

Pécsi Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi Kar
Gazdálkodástani Ph.D. program

Kuti Mónika

**A nemzetgazdasági külső tőkestruktúra
hosszabb távú vizsgálatának tanulságai**

Ph.D. érteke/és tézisei

Témavezető:
Dr. Bélyácz Iván
egyetemi tanár, akadémikus

Pécs, 2006

A kutatás célja

Az utóbbi évtizedekben rengeteg publikáció jelent meg mind a külső eladósodással, mind a külföldi működőtőkével (foreign direct investment - FDI) kapcsolatban, viszont e két globális tőkeforma összekapcsolt, együttes, átfogó elemzése nem általános a hazai közgazdasági irodalomban, sőt hiányzik e kapcsolatot leíró nemzetközi teóriák és empirikus összefüggések Magyarországra vonatkozó tesztelése is. Egyrészt ennek feltérképezésére, e rés kitöltésére törekszik a kutatás, másrészt a nemzetgazdaság külső finanszírozási szerkezetét vállalati szemléletben vizsgálja az értekezés, gondosan ügyelve a modell érvényességi hatáira. A makroszintre kiterjesztett vállalati analógia merőben szokatlan megközelítési mód, mert a nemzetgazdaság teljes - mind a külső adósságot, mind a külföldi működőtőkét magában foglaló - finanszírozási struktúrájával szemben szükségesnek tartja egy minimálisan megkövetelt megtérülési követelmény megfogalmazását. Értekezésem arra a kérdésre keresi a választ, hogy a különböző külső tőkeforrások használati díjának levonása után marad-e a nemzetgazdaságban a hazai aktorok által felhasználható, szabad rendelkezésű forrás.

Munkám fontos célkitűzése, hogy megcáfoljon egy téves felfogást, mely szerint a nemzetgazdaságba áramló - különböző célú és rendeltetésű - források mennyiségi felduzzasztása a tőkefelszívó képesség egyértelműen kedvező jele. Gondolatmenetem megkísérli bizonyítani, hogy szükség van egy elvárt megtérülési követelmény megfogalmazására a nemzetgazdasági rendszer működésébe bevont külső források minden egységével szemben. A nemzetgazdasági külső tőkeszerkezet egyes komponenseinek hatékony működtetése során el kell émi egy olyan elvárt megtérülési szintet, amely a tőkeköltés levonása után képes a fenntartható növekedést biztosítani.

A kutatás időhorizontja a hetvenes évektől napjainkig eltelt három és fél évtized, a külső eladósodás a hetvenes években gyorsult fel, ami a nyolcvanas évekre súlyos eladósodottsági szintet ért el, majd a külső tőkestruktúrában a piacgazdasági átmenet óta jelentős mértékben külföldi működőtőké is felhalmozódott. A nemzetgazdaság külső teljes forrásellátottsága korábban nem tapasztalt, magas szintet ért el napjainkra, de a makroszintű részvénytőke-finanszírozás expanziója ellenére tovább folytatódott a külső eladósodás folyamata.

A dolgozat öt fejezetből áll: az első a külföldi szakirodalomban a két tőkekomponenst külön-külön és együtt leíró főbb elméletek és empirikus összefüggések bemutatásával foglalkozik; a második fejezet megfogalmaz hat hipotézist és a nemzetgazdaság külső tőkeszerkezetének vizsgálatához felállít egy vállalati modellt; a harmadik fejezet végigvezeti a külső adósságkomponens akkumulációját az elmúlt évtizedekben, miközben arra keresi a választ, hogy a kölcsöntőke milyen hatékonysággal működtetett forrás; a negyedik ugyanezt a kérdést teszi fel a külföldi működőtőkére vonatkozóan; az utolsó fejezet a makroszintű kölcsöntőke- és részvénytőke komponensek egymás közötti kapcsolatának, belső interakciójának feltárására tesz kísérletet, végül a következtetések zárják a gondolatmenetet. A téziszfizetben viszont a hipotéziseket és a dolgozat újszerű megállapításait legvégül tárgyalom.

1. Elméletek és nemzetközi tapasztalatok

1.1. A külső adóssággal kapcsolatos elméletek és tapasztalatok

A kutatás során hosszas szelekció után a nemzetközi szakirodalomból négy olyan elméletet találtam a téma szempontjából, melyek a két tőkekomponens kölcsönkapcsolatának megértéséhez nélkülözhetetlenek.

1.1.1. *A túlzott eladósodottság (debt overhang) hipotézise*

A „debt overhang” hipotézis egy olyan állapotot ír le, amikor az örökölt adósságállomány elég nagy ahhoz, hogy a hitelezők már ne bízzanak a hitel teljes visszafizethetőségében (Krugman [1988]). A túlzott eladósodással beindul egy ördögi kör, kényszerhitelezés lép fel. a visszafizetéshez generált források szűkülnek, alkalmazkodást elősegítő programok indulnak be, melyek egyaránt hozzájárulnak a hazai beruházások csökkenéséhez és a jövőbeli adósságszolgálati képesség romlásához (Deshpande [1997]). A fokozódó külső eladósodás nem csak a „debt overhang” útján hathat a beruházásokra, hanem a „hitel-porciózás” (credit rationing) csatorniján át is,

amikor az erősen eladósodott, nem teljesítő adós egyre kevesebb valószínűséggel kap bármilyen új hitelt a meg nem fizetett kamat- és tőketörlesztés részletének kényszerű továbbgörgetésén túl (Borensztein [1989]).

1.1.2. Az adósság-intolerancia (debt intolerance)

Az adósság-intolerancia a fejlődő országokban akkor fordul elő, ha nem képesek olyan adósságintereket menedzselni, melyek egyébként kezelhetők lennének a fejlett ipari országok számára, vagyis az adósságszolgálati és makrogazdasági problémák jelentős következményekkel járhatnak a külső adósság fenntarthatóságára és a tőkepiacokhoz való hozzáférésre (Reinhart et al. [2003]). Úgy tűnik, hogy a nemzetközi pénzügyi piacoknak hosszú távú memóriája van. A makroökonómiai aggregátumok - például GDP, export - nagy volatilitása növeli a nemzetközi kölcsönfelvételi igényt a hazai fogyasztás egyenletessé tétele érdekében, miközben a fizetési képtelenség eshetősége miatti magasabb kockázat korlátozza a hitelfelvételi képességet, így az adósság-intolerancia jelensége felfogható a fejlődő országok jólétét fenyegető makroökonómiai volatilitás megnyilatkozásaként is (Catao-Kapur [2004]). Egy ország jövedelemszintjének csökkenésével növekszik annak valószínűsége, hogy fizetési késedelem, adósságátütemezés vagy adósságelengedés történjen (Evrensel [2004]).

1.1.3. Az ún. eredendő bűn (original sin) argumentuma²

Az „eredendő bűn” hipotézise szerint a legtöbb ország nem vesz fel kölcsönt a saját valutájában külföldön, és nem vesz fel hosszú lejáratú kölcsönöket fix kamatlábra a hazai belső piacon, ami fokozza a pénzügyi sebezhetőséget a valutánemek és a lejáratú idők megfeleltetésének hiánya révén (Eichengreen-Hausmann [1999]). Az adósság-intolerancia és az „eredendő bűn” ugyanazt a jelenséget próbálja magyarázni, nevezetesen a fejlődő piacgazdaságok gazdasági output indikátorainak és tőkeáramainak

² Ezt a nemzetközi szakirodalomban szereplő hipotézist azért tartottam érdemesnek megemlíteni, mert fontos kapocs a külső eladósodás és a külföldi működőtőké között, azonban a dolgozat írása közben rájöttem, hogy még sok kutatást igényelne az elmélet tesztelése Magyarországra vonatkozóan, mellyel a későbbiekben így nem foglalkozom.

a fejlett országokhoz képest megnyilvánuló nagyobb volatilitását és az ebből fakadó adósságszolgálati és adósság-visszafizetési nehézségeit (Eichengreen et al [2003]).

1.1.4. A valuta-illeszkedési probléma (currency mismatch)

A valutai-illeszkedési probléma különféle valutákban denominált eszközök és források értéke közötti különbségekből származtatja az adóssággal kapcsolatos problémákat, hiszen a valutaárfolyamok mozgásaival összefüggő mérleghatas érintheti a lakosságot, a vállalatokat, a kormányzatot, vagy a gazdaság egészét egyaránt.

Borio és Packer [2004] kísérletet tett arra, hogy az adósságintolerancia, az „eredendő bűn” és a valuta-illeszkedési probléma egységesített keretét megadja; véleményük szerint mind a három elmélet magyarázatként szolgál az országgockázat megragadásához. Az adósság-intolerancia esetén az adósság és az országgockázat közötti átváltási arány rosszabb azon országokban, ahol makrogazdaság-menedzselési hibák fordultak elő a múltban; az „eredendő bűn” miatt azon országok, melyek kevésbé képesek saját valutájukban hitelt felvenni, sokkal kockázatosabbak, mint azok, amelyek nemzeti valutájukban hozzáférnek kölcsöntőke-forrásokhoz; és a valuta-illeszkedési probléma esetén azon országok, melyek nettó eszközállománya érzékenyebb a valutaárfolyam leértékelésére, sokkal nagyobb költségeket fizetnek krízis esetén. Következésképpen a három elmélet nem zárja ki egymást.

1.2. A külföldi működőtőkére vonatkozó elméletek

A külföldi működőtőkével kapcsolatos elméletek gazdag tárházát két nagy csoportba lehet osztani: a mikro és makro teóriákra.

1.2.1. Mikro elméletek

A mikro elméletek a gazdálkodó szervezetekben azokat a motivációkat keresik, melyek a külföldi befektetőket a fogadó országban való érdekeltségük megszerzésekor hajtják, például a tőkéletlen piacok vagy a skáláhozadékból eredő költséghatékonyság;

mindemellett foglalkoznak azzal a kérdéssel is, hogy a közvetlen külföldi befektetéseknek milyen következményei vannak az anyaországban és a fogadó országban, például a termelés, a foglalkoztatás, az intellektuális tőke áramlása, ennek állománya, a technológia-transzfer és a törvényi szabályozásbeli normák alakulása terén.

1.2.2. Makro elméletek

A makro elméletek a nemzetközi finanszírozás szemszögéből a külföldi működőtőkét az anyaországból a fogadó országba irányuló, határokon átvitelő tőkeáramok egyik formájának tekintik, amit a fizetési mérleg statisztikák és tőkémérlegek rögzítenek, a tőkeforgalom idővel külföldi direkt befektetők kontrollja alatt álló tőkeállományá halmozódik fel a fogadó országban, amit a befektető számára a friss részvénytőke-áramok, a meglévő tőkeállomány értéke, valamint a befektetésekből származó jövedelmek határoznak meg. A makro jellegű megközelítések a valutaárfolyamok reálisökkenése okozta pozitív vagonhatásra, a tovagyrúzó (spillover) hatásokra, a tőkeakkumulációra és GDP növekedésre is koncentrálnak.

1. táblázat. A külföldi működőtőkével kapcsolatos néhány elméleti megközelítés

- Nemzetközi termelés elmélete - ipaiszervezési megközelítés, versenylényök (Hymer [1960])
- Termékciklus elmélet (Vemon [1966])
- Tranzakciós költségek elmélete (Hennait [1991])
- Eklektikus elmélet: OLI-paradigma - tulajdonosi jogok *IO* -ownership/, telephelyválasztás /L - location/ és intemalizáció /I -intemalization/ (Dunning [1993a, 1993b])
- Gravitációs modellek (Bevan-Estrin [2004], Brenton et al. [1999])

A globális részvénytőke-elem áramlásában, mozgásában nagyon sok tényező együttes hatása érvényesül, melyek feltárására már évtizedek óta kutatási erőfeszítések történtek, a teljesség igénye nélkül az 1. táblázat néhány fontosabb, kikristályosodott elméletre utal. Elemzésem a külföldi működőtőkét mikro és makro szemléletű finanszírozási oldalára egyaránt koncentrálok. A finanszírozási jellegű megközelítések előfutárai Aliber és Rugman voltak. Aliber [1970] úgy vélte, hogy a donor valutájának felértékeltsége olcsóbbá teszi a külföldön megvalósuló beruházásokat; emellett Rugman [1980] azt az álláspontot képviselte, hogy a nemzetközi befektetések diverzifikálása.

illetve az árfolyamkockázat-csökkentés is hat a közvetlen külföldi befektetésekre, ami a nemzetközi portfólió-beruházási elmélettel áll összhangban.

A finanszírozási oldal hangsúlyozása során korábbi elméletek továbbfejlesztésére is történtek kísérletek. Oxelheim és szerzőtársai [2001] szerint Dunning OLI-paradigmáját gazdagítaná, ha az elmélet a finanszírozás-jellegű tényezőket is magában foglalná a külföldi működőtőké mozgatórugóival együtt. Eszerint a tulajdonosi pozícióból származó előnyökhöz társítani kellene a tőkepiacokhoz való korlátlan hozzáférést is, a telephely-választáshoz a proaktív finanszírozási stratégiákat, az internalizációhoz pedig a tulajdonosi pozíciókból eredő alacsonyabb monitoring költségeket.

1.3. A külső adósság és a külföldi működőtőke közötti kapcsolat elméleti kerete

A közvetlen külföldi tőkebefektetések és a fent részletezett négy - a nemzetközi szakirodalomban szereplő - adóssággal kapcsolatos hipotézis között összefüggések mutathatók ki.

1.3.1. *A "debt overhang" és a külföldi működőtőke közötti kapcsolat*

A túlzott külső eladósodottság (debt overhang) és a külföldi működőtőke közötti kapcsolat egyik fontos momentumára mutat rá Aizenman [2005], amikor elemzi, hogy a globális pénzügyi piacokkal való egyoldalú integráció keretei között a hazai gazdaság szereplői hiteleket vehetnek fel külföldön, azonban a külföldi tőke számára nem megengedett, hogy hazai tőkejavakat birtokoljon, melynek célja a hazai gazdasági aktorok kontrolljának megőrzése a helyi gazdaságon belül. Ilyenkor a magas külső adósságállomány fokozza a pénzügyi krízis és rajta keresztül a *tőkekiáramlás veszélyei*. A pénzügyi ellehetetlenülés eshetősége a hazai gazdasági döntéshozókat arra készíti, hogy válaszlépésként megnyissák az országot a külföldi tőke előtt, azaz egy pénzügyi krízis alatt alábbhagyhat a külföldi befektetésekkal szemben megmutatkozó esetleges hazai ellenállás.

Ha ez a külső forrásbevonás nagyobb külkereskedelmi nyitottsággal párosul, annak kettős hatása lehet a nettó pénzügyi eszközök pozíciójára, hiszen ezen belül megnő a

külföldi eszközök aránya, ami külső sokk idején pufferként funkcionál, ezáltal csökken a hitelkockázat, nő a hitelképesség, ami lehetővé teszi még több hitel felvételét külföldön (Lane - Milesi-Ferretti [2001]).

A „debt overhang” hipotézis és a külföldi működőtőke közötti kapcsolat egy másik csatornájára mutat rá Colé és English [1992], akik szerint amikor a túlzott eladósodás már nem ösztönzi a belföldi beruházásokat, akkor a külföldi működőtőke-beáramlásnak sokkal kívánatosabb tulajdonságai vannak a korábbi helyzethez képest. A külföldi működőtőkét a nettó külső hitelfelvételt helyettesítheti azáltal, hogy a megtakarítási-beruházási rést kitölti. Láne és Milesi-Ferretti [2000] hozzáfűzi, hogy negatív sokk esetén a külföldi részvényesek osztoznak az országhoz tartozó kockázaton egy részében, mert ilyenkor a részvénytulajdonosok értéke csökken, ellenben a GDP-hez viszonyított külső adósság szintje nő, ha a krízis reál leértékeléssel párosul, következésképpen a közvetlen külföldi tőkebefektetés egyben az országhoz tartozó kockázattal szembeni diverzifikáció eszköze is.

1.3.2. Az adósságintolerancia és a külföldi működőtőke közötti viszonyrendszer

Az adósságintolerancia és a külföldi működőtőkét áramok közötti kölcsönhatás az adósságinóvási csatornáján keresztül ragadható meg. Albuquerque [2003] kimutatta, hogy az országminóvási és a külföldi működőtőke-áramlás között erősen negatív, szignifikáns kapcsolat van, az alacsonyabb adósságinóvási országokban magasabb a külföldi működőtőke aránya a bruttó magántőke áramokon belül, amit azzal magyarázott, hogy a külföldi működőtőkét részben elidegeníthetetlen - addig a pontig, amíg immateriális javakból áll és emiatt a hozzá kapcsolódó kockázati prémium alacsonyabb, mint a külföldi működőtőkén kívüli tőkeáramoké, ezért a kockázatmegosztás szempontjából előnyösebb, ennek következtében a pénzügyi megszorításokkal szembeálló országokban nagyobb mértékű a külföldi működőtőke beáramlási aránya a többi globális magántőkeáramhoz képest. Szerinte a magántőke áramokban a külföldi működőtőkét viszonylagosan magas aránya inkább egy gazdaság gyenge pénzügyi pozíciójának, mint egyéb komparatív előnyeinek visszatükrözése.

1.3.3. Az „eredendő bűn” és a külföldi működőtőke összefüggései

Az ún. eredendő bűn jelensége és a működőtőké szerepe közötti kölcsönhatást világítja meg, hogy a fejlődő országokban a külföldi működőtőkén kívüli források növelik a gazdaság krízisre való hajlamát, mely az adósság-jellegű kötelezettségek túlzó valuta- és lejáratil illeszkedési problémáiból valamint „elmenekülő” képességéből fakad, ezzel szemben a mozgásában jóval kötöttebb közvetlen külföldi tőkebefektetés semleges természetű. Ez a megfigyelés elsősorban a fejlett országokra jellemző, azonban a fejlődő országokban az „eredendő bűn” fennállása esetében a külföldi működőtőke kötelezettségekkel kapcsolatos kockázat is növekszik (Fernández-Arias - Hausmann [2001]). ami arra vezethető vissza, hogy a külföldi működőtőke-befektetés valójában nem az adott cégek fizikai eszközállományát jelenti, hanem csak egy tőkeelemet a forrásstruktúrájukban, tehát csak pénzügyi követelésről van szó a „röghöz kötött” (bolted down) fizikai eszközökkel szemben, melyek elzálogosításával maga a követelés könnyen országon kívülre transzferálható, így a külföldi működőtőké csökkentheti egy ország fizetési képességének valószínűségét, de meg nem szüntetheti azt.

1.3.4. A valutanemek illeszkedési problémája és az FDI relációja

A valutanemek illeszkedési problémakörében a közvetlen külföldi befektetések és a külső adósság közötti kapcsolatot tárja fel, hogy a valutaárfolyam fel- illetve leértékelése esetén a két tőkekomponens eltérő módon részesedik a kockázatokból. Míg a külföldi valutában nominált adósság után fizetendő adósságszolgálat nehezebben teljesíthető valutaleértékelés esetén, ami kontra-ciklikus jellegre utal, a külföldi működőtőke megtérülése, eszközeinek értéke viszont pro-ciklikus.

2. A makroszintre kiterjesztett vállalati modell

A tanulmány kiinduló pontja, hogy a nemzetgazdaság egésze felfogható *makrovállalatként*, így a vállalatfinanszírozás néhány alapelve is alkalmazható makroszintű keretek között (2. táblázat). Egy vállalat forrásgazdálkodásának központi kérdése a kölcsöntőke és részvénytőke komponensekből álló tőkestruktúra kialakítása.

Nemzetgazdasági szinten is megfogalmazható egy makroszintű tőkestruktúra, melynek kölcsöntőke eleme a külső adósságállománynak felel meg, a részvénytőke összetevője pedig a külföldi működőtőke akkumulációjának. A dolgozat csak a külső finanszírozási szerkezetre koncentrál, a belsőre nem. Makroszintre vetítve az elemzés a vállalatfinanszírozás eszköztárából a következőket használja fel: a mérlegelv, a „stock-flow” szemlélet, a rátaelemzés, a tőkestruktúra, a tőkeköltség, a használdozati költség, a tőkeköltségvetés és a finanszírozási fedezeti pont meghatározása.

A vállalatgazdálkodási rendszerben a megszerzett hosszú lejáratú források tőkeként hasznosulnak, az árbevétel generálásában kulcsszerepet játszó beruházási projekteket finanszíroznak, melyekkel szemben elvárás, hogy kitermelje a kölcsöntőke utáni adósságzolgálatot - azaz a tőketörlesztést és kamatfizetést -, valamint a forrásjuttatók tőkemegtérülési követelményeit, beleértve a részvénytőke utáni osztalékot is. Nemzetgazdasági szinten a hosszú lejáratú források már nem csak tőkeként hasznosulnak, hanem a tőketerheket a jövőben ki nem termelő fogyasztásként is. Makroszinten a lakossági és állami fogyasztás olyan forrásfelhasználásnak minősül, ami a makrovállalati modellben nem jelenik meg a mérlegkimutatás eszköz oldalán, mert általa nem termelő-szolgáltató kapacitás jön létre, így inkább a makrovállalati eredményki mutatók kiadási tételei közé rangsorolódik. A nemzetgazdaságon belül a társadalomgazdasági alrendszer pusztá léte megbontja a hosszú lejáratú források tőkeként való felhasználásának vállalatfinanszírozási elvét, a társadalomgazdasági rendszer kiadásainak határát a reálgazdaság teherbírása szabja meg.

Mind vállalati, mind nemzetgazdasági szinten létezik egy megtérülési követelmény, azaz használdozati költség (opportunity cost), melyet a vállalatnak/nemzetgazdaságnak ki kell termelnie hozam szinten ahhoz, hogy a forrásjuttatók ne nézzenek nagy valószínűséggel alternatív befektetési lehetőségek után.

Egyes vállalatfinanszírozási elvek - mint például a részvénytőke reziduális jellege a vagyon-kielégítési rangsorban a vállalat jogutód nélküli megszűnése esetén, a részvénytőke megóvásának hitelezői követelménye, a kamatfizetés prioritása az osztalékfizetés felett - makroszinten sérülnek a nemzetgazdaság sok entitásból álló, halmazszerű természete, szórt tulajdonosi szerkezete miatt.

2. táblázat. A vállalati modell alkalmazása a nemzetgazdaság külső finanszírozására

Hasonlóságok	
<i>Vállalat</i>	<i>Nemzetgazdaság</i>
<p>Mérlegelv - mérlegkimutatás:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Eszközök • Források <p>Tőkestruktúra:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kölcsöntőke • Részvénytőke <p>Tőkeköltségek:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kamat • Osztalék <p>Eredménykimutatás:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Értékesítés nettó árbevétele • Értékesítés közvetlen költsége • Működési eredmény (EBIT) <p>Ráta-elemzés</p> <ul style="list-style-type: none"> • Eladósodottsági mutató: <ul style="list-style-type: none"> ◦ kölcsöntőke/összes eszköz • Kamatfedezet <p>Vállalatfinanszírozási elvek:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Lejáratil illeszkedés elve • Tőkeköltségvetési elvek <p>Pénzügyi ellehetetlenülés</p>	<p>Mérlegelv – makroszintű mérlegkimutatás:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Eszközök • Források <p>Makroszintű tőkestruktúra:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Külső adósság • Külföldi működőtőke <p>Tőkeköltségek:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kamat • Repatriált profit <p>Makroszintű eredménykimutatás:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Export • Import • Külkereskedelmi egyenleg <p>Ráta-elemzés</p> <ul style="list-style-type: none"> • Eladósodottsági mutató: <ul style="list-style-type: none"> ◦ külső adósság/GDP • Kamatfedezet <p>Vállalatfinanszírozási elvek:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Lejáratil illeszkedés elve • Tőkeköltségvetési elvek (a reálgazdasági alrendszerben érvényesül csak) <p>Pénzügyi ellehetetlenülés</p>
Különbségek	
<i>Vállalat</i>	<i>Nemzetgazdaság</i>
<p>Gazdasági entitás</p> <p>Tőkestruktúra:</p> <ul style="list-style-type: none"> • A részvénytőke megóvásának elve hitelezői elvárás • A részvénytőke reziduális követelés az eszközökkel szemben a kötelezettségek után a rangsorban <p>Tőkeköltségek:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kamatfizetés működési profitból • Kamat/működési profit ráta • A kamatfizetés mint pénzáram prioritása az osztalékfizetés felett. 	<p>Gazdasági és társadalomgazdasági entitások halmaza</p> <p>Tőkestruktúra:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Az FDI megóvásának elve nem hitelezői elvárás • Az FDI nem reziduális követelés a nemzetgazdaság eszközeivel szemben a külső adósságállomány után <p>Tőkeköltségek:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kamatfizetés exportból (árbevételből) • Kamat/export ráta • A külső adósság utáni kamatfizetés nem élvez prioritást a profitrepatriálás előtt.

3. A nemzetgazdaság külső tőkestruktúrája

Magyarország külső tőkestruktúrája a hetvenes években dominánsan külső adósságállományt foglalt magában, a rendszerváltás után a vegyes finanszírozás vált meghatározóvá a külföldi működőtőké-akkumuláció révén.

3.1. A külső adósság komponens

A forrásként külföldről beáramló kölcsöntőke az eszköz oldalon a hetvenes évek első felében szerepet játszott a gazdaságszerkezet átalakításában, valamint az eszközként a mérlegkimutatásba be nem épülő fogyasztás finanszírozásában. A forrásfelhasználásban problémát okozott, hogy egyrészt a külső kölcsöntőke többségében nem hatékony beruházási projektekbe irányult, másrészt jövedelemfinanszírozási formát is öltött. E két folyamat eredőjeként már a nyolcvanas években adósságszolgálati nehézségek jelentkeztek, a külső tőkeszerkezet kölcsöntőke-komponense után fizetett kamat már önmagában is fokozta az eladósodást, miközben a fogyasztás-finanszírozási motívum erősödött, és elmaradt az a fajta gazdasági szerkezetváltás, amivel a nyugati piacgazdaságok az olajválságokra és a rákövetkező recesszióra választottak. Mindezek révén az ország adósságszolgálati képességének alapja sebezhetővé vált. A külső eladósodás hátterében tehát mindenekelőtt versenyképességi problémák voltak a hetvenes-nyolcvanas években, míg az utóbbi évtizedben legfőképp a fogyasztói túrelmetlenség, s a masszív költségvetési deficit jelölhető meg a bajok forrásaként.

3.2. A külföldi működőtőke komponens

A magyar gazdaság modernizációjában a transznacionális vállalatoknak meghatározó a jelentőségük a rendszerváltás óta. A hazai fejlesztési stratégia kettős célt követett; egyrészt célul tűzte ki a globális működésű transznacionális termelési hálózatok-láncolatok lokális integrálását, másrészt törekedett arra, hogy a hazai termelési struktúrát integrálja és csatlakoztassa a világméretű hálózatok különböző termelési

fázisaihoz. A külföldi működőtőke vonzását elősegítő gazdaságpolitikai stratégia a nemzetgazdasági külső forrászerkezetben olyan részvénytőke-alapú tőkeelem fogadását segítette elő, ami a makroszintű vállalati párhuzamok értelmében hatékonyan működtetett tőkeként hasznosult, ez pedig mérhető a beruházásokban, a termelésben, a jövedelmezőségben, a foglalkoztatásban, a külkereskedelemben és a GDP-ben bekövetkezett növekedésben.

Az FDI-ra alapozó fejlesztési stratégia azonban kétségtelen eredményei mellett feszültségókok forrása is lett, hiszen a hazai gazdasági növekedés egyoldalú függőségi viszonyba került a transznacionális vállalatok növekedési dinamikájával, mely nem teijedt ki a gazdaság egészére, a fejlődés eredményei a preferált szektorokon belül maradtak, ami a transznacionális vállalatok által uralt növekedési szigetek kialakulásához vezetett, fokozva - a növekedés heterogenitása és a hazai gazdaságpolitika torzulása miatt - a strukturális, jövedelmi és regionális polarizációt.

3.3. A kölcsöntőke- és részvénytőke-komponensek kölcsönhatása

A makroszintű tőkestruktúra két eleme közötti kapcsolatot, belső interakciót az alábbi csomópontok mentén elemzi végig a dolgozat:

- « a globális tőkeáramok magyarországi felhalmozódása és a nyugati kamatteljesítő megtérülési szintek viszonya,
- a súlyos eladósodottság mint a külföldi működőtőke-beáramlás katalizátora,
- a világbanki hitelnyújtás és a későbbi külföldi részvénytőke-import összefüggései,
- a privatizáció mint részleges és áttételes kölcsöntőke-részvénytőke konverzió,
- az export-vezérelt FDI szerepe az adósságszolgálatban,
- a tulajdonosi hitelek és a dominánsan külföldi tulajdonba került bankrendszer hatása a külső eladósodásra,
- ® az FDI-okozta regionális és jövedelem-polarizáció által a külső eladósodásra kifejített nyomás,
- a külföldi működőtőke a külső adósságot helyettesítő és kiegészítő jellege,

- a folyó fizetési mérleg mint kapocs a külső adósság és a közvetlen külföldi tőkebefektetések között, és
- a teljes makroszintű külső finanszírozási struktúra tőkeköltése, annak megtérülési vetületei.

4. Az értekezés hipotézisei és újszerű eredményei

1. hipotézis: A külső adósság és a külföldi működőtőke közötti kapcsolatot igazoló teóriák és nemzetközi tapasztalati tények a magyar gazdaság kilencvenes évekbeli folyamataival is bizonyíthatók.

Az értekezés több, a nemzetközi szakirodalomban ismert elmélet hazai alkalmazhatóságát tekintette át, s párhuzamokat mutatott ki. A „debt overhang” (túlzott eladósodottság) jelenség markáns tüneteinek tekinthető, hogy a nyolcvanas években visszaesett a beruházási dinamika, lassult a GDP-növekedés, megugrott a hivatalos hitelezők finanszírozói aktivitása, részükről nőtt a kényszerhitelezés, valamint a magánhitelezők felől pedig megjelent a hitelporciózás. Az ország - súlyos eladósodottsága ellenére - a krízisek idején az adósságintolerancia semmi jelét sem mutatta, viszont hangsúlyozni kell, hogy a nemzetközi pénzügyi világ szerepe nem elhanyagolható abban, hogy válságok alatt a nyújtott hitelek segítették az országot a nemfizetés kockázatának elkerülésében. Az adósságintolerancia hiánya később előnyé vált, mivel erősítette a külföldi befektetők bizalmát az ország iránt, ezáltal fokozta az FDI-akkumulációt. A két tőkekomponens további belső interakcióját jelzi, hogy Aizenman modelljével [2005] összhangban a közvetlen külföldi tőkebefektetések előtt hazánkban is a fokozódó adósság hatására nyíltak meg a kapuk, nem véletlen, hogy Magyarország a régióban az elsők között volt a nyugati tőke fogadását elősegítő lépések megtételében. A nyolcvanas évek végén, valamint a transzformációs válság alatt romló adósinősítés és a közvetlen külföldi tőkebefektetések beáramlása közötti, Albuquerque hipotézise [2003] által leírt kapcsolat is visszaköszön, amikor a kilencvenes évek közepének adósságválsága és a nagyprivatizációs szakasz tőkebeáramlása összefonódott, melyre egyben illik Krugman „fire sale FDI” [1998] gondolata is. így elmondható, hogy

Hausmann és Fernandez-Arias [2000] állítása, miszerint a külföldi működőtőké jelenléte nem feltétlenül az adott gazdaság egészségének fokmérője, hazánkra is igaz. Bár a pénzügyi krízisek a külső adósság által felvetett lejáratí illeszkedési probléma létezésére utaltak, melynek kezelése két irányban mutatkozott meg az évtizedek alatt: egyrészt az adósság csendes átütemezésének stratégiájában, másrészt a permanens tőkének számító, tehát lejáratíval nem terhelt tőkebevonásban, azaz a közvetlen külföldi tőkebefektetések fogadásában, melyek egyaránt csökkentették a likviditási válság kockázatát, de meg nem szüntették azt, hiszen a külföldi működőtőke nem tekinthető „lecövekelt” tőkeforrásnak a magyar gazdaságban sem

2. hipotézis: A külső eladósodás és a külföldi működőtőke között az elméleti kereteken kívül további közvetlen és közvetett összefüggések mutathatók ki, melyek alátámasztására a magyar tapasztalatok alkalmasak.

Nyilvánvaló, hogy a súlyosbodó külső eladósodás a külföldi működőtőke beáramlás katalizátora lett hazánkban. A nemzetközi pénzügyi szervezetek - mint például a Világbank - hitelezési aktivitása hatására a nyolcvanas években és a transzformációs válság alatt olyan intézményi reformok és projektek valósultak meg, melyek előkészítették a későbbi közvetlen külföldi tőkebefektetések fogadási környezetének kiépítését és befektetési célpontjainak megalapozását. Bizonyos szempontból a privatizáció több áttételen keresztül ható, részleges kölcsöntőke-részvénytőke konverzióknak fogható fel, de emellett a külföldi működőtőke beáramlásának másik fő formája a zöldmezős beruházások lettek. A beáramlott, export-vezérelt külföldi működőtőké révén könnyebbé váltak az ország számára a külső adósság terhei; az exportpotenciál felfutása pedig nem csak az adósságszolgálat teljesítését segítette elő, hanem az FDI-hoz kapcsolódó tőkehasználati díj kitermelését is. A privatizációs bevételekből jutott forrás előtörlesztésre, így csökkent az adósságállomány, közben javult az ország adósságszolgálati képessége és hitelminősítési besorolása is, melyek révén a külföldi működőtőké utat nyitott a külső eladósodás újbóli megindulása előtt. Az éves külföldi működőtőke-beáramlás ugyanakkor sebezhetőségi pont is a nemzetgazdaság számára, mert ha nem fedezi a folyó fizetési mérleghiányt, akkor fokozódhat az ország külső eladósodása, miközben a közvetlen külföldi befektetések maguk is növelik a

nemzetgazdaság külső eladósodottságát részben a tulajdonosi hitelek révén, részben pedig a magas külföldi tulajdoni hányaddal rendelkező pénzügyi szektor külföld és belföld között zajló forrásközvetítő szerepe révén. Ezen felül a külföldi működőtőké okozta területi és jövedelem-polarizáció olyan kihívásokat jelent a magyar állam számára, melyek megoldási kísérletei további külső eladósodást indukálhatnak. Ráadásul a külföldi működőtőké tovagyűrűző hatásának pozitív externáliáit a külföldi tulajdonosok intemalizálni próbálják transzferárak, licenck és tanácsadói díjak formájában, melyek végső eredője tovább csökkenti az ország forrásait, így hat az eladósodásra.

A makroszintű kölcsöntőke és részvénytőke egymásba fonódása miatt fontossá válik, hogy a két tőkekomponens elemzése ne egymástól izoláltan történjen. A piacgazdasági átmenet óta volt példa külső eladósodás indukálta külföldi működőtőke-beáramlásra, a felhalmozott és hatékonyan működtetett külföldi működőtőke-állomány által lehetővé tett újbóli eladósodásra is, hosszabb távon viszont bármikor felvetődhet a külső eladósodás generálta FDI-kiáramlás veszélye is.

3. hipotézis: *A nemzetgazdaság külső finanszírozása vizsgálható vállalati analógia alapján is olyan feltevéssel, hogy a makrogazdaságba bevont források minden egységével szemben megtérülési követelmény állítható.*

Az értekezés vállalati kölcsöntőke-részvénytőke alapú tőkestruktúrát párhuzamba állította a nemzetgazdaság makroszintű tőkestruktúrájának külső adósság - külföldi működőtőké relációjával.

A piacgazdasági átmenet óta az országba beáramló tőkeforrások visszatükrözik a Razin és szerzőtársai [1998] által a nemzetközi tőkeáramokra átültetett, de a vállalatfinanszírozási szakirodalomból ismert hierarchia-elmélet főbb jellegzetességeit. A magyar tőkestruktúrán belül a hierarchia-elméletnek megfelelően a finanszírozási forma választásának rangsorában az első helyen a külföldi működőtőké áll (vállalati megfelelője a visszatartott profit), mely nem meglepő annak tudatában, hogy az 1995 és 2004 között Magyarországra beáramlott külföldi működőtőké több mint fele újrabefektetett nyereség és tulajdonosi hitel volt. A tulajdonosi hitel - kölcsöntőke-jellegénél fogva - átmenetet képez a hierarchia-elmélet rangsorának második eleme, a kőtvényportfolió-befektetések (vállalati szinten a kölcsöntőke) felé. A harmadik helyen

álló részvényportfólió-befektetések (vállalati szinten az új részvénytőke) jelentőségükben és mennyiségükben sosem érték el az előző két komponenset.

Vállalatfinanszírozási elv alapján a forrásjuttatók részére tőkehasználati díjat kell fizetni, mely nemzetgazdasági szinten is megjelenik kamat és repatriált profit formájában. A működési hatékonysági kritériumként használt külkereskedelmi egyenleg az elmúlt több mint harminc évben nem volt képes kitermelni a külső finanszírozási struktúra tőkeköltését, a kamatfedezeti ráta az évek többségében negatív volt, vagy ha mégis pozitív volt, akkor sem érte el a tőke használati díja által támasztott fedezeti pontot. A makroszintű külső forrásstruktúra hosszú távú fenntarthatósága megkövetelné, hogy a nemzetgazdaság egészével szemben is megfogalmazódjék tőke megtérülési elvárás, s ne csak annak egyik, kemény költségvetési korlátok között működő, alrendszerében működő gazdasági aktorok aggregált teljesítményével szemben.

4. hipotézis: Magyarországon a külföldi adósságállomány és a külföldi működőtőké-állomány megtérülési sajátosságai eltérőek, az utóbbi teljesítménye azonban nem nyújt korlátlan fedezetet az előző tőkeköltésére.

A tervgazdasági időszak alatt a külső adósság egy része tőkeként hasznosult, megtérülésében azonban nem hatékony beruházási projekteket finanszírozott, másik részét viszont nem tőkeként fektették be, hanem fogyasztást finanszírozott. Az országba érkezett *kötetlen külföldi befektetések tőkeként hasznosultak*, produktív beruházásokat finanszíroztak, exportot generáltak, növelték a termelékenységet és többlet jövedelmezőséget értek el, csakhogy a gazdasági tevékenységek hozadéka fölötti döntés tulajdonosi kompetenciakörbe tartozik. Ezzel szemben a kilencvenes évektől a vállalati szférán kívül álló aktorok - állam, lakosság, üzleti bankok - fokozódó forrásfelszívása révén az országba beérkező *külföldi adósság jelentős része nem tőkeként hasznosult*, hanem fogyasztásra (jövedelemfinanszírozásra) fordítódott, illetve lassan megtérülő infrastrukturális beruházásokat finanszíroz, vagyis a külső adósság jövőbeli terheinek viseléséhez a termelő alapok hozamai elégtelenek lehetnek. Ennek következtében az adósságszolgálat viselése a mindenkori külföldi működőtőké által generált export-potenciálra hárul, melynek Achilles-sarka, hogy szerkezetében nagymértékben koncentrált és nyugati konjunktúra-függő.

A közvetlen külföldi tőkebefektetések profitabilitását hazánkban is növelték azok a proaktív finanszírozási stratégiák, melyeket a Oxelheim és szerzőtársai a finanszírozási tényezőkkel bővített OLI-paradigma elemei közül a telephely köré csoportosítottak, nevezetesen a részükre nyújtott adókedvezmények, az alkalmazott transzferárak, a tőkeköltések csökkentésére való törekvések - melynek egyik eleme, hogy a többi forráshoz képest az alacsonyabb megtérülési követelmények mellett nyújtott tulajdonosi hitelezés megnövekedett a hazai vállalatokkal szemben megmutatkozó globális forrásszerzési előnyök és a kedvezőbb hitelképesség.

Szűken értelmezett profitabilitási szempontból, az országba érkezett FDI-állományon elért tulajdonosi összjövetelemből, a tulajdonosi hitelek és a repatriált profit levonása után nem marad akkora rész, ami még a makroszintű külső tőkestruktúrában szereplő másik komponens, a kölcsöntőke használati díját, azaz kamatát fedezné. Tágabb forrásáramlási megközelítésben a külföldi működőtőké által okozott külkereskedelmi mérlegdeficit, a megfizetett tulajdonosi kamat plusz osztalék együttes forráskiáramlási összegét 2001-től már nem ellentételezi az éves bruttó működőtőke-import, amit még tovább súlyosbít a fent említett tanácsadói díjak és licencek nehezen számszerűsíthető kifelé irányuló transzfere.

5. hipotézis: Néhány előző hipotézisből adódóan a nemzetgazdaságban lényegében folyamatosan érvényesül az eladósodásra való hajlam.

Az eladósodási hajlam több tényezővel is megragadható Magyarországon: a külkereskedelmi egyensúlyhiány - néhány év kivételével - szinte permanens finanszírozási igényt támasztott és támaszt napjainkban is, az államháztartási túlelosztás állandósult forrásbevonási szükségletet indukált, a külföldi forrásjuttatóknak fizetett átfogó tőkehasználati díj maga is fokozta az eladósodást, az ország belső forrásteremtő képessége tehát nem elegendő a modernizációs deficit leküzdéséhez. A hetvenes évektől kezdve nem a hazai magántulajdon szerves akkumulációján alapuló fejlődés lett a gazdaság motorja, hanem a külföldi forrástulajdonosok által nyújtott friss tőkére alapozott növekedés. A külső - kölcsöntőke- és részvénytőke-alapú - forrásbevonás főbb mozgatórugói között tehát a növekedéspótlás és produktivitásbeli problémák leküzdése állt és áll ma is.

6. hipotézis: *A reálgazdaságon kívüli társadalomgazdasági alrendszerek hatékonyságavarai közvetlen hatással vannak az eladósodásra és a nemzetgazdaság teljes külső tőkestruktúrájának átfogó megterületési nehézségeire.*

A külföldi finanszírozási struktúra a reál- és nem reál-szféra folyamatainak együttes lenyomata. A kilencvenes évektől a reálgazdaságot jelentős mértékben a külföldi működőtőke látta el forrásokkal, míg az államháztartás külső finanszírozási igényét pedig számottevően a külföldi kölcsöntőke elégítette ki. A külföldi működőtőke hozadékai révén azonban nem képződik akkora diszkrecionális többlet, ami az állam túlköltekezését ellensúlyozná. A társadalomgazdaság reálgazdaságon kívüli alrendszereiben (oktatás, egészségügy, védelem, nyugdíjrendszer, állam- és közigazgatás, környezetgazdaság) véghez nem vitt strukturális modernizáció hiánya miatt egyre nagyobb forrástömeg kell az elmaradt szerkezet fenntartásához. A gyorsuló külső eladósodás a gazdaságon kívüli alrendszerek modernizációs deficitje miatt is történik. Bizonyos határon túl a költségvetésbe centralizált források aránya és tömege a gazdaság versenyképességének romlását idézheti elő. A globalizáció eredményeként kiszélesedett áru- és tőkeáramlás mellett elvesztette jogosultságát a magas adókon és növekvő állami újraelosztáson alapuló gazdaságpolitika.

A hazai gazdasági és társadalmi folyamatokat finanszírozó ösztőke gyors növekedése ugyanakkor rámutat a társadalomgazdasági működés sajátos dualitására. A kilencvenes évek elején a reálgazdasági alrendszerben lényegében önfinanszírozó köráram működött, amely a kemény költségvetési korlát elvárásainak megfelelően kitermelte a külföldi működőtőke repatriált profitban és tulajdonosi hitelkamatban megtestesülő igénybevételi díját, s az éves külföldi működőtőke-import finanszírozta a tőkehasználati díjat és a külföldi tulajdonban lévő vállalatok okozta külkereskedelmi deficitet. Ez a tőkemegtérületési és finanszírozási köráram azonban a külföldi működőtőke-beáramlás az utóbbi években már nem tekinthető önfinanszírozónak, így maga is adóssággeneráló lett. A reálgazdasági köráram nem képes a kormányzati-költségvetési szektor túlelosztási következményeinek kompenzálására, a gazdaságon kívüli alrendszerek modernizációs deficitjének csökkentésére. Az elmúlt másfél évtizedben végbement piac- és versenyképességi alapú hazai modernizáció ellentmondásos voltára

mutat rá, hogy igazán piackonform reform és szerkezeti modernizáció csak a reálgazdaságban ment végbe a külföldi működőtőkék döntő szerepének köszönhetően, a társadalomgazdaság többi alrendszerében azonban nem.

Az értekezés témakörében közölt publikációk

- [2006]: A makroszintű külső tőkestruktúra Közép-Kelet-Európában és a Baltikumban, *Európai Tükör*, (megjelenés alatt)
- [2005]: Kelet-Európa, Kelet-Közép-Európa és Magyarország külső eladósodásának összehasonlítása. *Külgazdaság*, XLIX. évfolyam, 2005/7-8., 47-60. o.
- [2005]: A külföldi működőtökék szerepe a nemzetgazdaság külső finanszírozásában, *Fejlesztés és Finanszírozás*, 2005/2, 54-65. o.
- [2005]: Magyarország külső finanszírozástól való függése, *Competitio*, IV. évfolyam, 1. szám, 145-156. o.

Egyéb publikáció

- [1997]: A Baranya megyei privatizáció, *Tér és Társadalom*, 1997/2, 83-96. o.

A téziszűzetben hivatkozott irodalom

- Aizenman, Joshua [2005]: Opposition to FDI and financial shocks. *Journal of Development Economics*, Volume 77, Issue 2, August, pp. 467-476
- Albuquerque, Rui [2003]: The composition of international capital flows: risk sharing through foreign direct investment. *Journal of International Economics*, Volume 61, Issue 2, December, pp. 353-383.
- Aliber, Róbert Z. [1970]: The Theory of Foreign Direct Investment In: C.P. Kindlegerber (editor): *The International Corporation: A Symposium*. Chapter 1. MIT Press, Cambridge, MA.
- Bevan, Alan A. - Saul Estrin [2004]: The determinants of foreign direct investment into European transition economies. *Journal of Comparative Economics*, Volume 32, Issue 4, December, pp. 775-787.
- Borensztein, Eduardo [1989]: Debt Overhang. Credit Rationing and Investment. IMF Working Paper, WP/89/74.
- Borio, Claudio - Frank Packer [2004]: Assessing new perspectives on country risk. *BIS Quarterly Review*, December, pp.47-65.

- Brenton, Paul - Francesca Di Mauro - Matthias Luecke [1999]: Economic Integration and FDI: An Empirical Analysis of Foreign Investment in the EU and in Central and Eastern Europe. *Empirica*, Volume 26. No. 2, pp. 92-121.
- Catão, Luis - Sandeep Kapur [2004]: Missing Link: Volatility and the Debt Intolerance Paradox. IMF Working Paper, WP/04/51.
- Cole, Harold L. - William B. English [1991]: Expropriation and Direct Investment. *Journal of International Economics*, Volume 30. pp. 201-227.
- Deshpande, Ashwini [1997]: The debt overhang and the disincentive to invest. *Journal of Development Economics*, Volume 52, Issue 1, February, pp. 169-187
- Dunning, John [1993a]: *Multinational Enterprises and the Global Economy*. Addison-Wesley, Reading, U.K.
- Dunning, John [1993b]: *The Theory of Transnational Corporations. Volume 1. The United Nations Library on Transnational Corporations*. Routledge, U.K.
- Eichengreen, Barry - Ricardo Hausmann - Ugo Panizza [2003]: Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters. NBER Working Papers No. 10036.
- Eichengreen, Barry - Ricardo Hausmann [1999]: Exchange Rates and Financial Fragility. NBER Working Papers No. 7418.
- Evrensel, Ayse Y. [2004]: Lending to developing countries revisited: changing nature of lenders and payment problems. *Economic Systems*, Volume 28, Issue 3, September, pp. 235-256
- Fernández-Arias, Eduardo – Ricardo Hausmann [2001]: Is foreign direct investment a safer form of financing? *Emerging Markets Review*, Volume 2, Issue 1, 1 March, pp. 34-49
- Hausmann, Ricardo – Eduardo Fernández-Arias [2000]: Foreign Direct Investment: Good Cholesterol? *Inter-American Development Working Papers*, WP-417, March.
- Hennart, Jean-François [1991]: The Transaction Cost Theory of the Multinational Enterprise. In: *The Nature of Transnational Firm*. Edited by C. Pitelis and S. Sugden, Routledge, London.
- Hymer, S. H. [1960]: *International Operations of National Firms. Study of Direct Investment*. Ph.D. Thesis. MIT Press.
- Krugman, Paul [1988]: Financing vs. Forgiving a Debt Overhang. *Journal of Development Economics*, Volume. 29, Issue 3, November, pp. 253-68
- Krugman, Paul [1998]: Fire Sale FDI. <http://web.mit.edu/krugman/www/FIRESALE.htm>. Letöltve: 2005-07-24.
- Lane, Philip R. - Gian Maria Milesi-Ferretti [2000]: External Capital Structure: Theory and Evidence. IMF Working Paper, WP/00/152.
- Lane, Philip R. - Gian Maria Milesi-Ferretti [2001]: The External Wealth of Nations: Measure of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries. *Journal of International Economics*, Volume 55, Issue 2, December, pp. 263-294
- Oxelheim, Lars - Trond Randøy - Arthur Stonehill [2001]: On the treatment of finance-specific factors within the OLI paradigm. *International Business Review*, Volume 10, Issue 4, August, pp. 381-398.
- Razin, Assaf - Efraim Sadka - Chi-Wa Yuen [1998]: A pecking order of capital inflows and international tax principles. *Journal of International Economics*, Volume 44, Issue 1, 1 February, pp. 45-68
- Reinhart, Carmen M. - Kenneth S. Rogoff - Miguel A. Savastano [2003]: Debt Intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity*, Issue 1, pp. 1-74.
- Rugman, Alan M. [1980]: A New Theory of the Multinational Enterprise: Internationalization versus internalization. *The Colombia Journal of World Business*. Volume 15. Issue 1.
- Vernon, Raymond [1966]: International Investment and International Trade in the Product Cycle. *Quarterly Journal of Economics*, Volume 90.

