP %-ában	shadow	Schneider (2012a), (2012b)
Országkockázat	Országkockázati lista, 0–100-as skálán	Euromoney	Euromoney
Foglalkoztatás	15 évesnél idősebb korosztály foglalkoztatási rátája (%)	employment	World Bank (2012)

Forrás: saját összeállítás

2. táblázat

**A REGRESSZIÓS BECSLÉSHEZ HASZNÁLT VÁLTOZÓK KORRELÁCIÓS MÁTRIXA**

	Shadow	Employment	FDI_out	FDI_inflow	FDI_net	Euromoney
Shadow	1,000	-0,179	-0,246	-0,190	0,564**	-0,883**
Employment		1,000	0,012	-0,032	-0,252	0,304*
FDI_out			1,000	0,996**	-0,833	0,249
FDI_inflow				1,000	-0,783**	0,184
FDI_net					1,000	-0,586**
Euromoney						1,000

\* 10%-os szinten szignifikáns, \*\* 5%-os szinten szignifikáns, \*\*\* 1%-os szinten szignifikáns

Forrás: saját számítás

kapcsolat van, különösen az FDI-export és -import között, ami megerősíti azt a várakozásunkat, hogy ez a két utóbbi változó önmagában torz képet nyújt a tőkének a kivonulás-lojalitás közötti választásáról, míg helyettük ezen a téren használhatóbb közelítést ad a tőkemozgás nettó egyenlege, ami egy mutatóba sűríti a tőkemozgások irányát. Az árnyékgazdaság mértékével kapcsolatban érdemes kitérni egyrészt arra, hogy az országkockázati osztályzattal fordítottan korrelál (a gazdaság „szürkülése” az intézményi pontszám csökkenését eredményezi, ami megfelel a várakozásainknak), másrészt a nettó tőkemérleggel pozitív kapcsolatban van. Ez abból a – táblázatból leolvasható – nem szignifikáns korrelációs összefüggésből fakad, hogy az árnyékgazdaság erősödésével csökken ugyan a tőkeimport volumene, azonban ennél nagyobb mértékben esik az ország-

ból származó tőkeexport volumene is, ami a nettó mérleg javulását eredményezi.

A gazdasági növekedés becslésére a vizsgált változókkal regressziós elemzést végeztünk, amelynek eredményeit a 3. táblázat tartalmazza. A magyarázóváltozók közötti imént feltárt magas korreláció adott esetben multikollinearitás kockázatát jelenti, így óvatosan kell értékelnünk eredményeinket. A multikollinearitás veszélyéből fakadóan egyváltozós regressziós elemzéseket is lefuttatunk.

A regressziós egyenlet alapján a következő összefüggések olvashatók ki. A kontrollváltozóként használt foglalkoztatás növekedése várakozásainknak megfelelően pozitívan hat a gazdasági ütemre, másrészt az egyváltozós (4–5. és 7–9. számú) modellekhez viszonyítva viszonylag erős szinkronban van a gazdasági dinamikával a korrigált determinációs együtthatók alapján.

**KERESZTMETSZETI REGRESSZIÓS BECSLÉSEK OLS-MÓDSZERREL EURÓPAI ORSZÁGOK ÉS A VOLT FÁK-ÁLLAMOK GAZDASÁGI NÖVEKEDÉSÉRE, 2001 ÉS 2008 KÖZÖTTI IDŐSZAKRA**

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Konstans	0,182 (0,052)	0,859 (0,239)	5,097** (2,023)	-0,298 (-0,410)	10,721*** (10,902)	4,399* (1,792)	5,055*** (10,111)	4,821*** (10,154)	4,501*** (10,118)
Shadow	0,124** (2,459)	0,128** (2,472)		0,185*** (7,7768)					
Euromoney	-0,046 (-1,603)	-0,047 (-1,592)	-0,103*** (-5,956)		-0,089*** (-6,228)	-0,106*** (-7,490)			
Employment	0,081 (1,652)	0,071 (1,415)	0,127** (2,566)			0,146** (2,934)			
FDI_inflow	0,009 (1,358)						-0,003 (-0,304)		
FDI_outflow								-0,005 (-0,535)	
FDI_net		-0,039 (-0,768)	-0,012 (-0,218)						0,152** (2,637)
R-négyzet	0,639	0,627	0,537	0,599	0,452	0,557	0,002	0,006	0,136
Korrigált R-négyzet	0,602	0,589	0,504	0,589	0,440	0,537	-0,019	-0,016	0,117
Megfigyelések száma (N)	44	44	46	44	49	48	49	46	46

Megjegyzés: zárójelben a t-statisztikák értéke

\* 10%-os szinten szignifikáns, \*\* 5%-os szinten szignifikáns, \*\*\* 1%-os szinten szignifikáns

Forrás: saját számítás

A tőkepiaci reakciók közül ugyancsak erős az árnyékgazdaság és a gazdasági növekedés közti viszony, a robosztusságot mutatja, hogy egyéb magyarázóváltozók beépítésével is megmarad közöttük a szoros és szignifikáns összefüggés. A kapcsolat iránya ugyanakkor előzetes várakozásainkhoz képest ellentmondásos. Míg a kapott eredmények alapján azokban az országokban alacsonyabb a gazdasági növekedés üteme, ahol az árnyékgazdaság súlya is alacsonyabb, addig Baumol (1990) alapján feltételezhetnénk, hogy a gazdaság fehéredése a gazdasági növekedés felgyorsulásához vezet, s ezt mondaná a hirschmani logika is, hiszen az árnyékgazdaság lényegében a fehérgazdaságból már „kivonult” erőforrásokat jelent, ami matematikai levezetésünk szerint lassabb gazdasági dinamikát ered-

ményez. A minta összetétele sem magyarázza a meglepő irányú összefüggést, mivel mind az egykori szovjet utódállamokra szűkített, mind az EU-27-re korlátozott modellek ugyanezen eredményhez vezetnek. Az ellentmondás feloldását vélhetően abban lehet keresni – és ez lényegében egybecseng Adam – Ginsburgh (1985) következtetéseivel –, hogy míg a matematikailag levezetett összefüggés szerint a tőke határon való *de facto* kilépése csökkenti a növekedési ütemet, addig az árnyékgazdaságba való *de jure* kivonulással a tőke az adott gazdaságban marad és olyan erőforrásokat hoz működésbe, amelyeket a hagyományos gazdasági szereplők nem tudnak. Ennek tovagyűrűző hatásai a későbbiekben megjelennek a hivatalos növekedési statisztikákban is.

▶ A tőkemérleg-egyenleg romlásának növekedésfékező hatását csak akkor tudtuk igazolni, amikor egyváltozós regressziót futtatunk le, ami abból fakadt, hogy a külföldi működő tőke *de facto* mozgása a többi vizsgált tényezővel is nagymértékű korrelációban van, ami torzította a többváltozós elemzések eredményeit.

▶ Végezetül a gazdasági liberalizálódás, a kedvezőbb országminősítés (az Euromoney skáláján a magasabb érték a kedvezőbb befektetői ítéletnek feleltethető meg) és a gazdasági növekedés között negatív irányú kapcsolat van, ami megfelel a hirschmani elvek alapján levezetett matematikai modellnek. A befektetők nagyobb mértékű tiltakozása, a rosszabb ország-megítélés fontos visszajelzés a gazdaság szereplőinek és a gazdaságpolitika vezetésének, hogy hol érdemes „finomhangolni” a gazdaság működését, ami lendületet ad a gazdasági növekedésnek. A korreláció iránya ugyanakkor ellentmond annak a várakozásnak (például Eng – Habibullah, 2011), miszerint a fejlettebb intézményrendszer gyorsabb növekedéshez vezet. A korreláció iránya és a regresszió ereje nem csökken lényegesen akár egy fejlett (EU-27, Svájc, Norvégia, Izland), akár egy viszonylag fejletlen (nem EU-tag balkáni gazdaságok, szovjet utódállamok, Törökország) részmintát vizsgálunk. Azaz a kapcsolat iránya nemcsak abból fakad, hogy a fejletlenebb intézményrendszerű országok a konvergencia miatt gyorsabb növekedést érnek el, mint az alacsonyabb növekedési potenciállal rendelkező, lassabban fejlődő, de fejlettebb gazdasági intézményrendszerrel rendelkező államok. A szokatlan irányú összefüggés magyarázata az újabb kutatások – például Ranjan – Agrawal (2011), Walch – Wörz (2012) – szerint az, hogy a befektetők az intézményi környezet minősége mellett egyre jobban figyelembe veszik a piacok méretét, nyitottságát, növekedési potenciálját, a munkaerő költségét, makroökonómiai stabilitását (amelyeket nem tartalmazza az Euromoney-

mutató), és emiatt a rosszabb intézményi pontszámú országok is felértékelődnek.

## ÖSSZEZGÉS

Kapott eredményeink összességében azt mutatják, hogy releváns kutatási irány a gazdasági növekedéssel kapcsolatos elemzésekben a hirschmani gondolati keret. A makroökonómiai eszközökkel levezetett és empirikusan is vizsgált kalkulációink szerint egy gazdaságban az FDI volumenének csökkenése negatívan hat a gazdasági növekedésre, míg az árnyékgazdaságba való átlépés és a befektetők intézményi környezetre vonatkozó kritikájának (azaz tiltakozásának) erősödése is kedvezően hat a növekedési rátára. Az árnyékgazdaság szerepét úgy értékelhetjük, hogy pozitív és kedvezőbb hatással van az idemenekülő, *de jure* átlépő tőke a gazdasági teljesítményre, mint a határon átlépő, *de facto* kivonuló tőke, amelynek hatása vizsgálataink alapján negatív irányú a növekedésre. Az árnyékgazdaság pozitív növekedési hatását vélhetően az magyarázza, hogy az erőforrások olyan mértékű és viszonylag hatékony kombinációját valósítja meg a szürkegazdaság, ami átgyűrűzik egyéb (például jövedelmi, technológiai) csatornákon a formális gazdaságba is, ami már megjelenik a hivatalos statisztikákban is.

Az egymással egyre inkább tőkéeért versengő gazdaságok egyrészt a befektetői klíma nemzetközi konvergenciáját idézik elő, másrészt a liberalizálódással mindinkább megnövelik (a tőkések járadékkövető magatartása révén) a befektetőknek a kivonulás vonzerejét, ami önmagában is javítja a tőke alkupozícióját az egyes országok gazdaságpolitikai vezetésével szembeni egyeztetések során. Az Amin (1976) által javasolt „lekapcsolódás” a globális pénzmozgásokból vélhetően túlzott erőfeszítéseket igényelne az abban részt vevő tagországoktól, és eredményeink szerint is (a gazdaságban maradó

tőkemennyiség csökkenésének növekedésslassító hatásából eredően) rövid távon nagyobb költséggel járna, mint haszonnal, így a rövid távon felmerülő biztos költségek vélhetően magasabbak a hosszú távon realizálható bizonytalan haszonnal szemben. Elemzésünk szerint az árnyékgazdaság szerepe rávilágít arra, hogy nem feltétlenül a szürkegazdaság felülről irányított erőszakos csökkentése, hanem sokkal inkább a fehér gazdaságba tovaryűrűző pozitív hatások előtti akadályok oldása jelentheti a gazdasági növekedés ösztönzését.

Elemzési korlátaink közé tartozik, hogy vizsgálatunk az európai országokra és a szovjet utódállamokra korlátozódik, így további kutatást igényel annak eldöntése, hogy eredményeink megállják-e helyüket szélesebb regionális kontextusban is. Mindenesetre biztatók azok, a

minta kisebb csoportjaira vonatkozó előzetes számításaink, amelyek a minta fejlettebb és a gazdaságilag elmaradottabb csoportjaiban is alátámasztották megállapításainkat. A kutatás időbeli kiterjesztése az 1990-es évekre, valamint a 2008 utáni időszakra további kérdésekre adhat választ, így például arra, hogy változott-e, és ha igen, milyen irányba a kivonulás, tiltakozás és a gazdasági növekedés közötti kapcsolat, ennek vizsgálata azonban szintén túlmutat e cikk keretein. Ugyancsak további számításokat igényel az ok-okozati viszony vizsgálata (ami keresztmetszeti elemzés helyett elsősorban idősoros elemzésekkel valósítható meg), mivel a gazdasági növekedés emelkedése és az általunk mélyebben nem vizsgált gazdasági fejlettség önmagában is hat a tőkemozgásokra, az árnyékgazdaság súlyára, a befektetők tiltakozására.

## JEGYZETEK

<sup>1</sup> Köszönöm Gedeon Péter, Hámori Balázs, Szántó Zoltán, Farkas Beáta, FraserMcGruer, Benczes István, Szent-Iványi Balázs, Gém Erzsébet, Mészáros Ádám, Mikesy Álmos, Szabó-Lovas Barbara és az anonim bíráló hasznos megjegyzéseit, valamint Szajp Szabolcs, Pálvölgyi Balázs, Gál Péter inspirációit a munkához.

<sup>2</sup> A Hirschman-trilemma a hármas választás lehetőségére utal, a fogalomhasználat egyszerűsítését szolgálja. Megjegyzendő, hogy nem jelent azonosságot a közgazdaságtan több területén felbukkanó lehetetlen hármasság (*impossible trinity*) kifejezéssel.

<sup>3</sup> Hirschman 1970-ben megjelent könyvében még egymás riválisának tekintette a kivonulást és a tiltakozást, azonban az NDK felbomlásának társadalmi hátterét vizsgálva 1993-ban már úgy látta, hogy adott esetben a két döntési opció apró lépésekben való alkalmazása kölcsönösen erősítheti egymást (Hirschman, 1993).

<sup>4</sup> Előrebocsátjuk, hogy a tőke, portfólió-, illetve a

működő tőke kapcsán is azok tulajdonosait, irányítóit tekintjük valódi aktoroknak, mivel a pénz- és tőkefajtákat természetesen nem tekintjük önálló individuumoknak.

<sup>5</sup> Ugyanakkor ezekkel a kérdésekkel már a marxi elmélet is foglalkozott érintőlegesen a XIX. században, ott azonban nem volt rendszerbe foglalva a kivonulás-tiltakozás-hűség, és a tőkések romló feltételek melletti reakciója helyett a munkásosztály tőke általi kizsákmányolása jelentette a kulcskérdést, míg a tőkések szerepe elsődlegesen a munkásosztály riválisaként volt megfogalmazva.

<sup>6</sup> Zysman valójában három típust különböztetett meg a hitelpiacra támaszkodó modell további kettéválasztásával, de számunkra hirschmani szempontból a fő törésvonal megemlézése a releváns. A Zysman-féle gondolat tovább fejlődött az 1990-es években elinduló, majd az ezredforduló után kiteljesedő „kapitalizmus változatai” (*varieties of capitalism*) irodalomban is, bővebben lásdpéldául Hall – Soskice (2001).

<sup>7</sup> A tőke tiltakozása sokféle típusú lehet: így például Hiscox (2004) szerint felhívhatja fizetett hirdetésekkel a recipiens gazdaság vezetőinek figyelmét a negatív tendenciákra, lobbizhat közvetlenül a politikai döntéshozóknál, s viszonyos

segítségben bízva pártok kampányába is bekapcsolódhat.

<sup>8</sup> Munkánk során SPSS 17.0 for Windows programot használtunk.

## IRODALOM

ADAM, M. C. – GINSBURGH, V. (1985): The Effects of Irregular Markets on Macroeconomic Policy. Some Estimates for Belgium. *European Economic Review*. Vol. 29, No. 1, pp. 15–33

AHLQUIST, J. (2006): Economic Policy, Institutions, and Capital Flows: Portfolio and Direct Investment Flows in Developing Countries. *International Studies Quarterly*. Vol. 50, No. 3. pp. 681–704

ALMOND, G. (1990): *A Discipline Divided. Schools and Sects in Political Science*. Sage, Newbury Park – London – New Delhi

ALTINOGLU, E. (2009): Limited Government in Nondemocracies (The Role of Capital Owners). A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy (Political Science) in The University of Michigan, 2009

AMIN, S. (1976): *Unequal Development*. Harvester Press, Sussex

ANDERSON, J. H. – KORSUN, G. – MURRELL, P. (1999): Ownership, Exit and Voice after Mass Privatization. Evidence from Mongolia. *Economics of Transition*. Vol. 7.No. 1. pp. 215–243

ARMIJO, L. E. (1996): Inflation and Insouciance: The Peculiar Brazilian Game. *Latin American Research Review*. Vol. 31, No. 3. pp. 7–46

BÁNFI T. – KÜRTHY G. – BÁNFI A. (2011): Szabályozás a pénzügyiviválság(ok) után (között): kényszeréslehetőség. *PénzügyiSzemle*. Vol. 56, No. 2. pp. 191–210

BARRY, B. (1974): Review Article: ‘Exit, Voice, and Loyalty’. *British Journal of Political Science*. Vol. 4. No. 1. pp. 79–107

BAUMOL, W. J. (1990): Entrepreneurship: Productive, Unproductive and Destructive. *Journal of Political Economy*. Vol. 98.No. 5. Part 1. pp. 893–919

BERGMAN, H. (2009): Constrained Autonomy: International Investors’ Influence on National Governments. Prepared for delivery at the 2009 Congress of the Latin American Studies Association Rio de Janeiro, Brazil June 11–14, 2009

BHAGWATI, J. N. – BRECHER, R. – DINOPOULOS, E. – SRINIVASAN, T. N. (1987): Quid pro quo Foreign Investment and Welfare. A Political-Economy-Theoretic Model. *Journal of Development Economics*. Vol. 27, Issue 1–2. pp. 186–190

BOLTON, P. – VON THADDEN, E. (1998): Blocks, Liquidity, and Corporate Control. *The Journal of Finance*. Vol. 53, No. 1. pp. 1–25

BRUNE, N. E. – GUISENGER, A. (2006): Myth or Reality? The Diffusion of Financial Liberalization in Developing Countries. Online: [https://www.princeton.edu/~pcglobal/conferences/IPES/papers/brune\\_guisinger\\_F900\\_1.pdf](https://www.princeton.edu/~pcglobal/conferences/IPES/papers/brune_guisinger_F900_1.pdf)

CERNY, P. (2001): Privatising Transnational Governance: Markets, Networks and Authority in International Finance. *Manchester Papers in Politics*. No. 7, University of Manchester



- COLGATE, M. – HEDGE, R. (2001): An Investigation into the Switching Process in Retail Banking Services. *International Journal of Bank Marketing*. Vol. 19, Issue 5, pp. 201–212
- DAILAMI, M. (1999): Managing Risks of Capital Mobility. *World Bank Policy Research Paper*. No. 2199.
- DRAHOKOUPIL, J. (2007): Political Support of the Competition State in the Visegrád Four: The Comprador Service Sector and Its Allies. *GARNET Working Paper*. No. 22
- ENG, Y. – HABIBULLAH, M. S. (2011): Financial Development and Economic Growth Nexus: Another Look at the Panel Evidence from Different Geographical Regions. *Banks and Banks Systems*, Vol. 6, Issue 1, pp. 62–71
- Euromoney (2012): Euromoney Country Risk. Online: <http://www.euromoneycountryrisk.com>
- FRYDMAN, R. –PISTOR, K. –RAPACZYNSKI, A. (1996): Exit and Voice After Mass Privatization: The Case of Russia. *European Economic Review*. Vol. 40, pp. 581–588
- FURTADO, C. (1970): *Obstacles to Development in Latin-America*. Doubleday and Co., New York
- GILLAN, S. L. – STARKS, L. T. (1998): A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence. *Contemporary Finance Digest*. Vol. 2, No. 3. pp. 10–34
- GOODMAN, J. B. – PAULY, L. W. (1993): The Obsolescence of Capital Controls? Economic Management in an Age of Global Markets. *World Politics*. Vol. 46, No. 1, pp. 50–82
- HALL, P. A. – SOSKICE, D. (ed.) (2001): *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford University Press. New York
- HARDIE, I. (2008): Financialization, Loyalty and the Rise of Short-Term Shareholder Value. Paper prepared for ESCR, ‘Financialization of Competitiveness’, Northumbria University, 25 April 2008
- HAWLEY, J. P. (1995): Political Voice, Fiduciary Activism, and the Institutional Ownership of U.S. Corporations: The Role of Public and Noncorporate Pension Funds. *Sociological Perspectives*. Vol. 38, No. 3. pp. 415–435
- HIRSCHMAN, A. O. (1993): Exit, Voice, and the Fate of the German Democratic Republic: An Essay in Conceptual History. *World Politics*. Vol. 45. No. 2. pp. 173–202
- HIRSCHMAN, A. O. (1995): *Kivonulás, tiltakozás, bűség*. Osiris. Budapest
- HISCOX, M. J. (2004): International Capital Mobility and Trade Politics: Capital Flows, Political Coalitions, and Lobbying. *Economics & Politics*. Vol. 16, No. 3. pp. 253–285
- KASSING, J. W. (1997): Articulating, Antagonizing, and Displacing: A Model of Employee Dissent. *Communications Studies*. Vol. 48, No. 4. pp. 311–332
- KING, B. G. – SOULE, S. A. (2007): Social Movements as Extra-Institutional Entrepreneurs: The Effect of Protests on Stock Price Returns. *Administrative Science Quarterly*. Vol. 52, No. 3. pp. 413–442
- LAKSHMI, K. (2004): Foreign Institutional Investors and Corporate Governance. Online: <http://www.nseindia.com/content/press/jun2004a.pdf>
- LEE, M. (2009): A Tale of Two Networks: Clusters, Institutional Investors and Innovation. Online: [http://www.indiana.edu/~workshop/publications/materials/conference\\_papers/Michael%20Lee\\_Spring2009.pdf](http://www.indiana.edu/~workshop/publications/materials/conference_papers/Michael%20Lee_Spring2009.pdf)

- MAGAS I. (2002): *Kapitalizmus felülnézetből*. A piacok és a természet logikája. Aula, Budapest
- MARCEAU, N. – SMART, M. (2003): Breaking Out is Hard to Do: Exit, Voice, and Loyalty in Mexico's One-Party Hegemonic Regime. *Latin American Politics and Society*. Vol. 44, No. 3. pp. 61–88
- MÓCZÁR J. (2010): A globális pénzügyi válság anatómiája és tanulságai. Kínai megtakarítás finanszírozza az USA fogyasztását? *Pénzügyi Szemle*. Vol. 55, No. 3. 727–749. oldal
- MUNDELL, R. A. (1957): International Trade and Factor Mobility. *American Economic Review*. Vol. 47, No. 3, pp. 321–335
- PAGOULATOS, G. (2005): The Politics of Privatisation: Redrawing the Public-Private Boundary. *West European Politics*. Vol. 28, No. 2. pp. 358–380
- PERROUX, F. (1972): *Nemzeti függetlenség és kölcsönös gazdasági függőség*. KJK. Budapest
- RANJAN, V. – AGRAWAL, G. (2011): FDI Inflow Determinants in BRIC Countries: A Panel Data Analysis. *International Business Research*. Vol 4, No. 4. pp. 255–263
- SCHNEIDER, F. (2012a): Size and Development of the Shadow Economy of 31 European and 5 other OECD Countries from 2003 to 2012: Some New Facts. Online: <http://www.econ.jku.at/members/Schneider/files/publications/2012/ShadEcEurope31.pdf>
- SCHNEIDER, F. (2012b): The Shadow Economy and Work in the Shadow: What Do We (Not) Know? *IZA Discussion Paper*. No. 6423
- STEWART, K. (1998): An exploration of customer exit in retail banking. *International Journal of Bank Marketing*. Vol. 16, No. 1. pp. 6–14
- TSAI, C. (2011): Exit, Voice and International Jurisdictional Competition: A Case Study of the Evolution of Taiwan's Regulatory Regime for Outward Investment in Mainland China, 1997–2008. Online: [http://works.bepress.com/chang-hsien\\_tsai/1/](http://works.bepress.com/chang-hsien_tsai/1/)
- WALCH, N. – WÖRZ, J. (2012): The Impact of Country Risk Ratings and of the status of EU Integration on FDI Inflows in CESEE Countries. *Focus on European Economics*. 2012, Issue 3. pp. 8–26
- WHITE, L. – YANAMANDRAM, V. (2004): Why Customers Stay: Reasons and Consequences of Inertia in Financial Services. *Managing Service Quality*. Vol. 14, No. 2–3, pp. 183–194
- WILDASIN, D. E. (2005): Labor and Capital Mobility: Implications for Equity, Efficiency, and Political Economy. Workshop on Fiscal Federalism: Decentralization, Governance, and Economic Growth, Barcelona, June 6–7 2005
- WILLIAMSON, O. E. (1976): The Economics of Internal Organizations: Exit and Voice in Relation to Markets and Hierarchies. *American Economic Review*. Vol. 66, No. 2. pp. 369–377
- WITT, M. A. – LEWIN, A. Y. (2007): Outward Foreign Direct Investment as Escape Response to Home Country Institutional Constraints. *Journal of International Business Studies*. Vol. 38, No. 4. pp. 579–594.
- YAKOVLEV, A. (2006): The Evolution of Business – State Interaction in Russia: From State Capture to Business Capture. *Europe-Asia Studies*. Vol. 58, No. 7, pp. 1033–1056
- ZYSMAN, J. (1983): Government, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change. *Cornell University Press*. Ithaca
- World Bank (2012): World Development Indicators. Online: <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>