BÉLYÁCZ IVÁN

Privatizáció, tőkehiány, egyensúlyi zavarok

A privatizáció lendületvesztésének valódi okai

Az állami költségvetés számára készpénzes bevételt, a privatizált társaságok számára tőkebevonást ígérő tulajdonosváltás már csak a közművek és a pénzintézetek eladásával érhető el. Eddig külföldi szakmai és pénzügyi befektetői részvétellel mintegy négyszáz vállalat került részben vagy teljesen magántulajdonba. A feldolgozóipar, a kereskedelem és a szolgáltatás olyan társaságai találtak új gazdára, amelyek viszonylag gyors tőkemegtérülést, biztos piacot és relatíve jó versenyképességű üzleti egységeket biztosítottak az új tulajdonos(ok) számára. A fizetőképes privatizációs kereslet megcsappanása azt mutatta, hogy a felkínált vállalatok – befektetői szempontból – perspektivikus darabjai elkeltek, a vevői érdektelenség a kínálat szegénységére utal.

A közművek és pénzintézetek kilátásba helyezett privatizációs meghirdetése a felületes szemlélődő számára csak a költségvetés privatizációs bevételi tervének teljesülése oldaláról érdekes. Ugyanakkor az új kormányzati privatizációs elvek rögzítik a szóban forgó üzleti társaságok részvényeinek elidegeníthető hányadát. A nyilvánosságra hozott tartós állami részvényhányad-értékek kevés kétséget hagynak afelől, hogy a hazai közművekben a részvények felét-háromnegyedét kitevő többségi külföldi tulajdoni részesedés is kialakulhat. Megfelelő befektetői érdeklődés esetén a külföldi tőke mai egyhatodos tulajdonosi részesedése akár megkétszereződhet. Az új tulajdonosi arányokból messzemenő következtetéseket aligha vonhatunk le, a jelenség mélyreható elemzése mégsem minden haszon nélkül való.

A piacgazdasági átmenet eddig eltelt időszakában az egymást váltó kormányzatok a költségvetési bevétel növelése és a társasági tőkebevonás fokozása reményében ajánlották megvételre a korábban kizárólagos állami tulajdonban volt üzleti vállalkozásokat. Míg a privatizálásra szánt társaságok részleges vagy teljes értékesítésekor kapott bevétel egyszer jelentkező jövedelem lehetett, addig az új tulajdonos(ok) kezébe került cég tőkegyarapítása elvileg folyamatosan történhetett. Az igazán szerencsés körülmény az lehetett volna, ha az egyszeri bevétel is tőkévé válik, s a társasági tőkebevitel folyamatosságára is számítani lehet. Ezzel szemben az elmúlt öt év készpénzes privatizációs bevételei (mintegy félezer milliárd forint értékben) nem válhattak tőkévé, mert szinte kizárólag folyó állami és társasági kiadásokat finanszíroztak. Emellett kifejezetten riasztó az a tény is, hogy az elmúlt években a várt privatizációs bevételek mechanikusan beépültek az állami költségvetés bevételi oldalába. A privatizáció lezártával a tétel majd – minden átmenet nélkül – kiesik, tovább fokozva az egyébként sem csekély költségvetési gondokat.

A mindenkori kormányzati privatizációs koncepció kimondva vagy kimondatlanul abban a reményben fogant, hogy a társaságait magántulajdonba adó tőkeszegény állam egyszerre több gondot is megold cégei privatizálásával. Az e tekintetben legbecsvágyóbb várakozások az új tulajdonos kezébe került társaság tőkésítésére vonatkoztak. A hazai privatizáció irányítói mindvégig abban a hiszemben voltak, hogy az új – általában külföldi – tulajdonos a társaság megvételére költött összegen túl jelentős tőkebevonás finanszírozására is hajlandó (képes). Persze könnyen illúziók rabjai lehetünk, ha nem kezeljük elfogulatlanul a befektetők üzleti indítékait. Az új tulajdonosok – legyenek akár szakmai vagy pénzügyi befektetők – a privatizációs tranzakcióra fordított tőkéjük hosszabb távú megtérülésében érdekeltek. Ennek ismeretében hibás minden olyan megfontolás, amely a tulajdonosváltás egész folyamatát csak az állami tehercsökkenés szempontjából tartja fontosnak.

Nem kevés naivitás kellett annak feltételezéséhez, hogy a vállalatait értékesítő állam bevételhez jut a priva-

dr. Bélyácz Iván egyetemi tanár a JPTE Közgazdaságtudományi Karán

tizáció révén, ezután az új tulajdonos jelentős tőkeemelést hajt végre, s végül a jövedelmezővé tett üzleti társaság hozamvételi forrás lesz az állami költségvetés számára. A vállalatvásárlás és -feljavítás így kigondolt karitatív módszere természetesen sehol a világon nem lenne működőképes. Az üzleti vállalkozások tulajdonlásának és működtetésének nemzetköziesedése eddig ismeretlen dimenziót épít a globalizáció folyamatához éppen társuló nemzetgazdaságok tőke- és jövedelemmozgásának alakításába. A külföldi tulajdonos kezébe kerülő társaság – különösen szakmai befektető jelentkezése esetén – üzleti egységként betagozódik a szakmai tulajdonos otthoni vállalkozásainak mérleg- és elszámolási rendszerébe. A tulajdonosváltást követően a privatizált társaság tőkemérlege, jövedelem kimutatása és cash flow beszámolója kétirányú tranzakciók révén alárendelődik az anyavállalat elszámolási, adózási és tőkegazdálkodási érdekeinek.

Ez az oka annak, hogy a privatizáció és a zöldmezős működőtőke-behozatal révén a globalizációba újonnan bekapcsolódó gazdaságok a tőke- és jövedelem transzfer szerepének növekedésével úgymond kinyílnak és fokozottan sebezhetővé válnak. A magyar nemzetközi fizetési mérleg tartóssá vált egyensúlyi zavarait is csak részben magyarázzák a magas adósságszolgálati terhek, a fő ok a fizetési kapcsolatok globalizálódásából adódó sebezhetőség.

Joggal merülhet fel a kérdés, hogy miért is tulajdonítunk ily nagy jelentőséget az állami bevételek mélyreható pozícióváltozásának. Azért, mert a magángazdaság részarányának jelentős növekedésével, a külföldi tőketulajdon megjelenésével, a gazdaság nyitottságának fokozódásával az állami költségvetés üzleti szférából származó bevételei – arányukat tekintve – jelentősen megcsappannak. Erre a jelentős átrendezésre többek között a magyar gazdaság sem készült fel.

A gondok súlyának felméréséhez a tőke- és jövedelemmozgások indítékait és természetét kell megértenünk. A külföldi szakmai és pénzügyi befektető számára csak úgy éri meg egy másik gazdaság vállalatában tulajdont szerezni, ha vagy annak folyó működését, vagy a befektetés révén nyert üzleti érdekeltséget sikerül saját üzleti stratégiájába illesztenie. A multinacionális vállalatok működésének ismert sajátossága, hogy a több országot átfogó tőke- és jövedelem-áramlási folyamatok fölött az egyes nemzetgazdaságok nem gyakorolhatnak minden részletre kiterjedő kontrollt. Az érdeklődés előterében általában a profit repatriálhatósága áll, holott ez napjainkra sokat vesztett stratégiai jelentőségéből. A nemzetközi vállalatok még a profit realizálása előtt olyan tőke- és jövedelemtranszferek sorát hajthatják végre, amelyek révén a tulajdonukban levő vállalatból, vagy éppen annak javára, igen jelentős tőke- és jövedelemelszívást, illetve -juttatást is eszközölhetnek.

A privatizáción és a zöldmezős működőtőke-bevonáson keresztül az utóbbi néhány évben beáramlott 7-8 milliárd dolláros összeget többnyire megkérdőjelezhetetlen sikermutatóként szokták emlegetni. A nagy terhekkel járó hiteleknél lényegesen kedvezőbb tőkebevonás azonban nem ajándék. Azt jelenti, hogy ennek révén üzleti társaságok ezrei bekerülnek a tőke- és jövedelemáramlás nemzetközi folyamataiba.

A tőkebevonás, egy multinacionális vállalat struktúrájába történő betagozódás azonban sohasem egyoldalú és statikus. Megalapozott becslések arra mutatnak, hogy az említett tetemes működőtőke-bevonással szemben ugyanezen idő alatt – a nemzeti elszámolás által nem regisztrált – csaknem azonos összegű tőke- és jövedelemkiáramlás is végbement. E többnyire nem legális folyamat döntően a vegyes vállalatok és külföldi tulajdonos által működtetett cégek tranzakcióin keresztül ment végbe. Minden ellentétes felfogással szemben úgy véljük, hogy ez nem büntetőjogi probléma, hanem a globalizálódó üzleti kapcsolatok alig kikerülhető következménye.

A globalizáció következményei

Társaságaink sikeres átstrukturálódásában reménykedve sem feledkezhetünk meg arról, hogy az üzleti tevékenységek nemzetköziesedése – különösen rövid távon – idehaza inkább hátrányokkal jár. A külföldi szakmai befektető megjelenése együtt jár saját kinti áruinak és szolgáltatásainak behozatalával, anyaországi üzleti kiadásainak itteni elszámolásával, az innen származó javak exportbevételeinek kinti hasznosításával. Mondhatjuk erre, hogy a külföldi tulajdonos csak piacot akart venni, indokolatlanul sok ráfordítást számol el az itthoni mérlegekben és így tovább. E hátrányos jelenségeket egyoldalúan még akkor sem ítélhetjük el, ha tudjuk, hogy ezek következtében a gazdaságban keletkezett új érték egy része nem itthon jelenik meg. Mindaddig, amíg nem teremtjük meg a magántőke-kivitel legalizált formáit, addig a tőke- és jövedelem-kiáramlás illegális útjai használatosak maradnak.

A leírtak az elmúlt fél évtized tapasztalatain alapulnak, említésüknek igazán a közművek és a pénzintézetek tervezett privatizációja ad aktualitást. Ha a versenyszféra vállalatainak külföldi tulajdonosok kezébe kerülése a fent említett tanulságokkal szolgál, akkor különös jelentőségű lehet a hazai természetes monopóliumok külföldiek magántulajdonába adása is. Minthogy a potenciális vevők tisztában vannak a közművek kiárusítására kényszerülő állam szorult helyzetével, a vételár minden határon túl történő leszorításában lesznek érdekeltek. Ami viszont a reménybeli beruházásokat illeti, az új tulajdonos annyi pótlólagos befektetést vállalhat, amennyi a vételárral együtt megnyugtató megtérülést biztosít. Nyilvánvalóan esély van a közművekbe irányuló jelentős beruházásokra, garancia azonban nincs. E nagyon várt beruházások el is maradhatnak, ha az új tulajdonosok elvárt hozamrészesedése a termelő tőke hosszabb távú megőrzése nélkül is biztosítható lesz.

A közművek résztulajdonának buzgó kínálgatása közepette azt is észre kellene venni, hogy míg a korábban privatizált feldolgozóipari és kereskedelmi cégek többé-kevésbé bizonytalan piacú üzleti egységek voltak, addig a közművek esetében biztos piacú természetes monopóliumok eladására kerül sor. Ezáltal állami helyett privát monopóliumok jönnek létre. A tartósan biztos piac még viszonylag mérsékelt éves jövedelmezőség mellett is stabil tőkeértéket ígér tulajdonosának, s olyan évközi cash flow egyenleget, amely nagy tételben kamatoztatható. Az új, vélhetőleg külföldi tulajdonosok nyilvánvalóan részesedni kívánnak a közművek járadék-jövedelméből is, így e társaságokon keresztül minden eddigit meghaladó összegű tőke- és jövedelem-kiáramlás történhet gazdaságunkból. A multinacionális vállalatok által uralt üzleti világban természetes jelenség, hogy egy adott országban realizált jövedelem újrabefektetése másik gazdaságban történik. Könnyen előfordulhat az is, hogy a hazai közművek működtetése során nyert források másutt hasznosulnak.

Az újabb privatizációs nekibuzdulás idején azért szükséges figyelmeztetnünk a korábban ismeretlen tőke- és jövedelem-tranzakciók kockázataira, mert az új helyzetben az aggregált tőkeegyenleg akár negatív is lehet, vagyis a gazdaságunkból kifelé irányuló tőke és jövedelem összege nagyobb a beáramló tőkénél.

Aligha igényel bővebb magyarázatot a fentebb említett jelenség, már ami a tőkeáramlás irányát illeti. A tőke- és jövedelem-transzfer irányát nyilvánvalóan a mindenkori többségi tulajdonos határozza meg. Alapvető nemzetgazdasági érdek ahhoz fűződik, hogy a gazdaságból kiáramló tőkét és jövedelmet legalább ugyanakkora tőkebevonás ellentételezze. Az állam képviseletében fellépő kormányzat a dinamikus egyensúly megőrzése érdekében akkor teszi a legtöbbet, ha folyamatosan vonzó befektetési lehetőséget nyújt a szakmai és finanszírozási beruházók számára. Mindazok az elméleti törekvések és gyakorlati kezdeményezések, amelyek új elzárkózást hirdetnek, s akadályokat gördítenének a globalizáció útjába, hosszabb távon súlyos károk előidézői lehetnek. Az ideális esetben a magántőke-kivitel legális lenne, a gazdaságunkból kifelé irányuló tőkeáramlás hozamai hazai társaságok (rész)tulajdonaként kerülnének külföldön újra beruházásra, s mindennek eredményei a hazai fizetési mérleg bevételi oldalát gyarapítanák. Eme optimálisnak tartható állapottól a késői nyitás, a viszonylagos fejletlenség és sok más tényező miatt még messze vagyunk, a mai egyensúlyi zavarok leküzdése mégsem az izolálódás, a belső termelés újbóli védelme útján történhet, hanem a dinamikus egyensúly fenntartásán keresztül.

A tőkepozíciók javulásának esélyei

Sokakban él az a tudat, hogy az évtizedeken keresztül felhalmozott adósághegy kamatain és a működő tőke folyamatosan realizált hozamain keresztül csak a külföldi tőketulajdonosok járnak jól, s egyfajta felszámolhatatlan függő helyzet alakul ki, amelyben országunk csak terheket visel. Kétségtelen tény, hogy a tőkehiányos gazdaság forrásellátása a vitathatatlan előnyökön túl nem kevés hátránnyal is jár. A mai időkben sajátos súlyponteltolódás szemtanúi vagyunk. Az állami hitelfelvétel mellé egyre határozottabban felzárkózik a társaságok nemzetközi pénzpiaci forrás-igénybevétele, illetve a működő tőke részarányának növekedése. Könnyen előfordulhat, hogy sem a külföldi befektetők, sem a hazai magántőke-tulajdonosok nem itthon szándékoznak újra beruházni jövedelmüket. Önmagában a gazdaságunkat elhagyó tőkekivitel semmiképpen nem kifogásolható, s különösen nem korlátozandó üzleti tranzakció. Ha az legális keretek között történik, a befektetők azonosítható hazai magánszemélyek, üzleti társaságok és vegyes vállalatok, akkor annak hozamai nem tűnhetnek el nyomtalanul.

Ha valóban a szilárd alapokon nyugvó, tartósan jövedelmező, magántulajdonú társaságok válnak a nemzetgazdasági működés fő erejévé, akkor az üzleti szféra és az állami költségvetés közötti redisztribúciós kapcsolatok elvesztik jelentőségüket. A közművek és pénzintézetek privatizációjával e jelentős változás kiteljesedésére lehet számítani. Ilyen helyzetben egyáltalán nem közömbös az, hogy a privatizált vállalatok tőkepozíciói erősödnek-e, vagy pedig folytatódik a tőkefelélés. A régióban folyó privatizáció egyik legfontosabb jellemzőjét, a tartós tőkehiányt nem hagyhatjuk figyelmen kívül.

Üzleti társaságok ezreinek magántulajdonba adása – legalábbis rövid távon – semmiképpen nem vezethet a vállalati tőkepozíciók azonnali erősödéséhez. Ha a privatizálásra felkínált társaságot külföldi befektető vásárolja meg, akkor az új tulajdonos a vételárat az üzleti működés jövedelmeiből feltétlenül vissza akarja nyerni. Hazai magántulajdonos vételi szándékát nagy valószínűséggel hitel alapozhatja meg, ami ugyancsak azt jelzi, hogy a privatizációs befektetés csak az új tulajdonos kezébe került cég reménybeli jövedelmeiből finanszírozható. Mind a két esetre az a jellemző, hogy az új tulajdonos tőkevisszanyerési törekvése miatt még a vállalat forgótőke-pozícióinak jelentősebb javulására sem lehet számítani.

Ne gondoljuk, hogy e tömeges tulajdonosváltást olyan volumenű külső tőkebevonás kíséri, ami minőségi változást eredményezhet a privatizált társaságok tőkepozíciójában. Különösen a külföldi tulajdonosokra jellemző, hogy saját hosszabb távú stratégiai céljaik érdekében vásárolnak vállalatokat. Talán nem véletlen az, hogy a gombamód szaporodó vegyesvállalatok többsége folyamatosan veszteséges, s a külföldiek részvételével privatizált társaságok között sem kevés küzd jövedelmezőségi zavarokkal. A súlyos átalakulási válságban levő termelés egyáltalán nem alkalmas pozitív reálprofit realizálására. A tulajdonos-befektető

csak a tőke gyors visszanyerésére törekedhet.

A hazai cégek tömeges felkínálását kezdeményező intézmények legfőbb óhaja évek óta a tőkebevonással járó privatizáció. Erre hazai befektetők esetében azért illúzió számítani, mert ha volna is számottevő likvid tőke a tulajdonszerzésre vágyók kezében, annak ilyen tranzakciókba fektetése – a makrogazdasági körülmények ismeretében – túlságosan kockázatos lenne. A külföldi befektető tartós tőkejavulást eredményező forrásbevitelére viszont azért nem számíthatunk, mert a várható profittal szemben csak azzal egyensúlyban álló befektetés képzelhető el.

A széles körben élő illúziókkal szemben a tömeges privatizáció nem számolja fel az akut tőkehiányt, sőt, a tulajdonosok az előlegezett tőkét a megszerzett vállalat folyó működése révén a lehető leghamarabb igyekeznek visszaszerezni. Ebben nincs semmi rendkívüli. Ha a privatizáció keretében eszközölt vállalatvásárlások kivétel nélkül jövedelmező befektetéseknek bizonyulnának is, az csak annyit jelentene, hogy a tulajdonosnak nem kell tartania tőkéje elvesztésétől. A sikeres tulajdonosváltás elsősorban a befektető számára nyújt megnyugtató tőkemegtérülést, a vállalat korábban is akut és továbbélő tőkezavarait nem szünteti meg. E látszólagos egyoldalúságból sem következik azonban, hogy a külföldi szakmai vagy finanszírozási befektető nem kívánatos szereplő lenne a hazai privatizációban. A vázolt ellentmondás többoldalú megvilágításával az a célunk, hogy mérsékeljük a privatizáció automatikus és feltétel nélküli jótéteményeivel kapcsolatos illúziókat.

Az ideális állapot – újra említve – az lenne, ha a befektető zavartalan tőkemegtérülése mellett a társaságok tőkepozíciói is javulnának. Ha adott vállalat privatizációja hatékony belső akkumulációt indít el, s az így képződött tőkét nem szívják ki azonnal a külföldi tulajdonnak otthont adó gazdaságból, akkor valós tőkefelhalmozás indulhat el, megszilárdítva az egyes társaságok helyzetét és jótékony hatást gyakorolva a nemzetgazdaság tőkepozícióira is. A hazai helyzet napjainkban azért tűnik reménytelennek, mert azon túl, hogy nem kevés privatizációs tranzakciót hitel finanszírozott, a folyó működés fenntartása sem képzelhető el folyamatos kölcsönfelvétel nélkül. Infláció nélkül, alacsony kamatlábak mellett, totális üzleti virágzást feltételező körülmények között sincs akkora jövedelmezőség a működésben, ami e jelentős vállalati adósságszolgálat mellett belső tőkeakkumulációt is lehetővé tenne.

A tőkehiány közepette zajló privatizáció vizsgálatakor szembe kell néznünk azzal, hogy termelő vállalkozások tömeges magántulajdonba adását belső megtakarításokkal nem lehetett finanszírozni. Mivel nem volt számottevő belső megtakarítás, a készpénzes privatizációban kulcsszerepet játszó külföldi befektetők szigorúan üzleti megfontolásokon alapuló kalkulációt végeztek, tehát a tőkehiányos társaságok ezreinek valamelyes tőkésítése is csak a folyó működés révén történhet. Az üzleti vállalkozásokra kivétel nélkül jellemző korábbi akut tőke-zavarokat jelentős (új) tulajdonosi tőkefeltöltés csak nagyon kevés helyen enyhítette. Belső felhalmozásból származó magántőke hiányában az állam lehetett volna komolyabb befektető, ezt azonban a nagy fokú eladósodottság és a likvid források hiánya megakadályozta.

Amikor részletesen taglaljuk a társasági tőkepozíciók gyengeségét, akkor arról sem feledkezhetünk meg, hogy a jelenség a közművekre és az állami tulajdonú pénzintézetekre is vonatkozik. Az okok: az első esetben a piaci árak tartós hiánya, az utóbbiban pedig az induló tőkésítés hiányosságai. Különösen a közművek privatizációjakor kell avval számolni, hogy a nagyösszegű befektetést igénylő vállalatvásárlás olyan forrásáldozatra kényszeríti a vevőt, amit az belátható időn belül szeretne visszanyerni. Ez az alaphelyzet ab ovo valószínűsíti azt, hogy e társaságok belső tőkepozíciójának erősítésére kevés energia jut majd.

Privatizáció tőkeszegény közegben

Sokan érzékelik úgy napjainkban, hogy a privatizáció és a zöldmezős magángazdasági kezdeményezések nyomán kialakulóban van egy „szegény állam – gazdag vállalatok" szereposztás. E látszattal szemben a valóság az, hogy a redisztribúció egykor gazdag forrásaitól valóban megfosztott állam partnerei komoly tőkezavarokkal sújtott üzleti társaságok. Fejlett piacgazdasági viszonyok között az államháztartás bevételei döntően nem az üzleti szféra közvetlen befizetéseiből származnak, hanem a polgárok fogyasztásán, adózásán és megtakarításán keresztül jut hozzájuk. A súlyos tőkehiánnyal startoló társaságok belső akkumuláción alapuló tőkésítése csak lassan haladhat előre, döntően olyan közegben, ahol stabil érdekeltség fűződik a tőke felhalmozásához. Alapvetően elhibázott felfogás húzódik meg a vállalati túladóztatásra törekvés hátterében. A piacgazdasági átmenet keservei között kell számon tartanunk a „társaságok már nem, a polgárok még nem finanszírozzák az államháztartási kiadásokat" állapot meglétét. Számos elítélendő esetet leszámítva az adó- és járulékkerülés hátterében a tőkefelhalmozás hátralékainak felszámolása munkál. Segélyként vagy juttatásként kapott extern tőkeinjekciók hiányában az üzleti társaságok és az egyéni vállalkozások egyaránt csak hosszú ideig tartó szisztematikus erőfeszítésekkel halmozhatnak fel tőkét, s amíg ezt nem érik el, számítani kell a tőkehiányos állapot prolongálódására.

Tőkeszegény vállalatok a privatizációt követően nem válnak automatikusan likvid cégekké. Egy-egy társaság tőkepozíciói és fizetési helyzete nem független a nemzetgazdaság külső tőke- és jövedelemfolyamataitól. Ha egy gazdaság folyó adósságszolgálati terhei csak újabb hitelfelvétellel fedezhe-

tők, a működő tőke bevonás pedig a külkereskedelmi és fizetési mérleghiányt finanszírozza, s mindehhez tetemes tőke- és jövedelem-kiáramlás társul, akkor a nemzetgazdaság aggregált tőke- és jövedelem-egyenlege akár negatív is lehet. Az itt leírtak akár egyet nem értéssel is találkozhatnak, hiszen gondolatmenetünkben összekapcsolódik a vállalatok üzleti mérlege által regisztrált helyzet a nemzetgazdasági elszámolás által rögzített képpel. Abban kevés vita lehet, hogy a két regisztrációnak egymással konzisztensnek kell lenni. Eme elvi követelmény teljesülése mellett azonban tudomásul kell venni az üzleti társaságok fokozott érdekeltségét a profit eltagadásában, az adó-kerülésben, a valós üzleti teljesítménynél kisebb mérték bevallásában. Az üzleti társaság sok esetben ennek révén igyekszik a lehető legjutányosabb módon tőkét felhalmozni. A kérdés csupán az, hogy ez, a tőkeképzésre vonatkozó pozitív piacgazdasági attitűd felfedezhető-e az elmúlt évek hazai gyakorlatában.

A társasággá alakulást és a privatizációt megelőzően a hazai vállalatok túlnyomó többsége alultőkésített volt, s az elemi forrásellátás is döntő mértékben a költségvetéstől és a banktól függött. A társaságosítás és tulajdonosváltás után eminens érdek fűződött az új vállalkozások forgótőke pozícióinak jelentős javításához. A külföldi magántulajdonba került társaságok esetében a forgótőke a szükséges minimum nívójára állt be, a hazai tőke által privatizált vállalatoknál pedig a nagyon drága hitel volt a legfőbb forrás. Súlyos értékesítési zavarokkal küzdő, s alacsony készletforgású vállalatok esetében a hiányosan feltöltött forgóalapok az egyébként is alacsony üzleti hasznot tovább mérsékelték, elsősorban a magas hitelkamatok miatt. A teljes igazsághoz az is hozzátartozik, hogy a társaságok jó része nem kívánt komoly erőfeszítést tenni a belső akkumuláció erősítésére. A cégek az adókerülés legtevékenyebb útját választották akkor, amikor az üzleti eredmény növelésében igen csekély szerepet játszó kiadások tömegét számolták el a folyó ráfordítások között. A tartós válság miatt egyébként is csekély profitígéret ezáltal tovább mérséklődött, s a vállalati belső akkumuláció esélyei végletesen leromlottak. Az egykor osztatlan tőkéjű vállalatok társasággá alakítása – kevés kivételes esetet leszámítva – számottevő likvid tőke bevonása nélkül történt. Ha az egyébként is szegényes tőkeellátottsághoz tartós üzleti pangás társul, akkor az alultőkésítettség felszámolására alig van esély.

A társaságosítás és a privatizáció kezdeteitől fogva egyértelmű volt, hogy ha az átalakított, és új tulajdonos kezébe adott cégek egyáltalán nem részesednek a privatizációs bevételekből, akkor tőkepozícióik más módon aligha javulnak. A már korábban említett félezer milliárd forintosra tehető állami privatizációs összbevétel tőkésítése kivételesen jó alkalom lehetett volna az alultőkésítésből származó hátrányok felszámolására. Az államnak ezt az összeget elsősorban azért kellett volna újrainvesztálni az üzleti társaságokba, mert a szóban forgó privatizációs bevételek tőketermészetéhez nem férhetett kétség. Minden ellenkező látszattal szemben is állítható, hogy a vállalatok eladásából származó források újrabefektetése nem okozott volna újraállamosítást, hiszen a kormányzat döntően tőkeszegény vállalatokat adott el új tulajdonosoknak. Alultőkésített vállalatok súlyos forgótőke problémáit mérsékelhették volna e források visszajuttatásával.

A hangsúlyt a privatizációs bevételek likvid jellegére kell helyeznünk. A vállalatot vásárló külföldi befektető és hazai megtakarító egyaránt tőkeforrást használt fel a tranzakcióhoz, azt azonban a bevételek birtokába jutó állam a folyó költés csatornáiba terelte. A társasággá alakított, és tulajdonos kezébe került cégeket a tulajdonosi tőkejuttatás mással nem pótolható esélyétől fosztották meg. Természetesen nem a tulajdonos állam jogát vitatjuk akár ilyen lépések megtételére is, hanem azok célszerűségében kételkedünk. Vélekedésünk igazát csak erősítheti az a tény, hogy a privatizációs bevételek folyó célokra költése nem gyakorolt érdemleges hatást sem az államadósság mérséklésére, sem az államháztartási hiány csökkentésére.

Ha tudatában voltunk annak, hogy vállalatok százait a jövendő tőkebevonás reményében adjuk el magántulajdonosoknak, akkor tisztában kell lennünk e cégek alultőkésítettségével is. Mindezek ismeretében miért gondoltuk azt, hogy ha mi az eladott vállalat ellenértékét nem tőkésítjük, akkor az új tulajdonostól joggal várhatjuk el a kettős erőkifejtést. E gondolatmenet alapján valószínűsíthető, hogy az állam burkolt várakozása igazán nem is a privatizált cég tőkepozícióinak megszilárdítására, hanem az államháztartás megsegítésére irányult. Hogy ez menynyire súlyos helyzetbe hozta az átalakított és privatizált cégeket, azt csak akkor értjük meg, ha a költségvetés pénz- és tőkepiaci kiszorító hatásának erejével is tisztában vagyunk. A megtakarításokat és a létező hitelforrásokat indokolatlanul nagy arányban az államháztartás finanszírozásához veszik igénybe, s ez tovább rontja a vállalkozások tőkeszerzési esélyeit. Ezzel a kör be is zárul, a tőkefelhalmozás e csapdájából alig marad kitörési lehetőség. Az állam súlyosan eladósodott, a tulajdonosi szervezetek és a pénzintézetek tőkehiányosak, a jelentős pénzalapokkal rendelkező befektetési intézmények hiányoznak, az üzleti társaságok pedig képtelenek felszámolni az alultőkésítés hátrányait. Ideiglenes kitörési esélyt bizonyára nyújthat a magáncégek közvetlen külföldi eladósodása, hatékony megoldást azonban csak az itthon bejegyzett üzleti társaságok jövedelmező működésen, tartós növekedésen alapuló belső akkumulációs képességének erősödése, a tőkekivitel legalizálása, a vállalati tőkepozíciók erősítése, s a tulajdonosi tőkebevitel fokozása adhat. Nem az üzleti globalizáció útjába kell akadályokat gördíteni, hanem a hazai értéktermelés növelésével, s a képződött jövedelmek hazai befektetésével eleget tenni a dinamikus egyensúly követelményeinek.