

**DR. FORGÁCS ANNA\***

## **PÉNZÜGYI RENDSZERMODELLEK ÉS VÁLLALKOZÁSÖSZTÖNZÉS. EURÓPA VAGY AMERIKA?**

### **BEVEZETÉS**

Előadásomban azokat a kutatásaimat kísérelem meg összegezni, melyek azt vizsgálták, vajon mitől eredményesebb az amerikai gazdaság, mint az európai, pontosabban, mi lehet az amerikai vállalatok titka. Amennyiben sikerülne feltárni a különbözőségeket, majd oksági összefüggést találni a teljesítmény és az azt elősegítő tényezők (nevezük sikerfaktoroknak) között, talán tehetnénk valamit az európai (és benne a magyar) vállalatok versenyképességének javítására. Egyre inkább úgy tűnik, a fő kérdés az, hogy mennyire „vállalkozás-intenzív” egy ország, így én is ezt a szempontrendszert tekintetem primernek gondolkodásomban. A kérdés voltaképpen úgy vetődik fel, hogy mit tehetünk a vállalkozói kedv növelésére, segíthet-e ebben a pénzügyi rendszer, amennyiben igen, akkor a pénzügyi közvetítő rendszer működésének kiterjedtsége és minősége, avagy a rendszer struktúrája számít-e, netán mindkettő, milyen politikai-jogi aspektusok hatnak pozitívan és végül mindebből következően milyen ösztönzőket lehetne beépíteni a növekedés serkentésére?

Először tehát felvázolom a főbb iskolákat, majd jellemzem az amerikai vállalatokat (elsősorban az európaiakkal összehasonlítva), végül végignézem az általam előnyösebbnek vélt jellemzőket és megkísérelem megtalálni, hogy a három fenti elgondolás melyikének tudhatóak be az esetleges hatékonysági előnyök, azaz mivel magyarázhatóak.

Itt meg kell azonban jegyezni, hogy kutatásaim túlnyomó részét a globális pénzügyi válság előtt folytattam, így meglehet, hogy némely megállapításom a krízis fényében már nem helytálló, illetve, hogy olyan következtetésekre jutottam, melyeket ugyan időközben felülvizsgáltam, ám még nem volt időm azok alaposabb átgondolására. Összefoglalóan azt mondhatnám, hogy a pénzügyi válság eddigi folyamatainak ismeretében is úgy látom, az amerikai modell győzedelmeskedik az európain, a pesszimista előrejelzések szerint is az amerikai gazdaságra ugyan erőteljesebben (nagyobb visszaesés), de jóval rövidebb ideig hat majd a válság, ezt jelzi a dollár euróhoz képesti jelentős erősödése is.

### **1. A NÖVEKEDÉSI ISKOLÁK, EGYSZERŰEN**

A gazdasági növekedés tényezőit magyarázó iskolákat, ha leegyszerűsítjük, három fontos csoportra tudjuk bontani: a pénzügyi rendszer (LEVINE), a vállalkozási kedv (ACS), a politikai tényezők (ACEMOGLU). Nehéz lenne súlyozni és nehéz lenne azt

---

\* BGF Külkereskedelmi Főiskolai Kar, főiskolai docens.

mondani, hogy csak egyik vagy másik számít, azt valószínűsíthetjük, hogy a három tényező együttes alakulása, nevezzük szinergiának, illetve koencidenciának az, ami hatással van egy-egy ország gazdasági növekedésére.

### **1.1. A növekedés és a pénzügyi rendszer közötti kapcsolat**

Ebben a fejezetben igyekszem az előadásom szempontjából fontos elemeket kiemelni. Előrebocsátva a két legfontosabb megállapítást, az első úgy hangzik, hogy a pénzügyi rendszer a növekedést tekintve inkább indikátor lehet, mint fundamentális ok, a másik, pedig úgy szól, hogy a pénzügyi rendszer fejlettsége és működésének minősége a fontos és kevésbé számít, hogy bank- vagy tőkepiac alapú.

A fejlett országokban nagyobb a pénzügyi mélység és jobban működik a pénzügyi rendszer, megkönnyítve a vállalatok külső forráshoz jutását, ezzel elősegítve a termelés kiterjesztését, megnövelve az innovációs tevékenységet, mindez, pedig végső soron együtt jár a gyorsabb növekedéssel. Ezt az összefüggést már SCHUMPETER is megfogalmazta, amikor úgy vélte, a fejlődés motorja a vállalkozó, aki a termelési tényezők új kombinációjával innovál, ehhez azonban tőkére van szüksége, amit a pénzpiacról tud megszerezni. A pénzügyi rendszer közvetít megtakarítók (tőkével bírók) és vállalkozók (tőkét keresők) között, befolyásolja a források idő- és térbeli allokációját, kiválasztja a finanszírozásra érdemes vállalkozókat (ezzel a termelékenység növelésén keresztül segítve a növekedést), diverzifikálja a kockázatokat, így ösztönözve a tőkefelhalmozást és a technológiai fejlődést. LEVINE (2003) szerint a pénzügyi rendszernek voltaképpen 5 – alább idézett – funkciója van és az egyes országok között a különbség az, hogy jól vagy kevésbé jól teljesíti a rendszer ezeket a feladatokat. A pénzügyi rendszerre háruló öt feladat:

- *ex ante információ*t szolgáltat a lehetséges beruházásokról és *allokálja a tőkét*;
- *megfigyeli*, értékeli a *beruházásokat* és *nyomást gyakorol a vállalatvezetésre*, a forrásnyújtást követően;
- megkönnyíti a *kockázatok diverzifikációját*, a kockázatokkal való kereskedést és a kockázatkezelést;
- *mobilizálja és összegyűjti a megtakarításokat*;
- *megkönnyíti a javak* és szolgáltatások *cseréjét*.

#### **1.1.1. Pénzügyi mélység és növekedés**

E kapcsolat vizsgálatának kiterjedt irodalma van. LEVINE (2003) rendkívül jó, átfogó összefoglalóját adja annak az éles vitának, amely a pénzügyi rendszer gazdasági növekedésben betöltött szerepéről folyik. Ebben – többek között – ismerteti a legfontosabb nézeteket:

- a) LUCAS szerint túl van hangsúlyozva a kapcsolat;
- b) ROBINSON úgy vélekedik, hogy a fejlett pénzügyi rendszer nem oka a növekedésnek, hanem a reálgazdaságra adott válasz, ami az eredeti megfogalmazásban úgy hangzik: „ahol a vállalatok vezetnek, ott a pénzügyek követnek”;
- c) számos kutató (például BAGEHOT, SCHUMPETER, GORLEY és SHAW, GOLDSMITH és MCKINNON) véleménye az, hogy nem lehet elhanyagolni a kapcsolat vizsgálatát, ha meg akarjuk érteni a gazdasági növekedést;
- d) van egy igen jelentős vonulat, amelynek elméleti modelljei azt mutatják, hogy a pénzügyi piacok és intézmények *csökkenthetik az információ megszerzésének költségeit, valamint a tranzakciós költségeket*, így megváltoztatják a pénzügyi közvetítőkre ható kényszereket és ösztönzőket, tehát befolyásolják a megtakarítá-

si rátát, a beruházási döntéseket, a technológiai innovációt és így végső soron a hosszú távú növekedési ütemet is;

e) végül bizonyított *okszági összefüggés* van a pénzügyi rendszer fejlettsége és a gazdasági növekedés között.

Ez utóbbi összefüggés igaz, mind makro- (LEVINE, 2005), mind ágazati (KING és LEVINE, 1993, RAJAN és ZINGALES, 1998, PAPAIVANNOU, 2006) szinten, azonban a mechanizmusok még csak részben feltártak és a többelemű determinánsok súlyát tekintve sincs konszenzus. A hosszú távú hatás a kutatásokban kvantitatív módon is megjelenik, KING és LEVINE például kiszámították, hogy ha Belgium elérné Hollandia pénzügyi fejlettségi szintjét, ez évente mintegy 3%-kal megemelné GDP növekedési ütemét, ugyanez FAVARA szerint csak 0,5-1%-os többletnövekedést jelentene. AGHION (2007) arra a következtetésre jutott, hogy minél könnyebb a finanszírozási forrásokhoz (minél kiterjedtebb a hitel- és tőkepiac) való hozzáférés, annál több vállalkozás fog indulni és annál jobban fejlődnek a már működő vállalkozások is. Megszorító követelmény e tételében a felsőoktatás kiemelt jelentősége, valamint, az, hogy mindez a technológiailag vezető országokban gyakorol erősebb hatást a növekedésre.

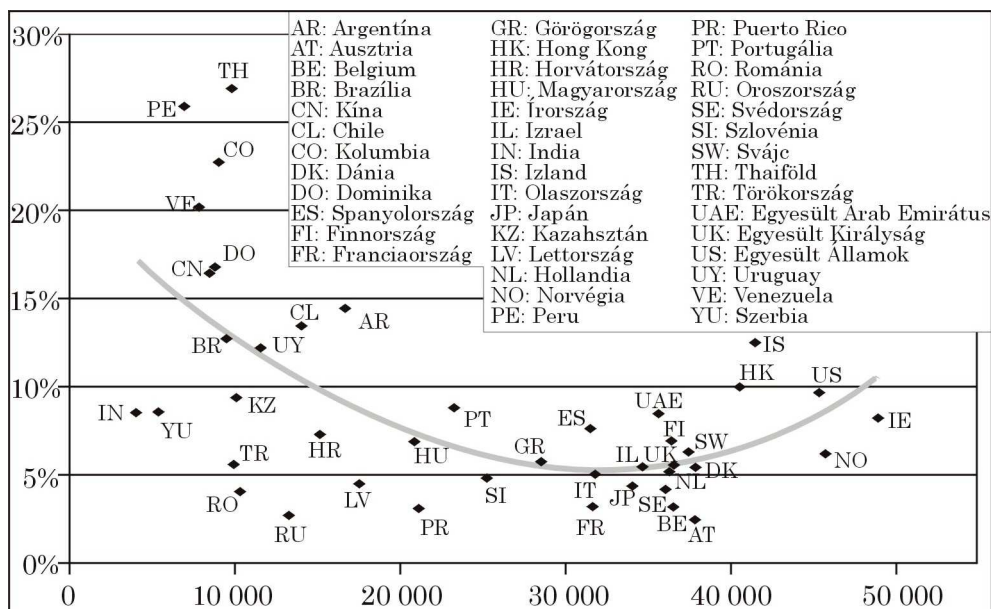
### **1.1.2. Bank versus tőkepiac alapú rendszer**

Kiterjedt irodalom foglalkozik a pénzügyi rendszer típusok és a növekedés kapcsolatával, van olyan irányzat, amely szerint a bank alapú és van, amely szerint a tőkepiaci (értékpapír piac alapú) rendszer a jobb. BECK, DEMIRGUC-KUNT és LEVINE (2001) 150 ország, 1960 és 1995 közötti, vonatkozó adatait vizsgálta, majd DEMIRGUC-KUNT és LEVINE (2001) csoportosították az országokat aszerint, hogy bank-vagy piaci alapúak. Azt az eredményt kapták, hogy a gazdag országokban nagyobbak, aktívabbak és hatékonyabbak a pénzügyi szereplők, valamint, hogy annál több szereplője van a piacnak (például nyugdíjalapok, biztosító társaságok, pénzügyi társaságok stb.), minél gazdagabb egy ország. Számos vizsgálat (például LEVINE és ZEVOS, 1996, LEVINE, 2001, MERTON, 1992, 1995; MERTON és BODIE, 1995, 2004; LEVINE, 1997) azt az eredményt hozta, hogy a hangsúly a fejlett banki és piaci közvetítésen van és nem azon, hogy milyen a pénzügyi struktúra. A későbbiekben azonban látni fogjuk, hogy erős bizonyíték van arra, hogy a tőkepiaci rendszer általi forrásallokáció jobban támogatja az innovációt és ezzel a fejlődést is.

### **1.2. A vállalkozási kedv és a növekedés közötti kapcsolat**

Jól bizonyított, szoros kapcsolat van a vállalkozói intenzitás és a gazdasági növekedés között. Valamikor a '80-as évek közepén, végén megindult a nagyvállalati dominancia erőzítője, mára már a vállalati GDP közel kétharmadát a KKV-k állítják elő, az interakció a két szektor között úgy értelmezhető, hogy a nagyvállalatok jó működése előnyt jelent a KKV szektornak, a KKV-k, pedig pozitív hatással vannak a velük kooperáló nagyvállalatokra. CARREE és THURIK (2007) szerint a gazdasági növekedést segíti az, ha sok vállalkozó van, ugyanis ez erősíti a versenyt, innovációs kényszerként hat és a ledolgozott óraszám is több. AUDRETSCH (1995), ERICSON és PAKES (1995), JOVANOVIC (2001), KLAPPER (2006), PERETTO (2003) és mások vélekedését az ipari fejlődés elméleteként foglalhatjuk össze, melynek lényege, hogy a kisvállalatok a tudás és a technológia fejlesztése és elterjesztése által jelentős szerepet játszanak a gazdasági növekedésben.

A vállalkozói kedvet jól méri a vállalkozói réteg aránya a teljes népességben (vállalkozói sűrűség), de az összefüggés az egy főre jutó GDP-vel nem lineáris, így a növekedésre gyakorolt hatás sem definiálható egyszerűen (ACS, 2006).



1. ábra

Új vállalkozások aránya és egy főre jutó GDP (PPP), 2007<sup>1</sup>

A GEM (2007) szerint az alacsony jövedelmi szintű országokban magas a vállalkozásalapítási arány (melynek oka, hogy széles rétegnek nincs más jövedelemszerzési lehetősége, tehát kényszervállalkozóvá válik), majd ahogy a jövedelem nő, úgy csökken a vállalkozói kedv. A magas jövedelmi szintű országokban, azonban – hasonlóan a szegény országokhoz – újra csak erős a vállalkozói kedv, ám kulturális, demográfiai és intézményi tényezők árnyalhatják a képet (például Izland, USA és Hong-Kong legmagasabb arány, Ausztria, Belgium, legalacsonyabb ráta). A gazdag országokban inkább lehetőség-vezérelte vállalkozásokat találunk, hiszen a potenciális munkalehetőségek és a szociális biztonság alternatívát jelentenek. Kulturális determinánsnak tekinthetjük azt, hogy adott országban hogyan gondolkodnak a vállalkozásról, saját magukról, illetve, hogy mennyire tartják jó karrierválasztásnak a vállalkozást, valamint nem elhanyagolható az sem, hogy a média hogyan viszonyul a vállalkozókhoz. Ahol bíznak képességeikben, ott nagyobb a vállalkozói kedv, magasabb az újonnan alapított, illetve fiatal vállalkozások aránya. WENNEKERS és THURIK (1999) ezt úgy írja le, hogy a vállalkozó attitűdjéből, tudásából, motivációjából ered a vállalkozás és a vállalkozói kvalitások és ambíciók cselekvéssé való átfordításának formája a vállalkozás elindítása (vagy az innováció), makroszinten, pedig összegződik a vállalkozások tevékenysége versenytapasztalatok, új ötletek, kezdeményezések formájában.

Fontos megkülönböztetés, hogy kezdő, vagy már működő vállalkozásról van szó, például a közepes jövedelmi szintű országokban magasabb mind a kezdő vállalkozásokban résztvevő lakosság aránya, mind a már működő vállalkozásokban tulajdonosok aránya.

<sup>1</sup> Forrás: GEM Adult Population Survey és IMF.

### **1.3. Növekedés és politika (intézmények)**

Ennek az iskolának és előadásomnak az érintkezési felülete, a vállalkozásösztönzést támogató intézményrendszer kérdése. Azokban az országokban találunk magas növekedési rátát, ahol nem gátolja a vállalkozásintenzitás megteremtését az alulfejlett pénzügyi rendszer, illetve számos olyan egyéb akadály, mint például belépési korlátok, piaci verseny hiánya, munkaerőpiaci gátak, vagy a vállalkozás társadalmi és kulturális elismerésének hiánya. Ez utóbbiakat nevezhetjük összességében intézményeknek.

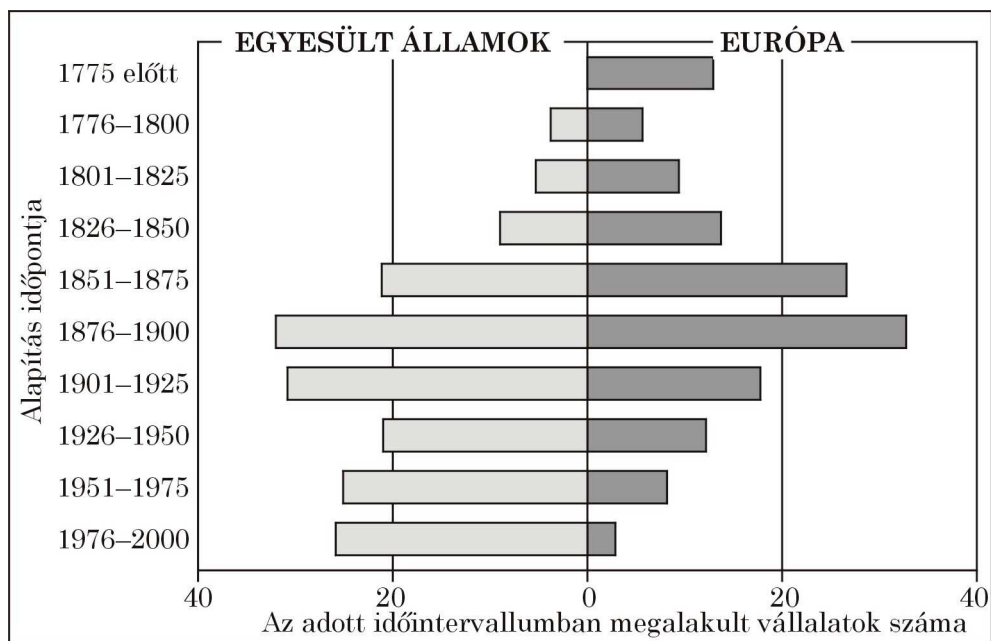
ACEMOGLU (2007) úgy vélekedik, hogy a politika (és azon belül elsősorban az intézmények) elsődleges meghatározói a gazdasági növekedésnek. Igen gyakran előfordul, hogy a politikai vezető réteg ellenzi, gátolja a technológiai, intézményi újítást, egy szóval a fejlődést, mert attól tart, hogy a gazdasági és intézményi változások gyengítik hatalmát. Ezért ellenez minden fejlődést, még akkor is, ha ezek a változások az egész társadalom javára válnának. Ezt nevezi ACEMOGLU „politikai helyettesítési / leváltási hatás”-nak. Ez a hatás nem, vagy tompítottan érvényesül, ha erőteljes a politikai verseny, illetve, ha a politikai vezető réteg védve van (egzisztenciálisan és intézményileg). Példa lehet erre, az iparosítási folyamat intenzitása. Az, hogy az iparosítás lassan, vagy gyorsan ment végbe egy-egy országban, az államok (illetve intézmények) ösztönzésétől, viszonyulásától függött, azonban nem elhanyagolható a külső és belső fenyegetettség szerepe sem. Az új technológiák alkalmazása, a modernizáció gyorsan ment végbe Nagy-Britanniában és Németországban, ahol a politikai elit – az angoloknál elsősorban a földbirtokos nemesség és a gazdag kereskedők – eléggé védve volt, és gazdasági érdeke egybeesett a gazdasági fejlődéssel, külső fenyegetettséggel, pedig gyakorlatilag nem kellett számolnia. Ezzel ellentétben például Oroszországban, Japánban, vagy az Osztrák–Magyar Monarchiában, a feudális viszonyokból adódó jövedelmi rendszer a politikai elitet a fejlődés útjába állította, az iparosítás ellenérdekeltjévé tette és ez a réteg elég hatalommal rendelkezett ahhoz, hogy meggátolja a fejlődést, ám nem kellően biztos hatalommal ahhoz, hogy ne féljen a technológiai és az intézményi változások hatalmát elsöprő hatásaitól.

Lefordítva, a gazdasági fejlődés összefügg az új vállalkozások belépési arányával (illetve a vállalkozási sűrűséggel), amit a jogi és szabályozási környezet minősége, a pénzügyi forrásokhoz való hozzájutás, valamint a feketegazdaság aránya determinál (KLAPPER et al., 2007). A jogrendszer eredete meghatározza azt is, hogy az hogyan viszonyul a hitelezőkhöz és milyen hatékonysággal védelmezi azokat a jogokat, tehát a finanszírozásra is hat.

## **2. MILYENEK AZ AMERIKAI VÁLLALATOK?**

### **2.1. Az amerikai vállalatok „átlagéletkora” alacsonyabb, mint az európaiaké**

Ez két dologgal is magyarázható. Egyik oldalról Amerikában jóval többen éreznek kedvet a vállalkozáshoz és rendelkeznek a vállalatindításhoz szükséges eszközökkel, mindez, pedig egy „pezsgő” piacon történik (sok vállalat indul és sok szűnik meg). Másik oldalról, mint az a 2 ábrából is jól kivehető, habár a nagyvállalatok igen jelentős hányada mind Amerikában, mind Európában az ipari forradalomhoz közeli időkben alakult, a tengerentúli fejlődés, később indult meg, nagyrészt a később kivándorlók alapították a mára már óriásvállalatokat.



2. ábra

A FT Global 500 (2007. 09. 30.) európai és amerikai nagyvállalatainak életkora<sup>1</sup>

## 2.2. Amerikában több vállalkozás jön létre, mint Európában és nagyobb a ki- és belépési ráta

Ebben a négykomponensű részben azt írom le, hogy Amerikában sokan vállalkoznak, nagy a mozgás (könnyen alapulnak, de könnyen is mennek csődbe a vállalkozások), a jobb vállalatok kiszorítják a rosszabbakat (a források reallokációja valószínűleg) és a hatékonyabb, innovatív vállalatokhoz jutnak a források. Az induló vállalkozások nagy száma erősíti a versenyt és a gazdasági növekedést (Klapper et al., 2007, Klapper, Laeven és Rajan, 2004, Djankov 2000, La Porta és Schleifer 2004).

A GEM adatai azt mutatják, hogy az USA-ban a már működő vállalkozásokban való részvételi arány, ugyan hasonló a többi fejlett országhoz (például Japánhoz, vagy a nagy uniós tagországokhoz), a kezdő vállalkozásokban résztvevők aránya azonban jelentősen magasabb. A vállalkozói kedvet magyarázza egyrészt az ország fejlettsége (lásd 1.2.), másrészt az amerikai percepció és a lakosság összetétele. Először nézzük, hogy kik és milyen motivációs háttérrel vállalkoznak!

Az Institute for the Future of Intuit elemzése szerint a mai vállalkozói Amerika három jellemzője, hogy:

- a két szélső generáció, valamint a nők és a bevándorlók vállalkoznak,
- az önfoglalkoztatók száma egyre jelentősebb,
- a vállalkozás-oktatás egyre erőteljesebb.

<sup>1</sup> Forrás: Philippon és Veron: Financing Europe's Fast Movers, Bruegel Policy Brief, Issue 2008/01.

**Ad a)** A legtöbb új vállalkozó 55 és 64 év közötti (de igen népes a 45-54 éves vállalkozói tábor is), képzettebb, több kapcsolata van, könnyebben jut forráshoz saját megtakarítás, vagy munkatársi, személyes kapcsolatok révén, ebben a korban vállalkozni már kevésbé kockázatos. Az úgynevezett *baby-boom korosztály* (1946–1964 között születettek) egyre inkább vállalkozni fog, hiszen ők a legérintettebbek a nagyvállalati elbocsátások által és nyugdíj után is aktívak szeretnének maradni. A vállalkozás számukra rugalmasabb munkakörülményeket jelent és pénzügyileg is rákényszerülnek, hiszen hosszú inaktív időszakokkal kell számolniuk. Az valószínűsíthető, hogy bumerángxként visszacsapódnak a korábbi munkaadójukhoz, mint szerződéses partnerek, vagy tanácsadók. Az *Y (young) generáció* (5–25 év) már egy digitális generáció, JEFF CORNWALL szerint az eddigi legvállalkozóbb. (CORNWALL és NAUGHTON, 2003) Az Y tagjai kritikus gondolkodók, öntudatosak, liberálisan nevelkedtek, nem bíznak a kormányban, a nagy szervezetekben és az elitben, „hálózatosság” technikailag és szociálisan egyaránt, nem félnek a kockázattól és az újtól, saját sorsukat ők szeretnék irányítani, a vállalkozást, mint a függetlenség és a saját karrier kézben tartását tekintik, összességében, tehát magas vállalkozói aktivitás várható tőlük.

A nők (miközben az új vállalkozások növekedése 9%, a női vállalkozóké 17%), vállalkozóként jobban meg tudnak felelni a család és munka kettős frontján. Még 40 év, mire a nagyvállalatokban a vezető pozíciókhoz való hozzáférésük egyforma lesz a férfiakéval, számukra a szakmai ambíciót és a rugalmasságot kombinálja a vállalkozás. Az úgynevezett „mamavállalkozók” internet használók, gyakran részmunkaidős, otthoni munkával kezdenek és ez rugalmasságot, valamint a munka és a családi élet egyensúlyát biztosítja számukra.

A *bevándorlók* (minden 8. amerikai bevándorló) felülreprezentáltak a vállalkozásalapításban. Számukra könnyebb vállalkozásba fogni, mint munkát találni (a kapcsolatok és nyelvismeret hiánya, valamint a kulturális különbségek jelentős akadályt jelentenek). Szülőhazájukkal többnyire megmarad a kapcsolatuk, az internet lehetővé teszi, hogy globálisak és lokálisak legyenek egyszerre, valamint új piacokat érjenek el. A kisvállalkozások globalizációjának új hullámát jelenti a határokon átnyúló képzettség és kapcsolatrendszer.

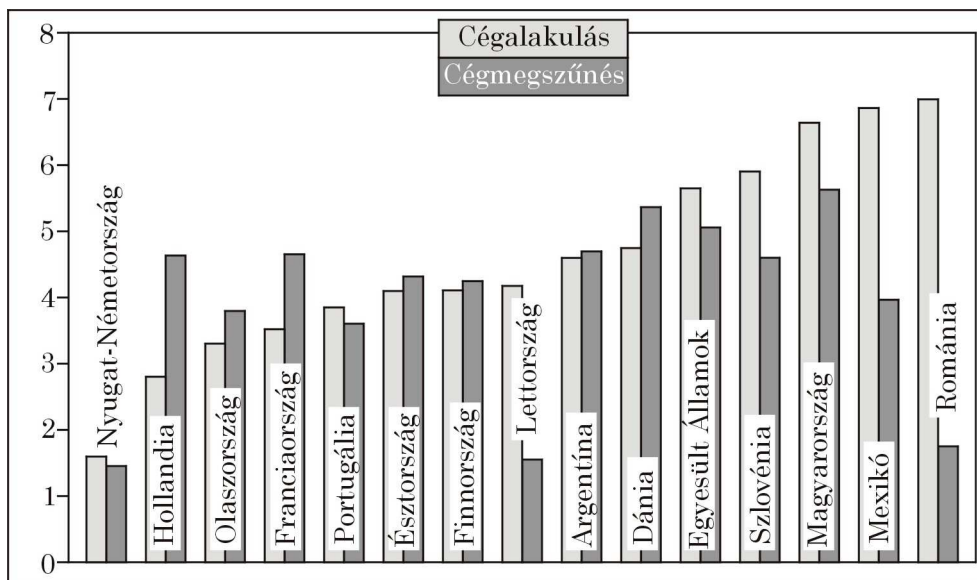
**Ad b)** A US Census Bureau felmérése szerint, 2004 végén majdnem 20 millió önfoglalkoztató tevékenykedett az USA-ban. A '80-as évek elejéig a nagyvállalatok jó jövedelmi szintet biztosító munkabért, egyéb juttatásokat és a munkahely biztonságát garantálták, cserébe elhivatottságot és lojalitást vártak dolgozóiktól. Ám a globális verseny, a vállalatfelvásárlások és bezárások, a leépítések miatt a korábbi alkalmazottak munkanélküliek lettek, elköltöztek, vagy vállalkozásba fogtak. Ma már nem vonzó nagyvállalatnál dolgozni (foglalkoztatottak kevesebb, mint 40%-a dolgozik 1000 főnél nagyobb vállalatoknál). A család eltartásának kényszere, valamint az internet terjedése önfoglalkoztató vállalkozások alapítása irányába hat. A mai amerikaiak olyan képesítést igyekeznek szerezni, amelyet többféle munkahelyen is tudnak használni és a vállalatok is rugalmasabb alkalmazási formákat keresnek. Így született meg az ún. „szabad-ügynök” szerződéses kapcsolat (Intuit becslése szerint 7 millió szerződéses kisvállalkozó van USA-ban), ami rugalmas munkaidőt jelent és lehetővé teszi a fiatalok számára, hogy sikeresek legyenek a munka és család frontján egyaránt és az idősebbek is jobban kihasználhatják szaktudásukat és szakmai kapcsolataikat saját karrierjük építésére.

Vannak szociális vállalkozók, akik kezdetben hasonló társadalmi helyzetűekkel alakítanak ki kapcsolatot, majd tőkét szereznek és egyre formalizáltabb módon folytatják. Az együttműködés nemcsak fizikai értelemben hasznos (megosztják a

felszerelést, az infrastruktúrát), hanem kapcsolati hálót is jelent a kisvállalkozók között, egyfajta támogató közösséget. Kialakult a duális jövedelmű családmódel, a vállalkozás hibrid, amit az amerikaiak SOHO-nak (small office – home office) neveztek el. Ez azt jelenti, hogy a család egyik tagja alkalmazott (olyan juttatásokat kap, mint például az egészségbiztosítás), így a másik tag belefoghat kockázatos vállalat alapításba.

**Ad c)** Gyorsan terjed a vállalkozás-oktatás, elsősorban a középiskolás és főiskolai diákok érdeklődése miatt, valamint a piac egyre komplexebb és szofisztikáltabb menedzseri képességeket és tudást követel meg.

A 3. ábrából leolvasható, hogy csak a feltörekvő országok előzik meg Amerikát az alakuló és megszűnő vállalkozások aránya tekintetében, a nagy európai országok messze lemaradnak mögötte. Azt, hogy minden évben a vállalatok 5-6%-a megszűnik, illetve abban az évben alakul meg, jelentős mozgásnak kell tekintenünk.



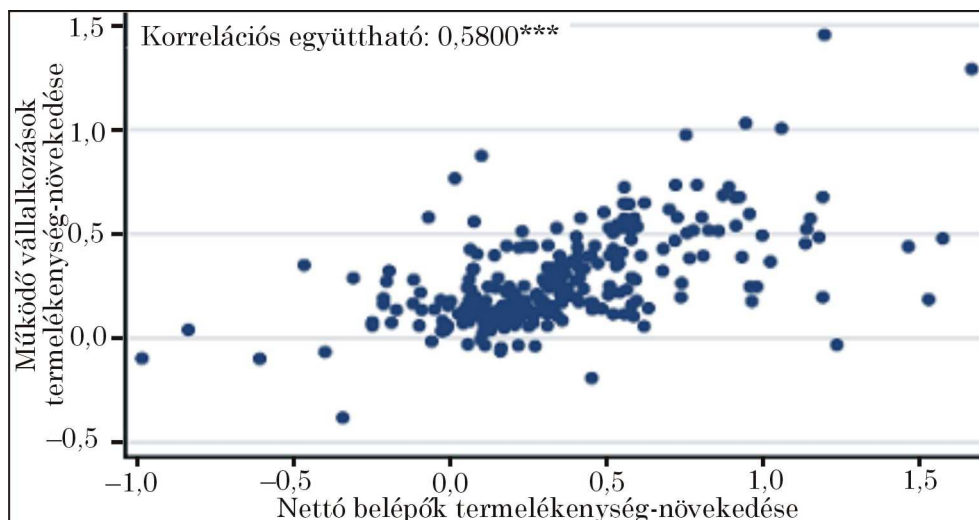
3. ábra  
A 20 vagy annál több főt foglalkoztató vállalkozások alakulási és megszűnési rátája<sup>1</sup>

HALTIWANGER és BARTELSMAN kutatásai alátámasztották, hogy a nagyobb pezsgés, a már működő vállalatoknál is nagyobb termelékenységgel jár együtt. A nettó belépők (megalakult és megszűnt vállalkozások különbsége) hozzájárulása a munkatermelékenységhez és a már működő cégek termelékenység növekedése között 0,58-as korrelációt találtak, azaz azt mondhatjuk, hogy minél több új vállalkozást alapítanak, annál nagyobb lesz a vállalkozások termelékenysége.

A nagy fluktuáció közel sem negatív, sőt, azt jelenti, hogy erősebben érvényesül a schumpeteri kreatív rombolás, amelynek pedig jótékony hatása van a termelékenységre.

<sup>1</sup> Forrás: Bartelmans, Haltiwanger és Scarpetta (2004).





4. ábra

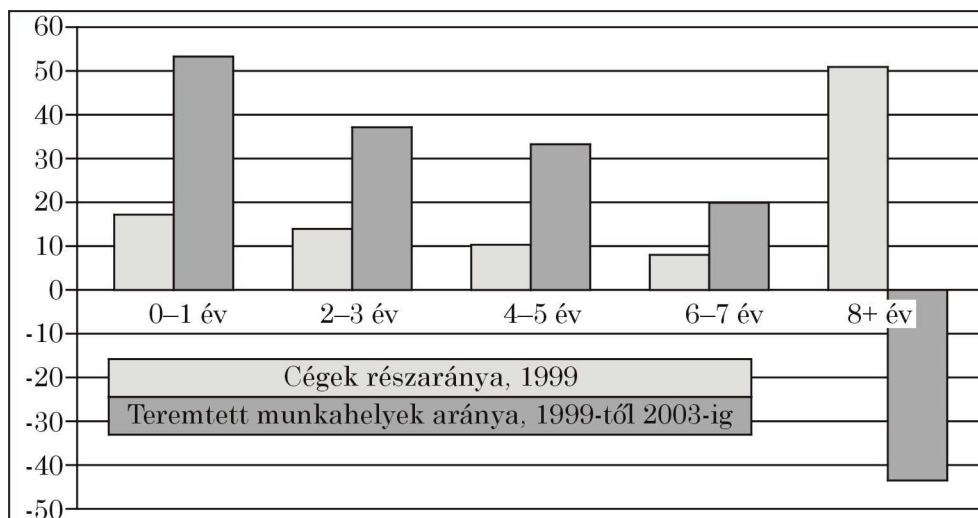
*A nettó belépő és a már bennlévő vállalkozások termelékenység-növekedése közötti kapcsolat (munkatermelékenység, feldolgozóipar)<sup>1</sup>*

Az újonnan alapított vállalkozások ugyan Amerikában kisebbek és kevésbé termelékenyek, mint Európában, azonban gyorsabban nőnek és a nagy fluktuáció nyomán a nem kellően hatékony vállalatok relatíve gyors kiszorulása a piacról, utat enged a hatékonyabb új vállalatok belépésének, ami emeli az össztermelékenységi szintet. (BARTELSMAN és HALTIWINGER, 2003). Ebben szerepet játszanak a pénzügyi közvetítők is, számos tanulmány (például BERNANKE és GERTLER, 1990, Világbank, 2005) bizonyította, hogy a kisvállalkozásokat sújtja legerőteljesebben a finanszírozási források szűkössege, ugyanakkor a pénzügyi rendszer javítja a kiválasztódási folyamatot, a kicsik számára lehetővé téve azt, hogy hasonló feltételekkel vehessék fel a versenyt a nagyokkal. A magasabb belépési ráta erősíti a növekedést azáltal, hogy a belépő, új vállalatok rákényszerítik a nem hatékony vállalkozásokat a bezárásra, a hatékonyakat, pedig az innovációra. (AGHION, 2007) FOSTER, HALTIWANGER és KRIZAN (2000) kutatásai azt mutatták, hogy az amerikai feldolgozóipari termelékenység növekedésének harmada-fele a cégek közötti reallokációnak, azaz új vállalkozások alapításának és sikertelenek eltűnésének tudható be.

### **2.3. A fiatal vállalatok a „legmunkahelyteremtőbbek”, gyorsabban nőnek és innovatívabbak éltesebb társaiknál**

Az új (fiatal) vállalatok teremtik a legtöbb munkahelyet, erőteljesebben innoválnak (HALABISKY, 2004, ACS és ARMINGTON, 2005, DAVIS és HALTIWANGER, 1990, AUDRETSCH és ACS, 2005, HUERGO, 2006) és nagyobb mértékben használják a fejlett technológiát, különösen igaz ez a high-tech iparágban. A már régebben működő vállalkozásokhoz viszonyítva, az újak nagyobb arányban számolnak be innovatív, új termékek előállításáról és jobban ki vannak téve a versenynek (GEM, 2007).

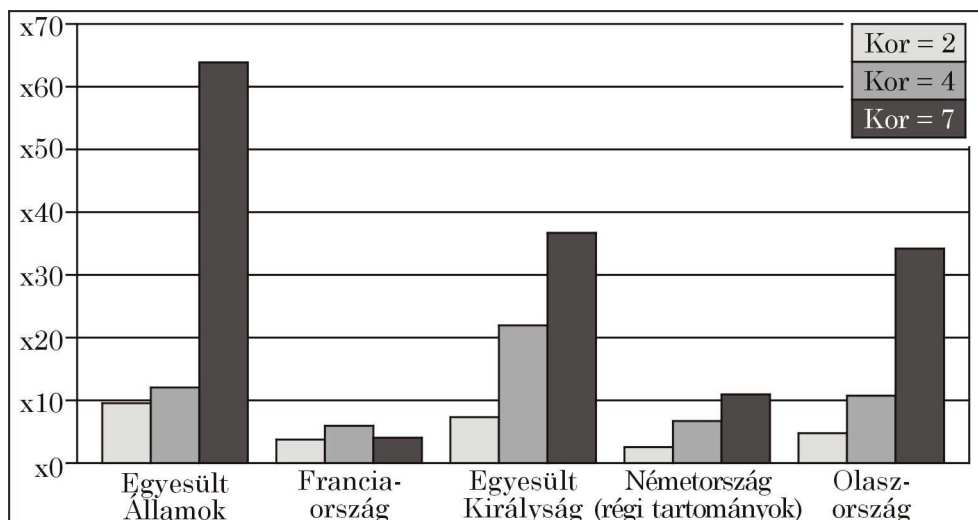
<sup>1</sup> Forrás: Bartelmans, Haltiwanger és Scarpetta (2004).



5. ábra

A vállalkozások és a nettó munkahelyteremtés megoszlása vállalati kor szerint, Kanada (1999-2003)<sup>1</sup>

Mindezen túl, a fiatal vállalatok gyorsabban nőnek Amerikában, mint Európában (6. ábra), melynek oka nem egyedül a pénzügyi rendszerben, hanem egyéb, elsősorban intézményi tényezőkben is keresendő.



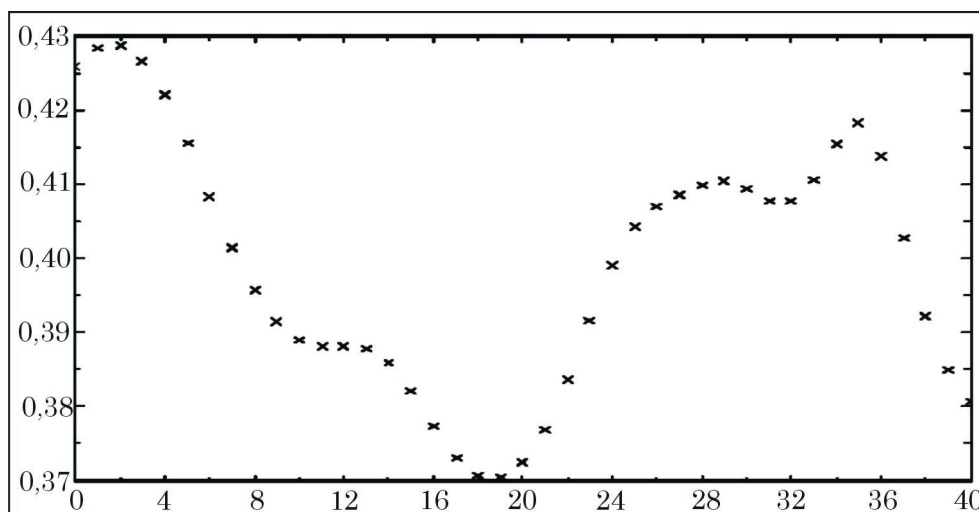
6. ábra

Sikeres vállalatok átlagos növekedési üteme, 1980-2000<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Forrás: Halabisky (2006).

<sup>2</sup> Forrás: Philippon és Veron (2008).

Az innováció valószínűsége nem csak a tevékenységtől függ, hanem befolyásolja a vállalat nagysága (a kis méret erősen csökkenti) és kora (az újonnan belépőknél a legmagasabb, öreg vállalatoknál a legkisebb). HUERGO és JAUMANDREU (2002) 2300 spanyol feldolgozóipari vállalat 1991 és 1998 közötti időszakra vonatkozó adatait dolgozta fel és a 7. ábrában összegezték eredményüket.



7. ábra

*Az innováció valószínűsége a vállalat korának függvényében<sup>1</sup>*

#### **2.4. Az amerikai vállalatok a tőkepiacról finanszíroznak**

A bank bázisú és a tőkepiaci alapú finanszírozás eltérő ösztönzőket jelent a vállalkozások számára. Röviden azt mondhatnánk, hogy a tőkéhez jutás forrása eltérő, ez kihat a menedzsment döntési szabadságára, a vállalatvezetés érdekeltségére, az innovációs készségre és így végső soron a teljesítményre.

- A bank bázisú rendszer a forrásallokáció szuboptimális szintjét hozza létre, azáltal, hogy a bankvezetők döntenek a vállalatnál, gyakran ők szavaznak a kisztrészesek helyett, így nem érvényesül a menedzsment feletti kontroll. Ebben a rendszerben a vállalatoknak van egy finanszírozó bankja, így könnyebben jutnak külső forráshoz, ugyanakkor konzervatív, lassú növekedési stratégiát folytatnak, tőkeintenzívebb eljárásokat alkalmaznak és kevesebb profitot termelnek. Az információk birtokában a bankok több várt eredményt vonhatnak ki a vállalatból (például magas osztalékokkal), mint a tőkepiaci-alapú rendszerben (HELLWIG, 1991), valamint betéteseik védelmének érdekében hajlanak az óvatosságra és ezzel megakaszthatják az innovációt és növekedést (MORCK és NAKAMURA, 1999). Erre tált Japán esetére bizonyítékot WEINSTEIN és YAHEF (1998) is. LEVINE és ZERVOS (1998/a) 42 országra, az 1976-1993 közötti adatok alapján egyfajta likviditási indikátort képezett (részvénykereskedés éves összege / tőzsdei kapitalizáció). Azt

<sup>1</sup> Forrás: Huergo és Jaumandreu (2002).

találták, hogy a banki fejlettség (ügyfélhitelek/GDP) és a tőkepiaci likviditás, erős, pozitív korrelációt mutat a hosszú távú (18 év) növekedéssel.

- Ezzel szemben a piaci alapú rendszerben a tulajdonosok kikényszerítik a teljesítményt és az átláthatóságot, megkövetelik a megfelelő információt a cégekről (HORVÁTH, ALESIANI, PHILIPPON stb.). A tőzsde is stimulálja a vállalatokra vonatkozó információk előállítását, több pénzt adnak a kutató-, előrejelző-, credit rating intézeteknek, ugyanis nagy és likvid piacok esetén könnyebb profitálni az információkkal való kereskedésből (GROSSMANN és STIGLITZ, 1980). A piacok nem ellenőrzik hatékonyan a menedzsereket (SHLEIFER és VISHNY, 1997), a bennfentes információkat a piac nem képes megszerezni és így nem jelent reális fenyegetést a felvásárlás. Az amerikai jogrendszer gátolja a felvásárlásokat azzal, hogy meglehetősen nagy döntési szabadságot, illetve jogkört biztosít a vállalatvezetőknek. Nem működik az irányító testületek kontrollja sem a menedzsment felett, hiszen érdekeik inkább összefonódnak, a menedzsmentnek köszönhetik kinevezésüket és tőlük kapják a díjazást. Ez a kapcsolat ALLEN és GALE (1999) szerint csökkenti a piacok hatékonyságát a vállalatok feletti ellenőrzésben.

Az Amerikára jellemző tőkepiaci vállalatfinanszírozás nemcsak azért kedvező, mert gyakorlatilag megszünteti a tulajdonosi kontrollt (fordított piramis) és nagyobb teret ad a menedzsmenti önállóságnak, hanem azért is, mert a termék-innovációt és a high-tech iparágak innovációját preferálja szemben az Európára jellemző banki finanszírozással, amely tehát nem új termékek megjelenését, hanem termelési folyamatok és eljárások innovációját ösztönzi. (BLOCK, 2002)

### **2.5. A külső források szerepe a növekedésben**

A már működő vállalkozásoknak többnyire van belső forrásuk (működési cash flow), így nincsenek ráutalva külső forrásokra, sőt gyakran tőzsdére bejegyzett, nyílt társaságok, tehát kötvényeket és részvényeket tudnak kibocsátani. Mindez a feltörekvő vállalkozásoknak nem áll rendelkezésükre, a tranzakciós költségeket ugyanis nem tudják vállalni. A fiatal, amerikai vállalatok beruházásai az összes beruházás egyre nagyobb hányadát teszik ki, ami arra enged következtetni, hogy forráshoz tudtak jutni (például tőkejavak elzálogosításával, jelzáloghitelekkel, lízinggel), megtalálták az új megoldásokat, magas hozamú kötvények, garanciával, vagy tulajdonrész átengedéssel fedezett adósság, valamint kisorrészvényes befektetők formájában. A kisbefektetők aktivitása Európában jóval kisebb, mint Amerikában, kivételt képez az Egyesült Királyság és a skandináv országok.

Az új vállalatok ezzel szemben ráutaltak a külső forrásokra, mert még nincs saját, belső forrásuk és mert a nagyfokú bizonytalanság és az információs aszimmetria miatt nehezen jutnak hozzá részvénytőkéhez (DIAMOND, 1991, BERGER és UDELL 1998, BECK és DEMIRGÜC-KUNT 2006).

Az adóssághányad (pénzügyi tőkeáttétel) annál nagyobb, minél magasabb a társasági adókulcs (és Amerikában jóval alacsonyabb, mint Európában) és annál kisebb, minél idősebb egy vállalat, illetve minél nyereségesebb, jövedelmezőbb a tevékenysége (PFAFFERMAYER, STÖCKL, WINNES, 2008). Az alábbi táblázat mutatja a forrásösszetétel különbözőségét a két régióban. Jól látható, hogy míg a tőkepiaci források aránya az eurózána vállalatainál 30, az amerikaiaknál 46%, miközben a bankhiteleké 53-19% az európaiak javára.

1. táblázat  
A vállalatok külső finanszírozási szerkezete, 1999 (%)<sup>1</sup>

	Eurózóna	USA
Részvények	23,6	12,6
Adósság jellegű értékpapírok	6,0	33,3
Bankhitel	52,7	19,4
Szállítói és egyéb kötelezettségek	17,7	34,6
ÖSSZESEN	100	100

A kontinentális Európában univerzális bankok működnek és a befektetési alapok nagy része valamelyik bank tulajdonába tartozik. Így azután a bank garanciát vállal a kliensei által kibocsátott kötvényekért. Ha úgy látja, hogy egy kliens vállalata nem tudja majd visszafizetni a felvett hitelt, kötvénykibocsátásra bírja és azt elhelyezi a vállalat portfóliójában, így azután a kockázatot a bankról leveszi és áthelyezi a befektetőkre (kötvénytulajdonosokra). Így történt például az olasz Parmalat cég csődjénél is. Ugyanez Amerikában korábban nem történhetett meg, azonban a GLASS-STEAGAL törvény 1999-es eltörlését követően, már az amerikai kereskedelmi bankok is vásárolhattak értékpapírokat, ennek negatív hatását tapasztaljuk most meg a pénzügyi válságban.

## **2.6. A tőkepiacról finanszírozott vállalatok menedzsmentjének érdekelttsége rövid távú**

A nagyobb tőkepiaci forráshányad a vállalatvezetők rövid-távú érdekelttségét, döntési horizontját vonja maga után, mert a sok kisorosztályos nem szól bele a döntésekbe, nincs birtokában a vállalati információknak, kizárólag a papírok árából (árfolyamából) következtet a fundamentumokra. A befektetők számára a vállalat értékét, az általa kibocsátott papírok árfolyama méri, ha tehát az árfolyam például csökkenni kezd, a befektető azonnal reagál és leváltja a vezetést. Ennek a rövid távú eredménykényszernek a hatása a fokozottabb innováció is, a vezetésnek ugyanis nincs ideje hosszú távú beruházásokra, szép lassú araszolásra, a technológiai vezető követésére a termelési folyamatok innoválásával, mint a kontinentális európai országokban, ahol a beruházások banki finanszírozása nem kockázattal, hanem a prudenciális szabályokat betartó megtérülés-orientált.

## **2.7. A szabályozás hatása**

ALESINA és GIAVAZZI (2008) szerint a túlszabályozás megnehezíti hatékony, új vállalkozások piacra lépését, védi a bennlévők jövedelmét. Annak, hogy Európából hiányzik a teremtő rombolás, véleményük szerint három fő oka van: a szabályozás, a bevezetett cégek állami támogatása és a trösztellenes hatóságok gyengesége. Az amerikai vállalatokat kevésbé köti a szabályozás, például a munkapiaci (ami Európában szinte lehetetlenné teszi az elbocsátást), a csőd, a pénzügyi felügyelet, vagy a vállalatalapítás szabályai. A liberalizálás kedvező hatását példázza az a tanulmány,

<sup>1</sup> Forrás: Zugang zu Finanzmitteln zu Unternehmen, EC, 2001 Brüsszel.

melyben CORREA (2008) bemutatta, hogyan javította a forrásokhoz való hozzáférést Amerikában, a deregularizáció nyomán bekövetkező államok közötti bankintegráció. REYNOLDS (\*) szerint is csak jó keretfeltételek (pénzügyi, oktatási, K+F, jogi és kereskedelmi infrastruktúra, fizikai infrastruktúrához való hozzáférés, kulturális és szociális normák) esetén bontakozik ki a vállalkozási folyamat. Azaz megfelelő piaci lehetőségek esetén, ha az egyének képzettsége, motivációja és kapacitása megvan vállalkozások alapításához, a lehetőségekkel való éléshez, akkor alakul megfelelő számú új vállalkozás.

### **2.8. A jövedelemkülönbségek és a gyors meggazdagodás amerikai tolerálása**

Az amerikaiakat nem kötik kulturális előítéletek, nem ítélik el a gyors meggazdagodást és elfogadják a jövedelemkülönbségeket. Ez utóbbi abból fakad, hogy a heterogén társadalmakban sokkal kisebb a szolidaritás, nem akarnak magas adókat fizetni az elesettek (mások) támogatására, mindenki magára van utalva, kicsi az állam, alacsony az adórátá. A homogén társadalmakban (mint például az európai országok) erős a szolidaritás, hajlandóak magas adókat is fizetni a jövedelemkülönbségek csökkentésére.

### **KÖVETKEZTETÉSEK**

A kapitalizmus kialakulása óta sorban három állam vált vezető hatalommá, előbb a 17-18. századi hollandok, majd a 19. századi angolok, végül a 20. századi amerikaiak. Mindhárom ország protestáns volt, a kereskedők komoly hatalommal rendelkeztek, tőkepiaci finanszírozási rendszerük kimutathatóan másolással vándorolt, előbb ORÁNIAI VILMOS vitte át Hollandiából Angliába, majd Anglia vitte át gyarmataiba, Amerikába. A technikai élenjáró pozíció Angliából a második ipari forradalom bekövetkeztekor távozott, a hatalmon lévő csoport nem hagyta veszni a korábbi technológiába befektetett tőkét, így nem volt képes a modern vegyipari technológiákat kihasználni (LANDES, MOKYR). Amerika azonban képes volt 140 éven át (1870-től) megőrizni a technikai vezető-szerepet, és úgy tűnik, válság ide, válság oda, ép-púgy mint 1929-ben, most is megmarad a világ élén. A technológiai vezető szerep úgynevezett vastag farkú elosztásnak számít, azaz ha egy ország elég jó a technikai megoldások befogadásában, akkor más országnak nem marad erre hely. Hamar kiderült, hogy 1970 után sem Japán, sem Németország nem riválisa az USA-nak. Nézzünk távolabb! A 15. századig Kína volt a technikai vezető hatalom, jelenleg azonban gyors bővülése ellenére sem gondolhatjuk, hogy ez fenyegető lehetne az USA-ra, mivel éppen a legfontosabb területen, a szellemi javak védelme területén marad el a követelményektől. NORTH (1981 és 1990) meglátása szerint Anglia felemelkedése annak volt köszönhető, hogy a találmányok védelmet kaptak, innét kezdve volt értelme, hogy éveket töltsön egy mester találmányával, ami ha sikerült, akkor védett találmányként egész életére gazdaggá tette a feltalálót. Kína, mint FUKUYAMA művéből közismert, azért sem lehet komoly vetélytárs, mivel nem rendelkezik azzal a társadalmi tőkével, bizalommal, ami lehetővé teszi, hogy családon kívüli körből is vállalati vezetőréteget rekrutáljon, így mindig visszahullik a kisvállalat a kisvállalati létbe, és nem lesz módja, hogy naggyá váljék. Munka, bizalom, kockázatvállalás, szellemi jogok védelme, versenykörnyezet, és annak politikai védelme, talán ezek a legfontosabb elemek, de távol állunk attól, hogy az összes fontos szempontot biztos kézzel átfogjuk.

A jelen dolgozatban ezért csak néhány kérdést USA–EU viszonylatában vizsgáltam meg módszeresen; melyek ezek?

Amerikában – szemben Európával:

- többen vállalkoznak,
- magasabb a vállalati be- és kilépési ráta,
- a vállalatok
  - ⇒ fiatalabbak,
  - ⇒ gyorsabban nőnek,
  - ⇒ innovatívabbak,
  - ⇒ a tőkepiacról finanszírozódnak.
- Milyen intézményi struktúrák teszik lehetővé a fenti előnyöket?
  - ⇒ fejlett pénzügyi rendszer,
  - ⇒ versenyösztönző szabályozatlanság,
  - ⇒ vállalkozásösztönző kulturális és szociális minták.

Tágabb összehasonlításban más szempontokat is megvizsgálhatunk, de – mint jeleztem – itt már a történelmi individuális, és a közgazdasági statisztikai szempontok egybecsúsznának. Van azonban még néhány megjegyzésem. SCHUMPETER szerint a teremtő rombolás a kapitalizmus leglényegesebb eleme. A nagyvállalatok, vagy a kisebbek tudnak jobban rombolni, azaz innoválni? Egyes vélemények szerint a nagyvállalatok jobban tudnak innoválni, mert elégséges a belső kockázatfedezet és kereszttámogatás az érett divízióktól, más nézetek szerint a mozgékony lehetőségvállalkozók tőkepiaci finanszírozás esetén jobbak az innovációban. A termék-innováció (az igazi innováció) úgy tűnik amerikai módszer, míg a tevékenység-innováció, vagy imitáció az európai nagyvállalatoké. Mi a helyzet az amerikai nagyvállalatokkal? Az amerikai nagyvállalatok belső és külső kihívásoknak egyaránt ki vannak téve, akár új belépők fenyegetései, akár a saját részvényeseik kényszerítik ki a szükséges változásokat a vállalatvezetésben (ilyen változás például a nem alaptevékenységüktől való megválás, vagy kisebb egységekre való szétbomlás).

A verseny és az innováció kapcsolatának vizsgálata AGHION nevéhez fűződik. AGHION elméletileg bizonyította, statisztikailag igazolta, hogy a közepesen erős verseny esetén magas az innovációs szint, mivel ha nincs verseny, akkor minek innoválni úgy is nagy a profit, míg ha túl nagy a verseny, akkor nincs mód az innovációra, az állandó harc leköti a rendelkezésre álló erőket.

PHILIPPON és VERON szerint az amerikai vállalatok finanszírozása kritikus az új, feltörekvő vállalkozások alapítása tekintetében, míg Európa pénzügyi rendszere kielégítő a meglévő vállalatok finanszírozásához, ámde a feltörekvő vállalkozások finanszírozásának eszköztára szegényes, fejletlen.

Az EU politikusainak – mint sokan írják – a jogi, szabályozási és piaci ösztönzőkre kellene koncentrálnia (verseny a pénzügyi közvetítők között, értékpapírok szabályozása, adók, prudenciális szabályok, csődszabályok). Kérdés azonban, hogy európai alapértékeinket vessük alá a gazdaságnak, vagy a gazdaság csak szolgálja szemlélődő természetünket, szolidáris lelkünket? Ez érték kérdés, amire a gazdaságtan választ nem adhat. Mindazonáltal az, hogy az EU-ban kevesen, keveset és rosszul dolgoznak, ebben a formában többé nem tartható. Nem tudjuk, hogy mi lesz a jelen pénzügyi válság vége, de az látszik, hogy bár amerikai eredetű, európai pusztítása mélyebb és hosszabb lesz, mint ahol keletkezett, mivel az európai intézmények nem ütésállóak, így nem lehet változatlanul hagyni 2008 ősze után Európát. Ahhoz, hogy globális közvetítő pozícióját (Japánnal együtt) megőrizze az USA és az Európán kívüli világ között, igen sokat kell tennie. Cikkem a feladatlista összeállításához kívánt segítséget nyújtani.

**IRODALOM**

1. ACEMOGLU, D. (2006): Economic Backwardness in Political Perspective American Political Science Review, February 2006 [http://www.nber.org/papers/w8831.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w8831.pdf?new_window=1).
2. ACS, Z. (2006): How is Entrepreneurship Good for Economic Growth? MIT Press Journals, 2006.1.1.97 [www.mitpressjournals.org/doi/pdf/10.1162/itgg.2006.1.1.97](http://www.mitpressjournals.org/doi/pdf/10.1162/itgg.2006.1.1.97).
3. ACS, Z., ARMINGTON, C. (2005): Using Census BITS to Explore Entrepreneurship, Geography and Economic Growth Small Business Research Summary No.248, February 2005.
4. AGHION, P., ALESINA, A., TREBBI, F. (2007): Democracy, Technology and Growth Harvard Institute of Economic Research Discussion Paper No. 2138.
5. ALESINA A., GIAVAZZI F.(2008): Európa jövője Reform vagy hanyatlás, Gondolat, Budapest, 2008.
6. ALLEN, F. és GALE, D. (1999): Corporate Governance and Competition, Center for Financial Institutions Working Papers 99-28, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.
7. AUDRETSCH, D. (1995): Innovation and Industry Evolution MIT Press, Cambridge, MA. 1995.
8. AUDRETSCH, D., ACS, Z. (2005): Entrepreneurship and Innovation, Discussion Papers on Entrepreneurship, Growth and Public Policy 2005-21 [ftp://papers.mpiew-jena.mpg.de/egp/discussionpapers/2005-21.pdf](http://papers.mpiew-jena.mpg.de/egp/discussionpapers/2005-21.pdf).
9. BARTELMANS, E., HALTIWANGER J., SCARPETTA S. (2004): The Microeconomic Evidence of Creativ Distruction in Industrial and Developing Countries, Tinbergen Institute Discussion Paper TI 2004-114/3.
10. BECK, T., DEMIRGÜC-KUNT, A. (2006): Small and Medium-Size Enterprises: Access to Finance as a Growth Constraint, World Bank, February 2006 [http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Small\\_and\\_Medium-Size\\_Enterprises\\_Access\\_to\\_Finance\\_as\\_a\\_Growth\\_Constraint.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Small_and_Medium-Size_Enterprises_Access_to_Finance_as_a_Growth_Constraint.pdf).
11. BERGER, A., UDELL, G. (1998): The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, Journal of Banking and Finance.
12. BERNANKE, B., GERTLER, M: (1990): Financial Fragility and Economic Performance, The Quarterly Journal of Economics, MIT Press, vol. 105(1), pp. 87-114, February.
13. BLOCK, T. (2002): Financial Systems, Innovation and Economic Performance, MERIT-Infonomics Research Memorandum Series 2002-011 <http://www.merit.unu.edu/publications/rmpdf/2002/rm2002-011.pdf>.
14. CARREE, M. A., THURIK, R. (2007): The Lag Structure of the Impact of Business Ownership on Economic Performance in OECD Countries Small Business Economics 2007.
15. CORNWALL, J., NAUGHTON, M.(2003) Who is the Good Entrepreneur? An Exploration within the Catholic Social Tradition. Journal of Business Ethics, 2003, Volume 44, No. 1 (Belmont University).
16. CORREA, R. (2008): Bank Integration and Financial Constraints: Evidence from U.S. Firms International, Board of Governors of the FED System, Finance Discussion Papers, Number 925, March, 2008 [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).
17. DAVIS, S.J., HALTIWANGER, J. (1990): Gross Job Creation and Destruction: Microeconomics Evidence and Macroeconomics Implications, NBER



- Macroeconomics Annual. Blanchard, Oliver and Stanley Fisher (eds.), Cambridge, MA. MIT PRESS.
18. DEMIRGÜC-KUNT, A., LEVINE, R. (2001): Bank-based and Market-based Financial Systems: Cross-Country Comparisons In: Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development? Cambridge, MA: MIT Press, 2001.
  19. DIAMOND, D.W. (1991): Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt, *Journal of Political Economy*, 99.
  20. DJANKOV, S. R., LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILVAS, A. SCHLEIFER : The Regulation of Entry NBER Working Paper No.7892, 2000 [http://www.nber.org/papers/w7892.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w7892.pdf?new_window=1).
  21. ERICSON, R., A. PAKES (1995): Markov-Perfect Industry Dynamics: a Framework for Empirical Work *Review of Economic Studies*, 62(1), 1995.
  22. FOSTER L., HALTIWANGER, J., KRIZAN, C.J. (2000): Aggregate Productivity Growth: Lessons from Microeconomic Evidence, NBER Working paper No. 6803 [http://www.nber.org/papers/w6803.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w6803.pdf?new_window=1).
  23. FUKUYAMA . F (1997) :Bizalom , Európa Könyvkiadó, Budapest, 1997.
  24. GEM (2007) BOSMA, N., JONES, K., AUTIO, E., LEVIE J.: Global Entrepreneurship Monitor 2007 Executive Report London Business School, Babson College [http://www.gemconsortium.org/download/1225025846457/GEM\\_2007\\_Executive\\_Report.pdf](http://www.gemconsortium.org/download/1225025846457/GEM_2007_Executive_Report.pdf).
  25. GLAESER, E., SHLEIFER, A., LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F. (2004): Do Institutions Cause Growth? *Journal of Economic Growth*, 9, 2004. [http://www.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/files/do\\_institutions\\_cause\\_growth.pdf](http://www.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/files/do_institutions_cause_growth.pdf)
  26. GROSSMANN, S., STIGLITZ, J. (1980): On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, *American Economic Review*, Volume 70, No.3.
  27. HALABISKY, D. (2006) The Growth Process in Firms: Job Creation by Firm Age Small Business Policy Branch, Industry Canada.
  28. HELLWIG, M. (1991): Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance, In: A. GIOVANNINI and C. MAYER, (eds.), *European Financial Integration*. New York: Cambridge University Press.
  29. HORVÁTH JÓZSEF: A piacközpontú vegyesgazdaság modellje, In: BARA, Z., SZABÓ, K. (szerk.) *Gazdasági rendszerek, országok, intézmények*, Aula Kiadó, 2000.
  30. HUERGO, E., JAUMANDREU, J. (2002): How does probability of innovation change with firm age? <http://www.eco.uc3m.es/IEEF/pinnov.pdf>.
  31. Intuit Future of Small Business Report (2007) The Intuit Future of Small Business Series January, 2007. Institute for the Future for Intuit [www.iftf.org](http://www.iftf.org).
  32. JOVANOVIĆ, B. , S. LACH (1989) : Entry, Exit, And Diffusion With Learning By Doing *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 79(4), 1989.
  33. KING, G., LEVINE, R. (1993): Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence, *Journal of Monetary Economics*, 32.
  34. KLAPPER, L., LAEVEN, L., RAJAN, R. (2004): Business Environment and Firm Entry: Evidence from International Data, World Bank Policy Research Working Paper 3232, March 2004. [http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer?WDSID=IB/2004/06/04/000009486\\_20040604164853/Rendered/PDF/wps3232business.pdf](http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer?WDSID=IB/2004/06/04/000009486_20040604164853/Rendered/PDF/wps3232business.pdf)
  35. KLAPPER L., LAEVEN, L., RAJAN, R (2006):. Entry Regulation as a Barrier to Entrepreneurship *Journal of Financial Economics* 82 (3), 2006.

36. KLAPPER et al. (2007): Entrepreneurship and Firm Formation Across Countries, Policy Research Working Paper, 4313, The World Bank, August, 2007 [http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2007/10/05/000158349\\_20071005155344/Rendered/PDF/wps4313.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2007/10/05/000158349_20071005155344/Rendered/PDF/wps4313.pdf).
37. LANDES, D. (1969): The Unbound Prometheus: Technological Change and Industrial Development in Europe from 1750 to the Present, Cambridge.
38. LEVINE, R. (1997): Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, 35.
39. LEVINE, R. (2002): Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?, *Journal of Financial Intermediation*, 11.
40. LEVINE, R. (2004): Finance and Growth: Theory and Evidence, In: *Handbook of Economic Growth*, AGHION, P., DURLAUF, S. (eds), Netherlands: Elsevier. [http://www.econ.brown.edu/fac/Ross\\_Levine/Publication/Forthcoming/Forth\\_Book\\_Durlauf\\_FinNGrowth.pdf](http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/Publication/Forthcoming/Forth_Book_Durlauf_FinNGrowth.pdf).
41. LEVINE, R. (2005): Finance and Growth: Theory and Mechanisms, In: *Handbook of Economic Growth*, AGHION, P., DURLAUF, S. (eds) Amsterdam, Netherlands: North-Holland.
42. LEVINE, R., ZERVOS, S. (1998): Capital Control Liberalization and Stock Market Development, *World Development*, 26.
43. LEVIN, R., ZERVOS, S. (1998): Stock Markets, Banks and Economic Growth, *American Economic Review*, June, 1998, Volume 88/3.
44. MERTON, R.C. (1992): Financial Innovation and Economic Performance, *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 4., 1992.
45. MERTON, R.C. (1995): A Functional Perspective of Financial Intermediation, *Financial management*, Volume 24, 1995.
46. MERTON, R.C., BODIE, Z. (1995): A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment, In: *The Global Finance System: A Functional Perspective*, CRANE, D., et.al. (eds.) MA: Harvard Business School Press, Boston, 1995.
47. MERTON, R.C., BODIE, Z. (2004): The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure, NBER Working Paper, No. 10620.
48. MORCK, R., NAKAMURA, M. (1999): Banks and Corporate Control in Japan, *Journal of Finance*, Volume 54, 1999.
49. MOKYR, J. (1990): *The Lever of Riches*, Oxford University Press.
50. NORTH, G. (1981): *Structure and Change in Economic History*, New York és London, 1981.
51. NORTH, G. (1990): *Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge 1990.
52. PAPAIVANNOU, E. (2007): Finance and Growth, A Macroeconomic Assessment of the Evidence from a European Angle, ECB Working Paper Series, No. 787, July, 2007 <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp787.pdf>.
53. PERETTO, P. (2003): Fiscal Policy and Long-run Growth in R&D-based Models with Endogenous Market Structure *Journal of Economic Growth*, Volume 8, Number 3, September 2003.
54. PFAFFERMAYER, M., STÖCKL, M., WINNES, H. (2008): Corporate Taxation, Debt and Firm Age: Evidence from European Firm Level Data, University of Innsbruck, Working Papers, 2008-09, May, 2008.
55. PHILIPPON, T., VERON, N. (2008): Financing Europe's Fast Movers, Bruegel Policy Brief, Issue 2008/01, January, 2008. <http://www.bruegel.org/Public/file>

- Download.php?target=/Files/media/PDF/Publications/Policy%20Briefs/PB200801.pdf.
56. RAJAN, R.G., ZINGALES, L. (1998): Financial Dependence and Growth, *American Economic Review*, Volume 88. No. 3, 1998.
  57. REYNOLDS. P., W. BYGRAVE, E. AUDIO et al. (2002): *Global Entrepreneurship Monitor 2002 Executive Report*, Babson College, London Business School, Ewing Marion Kauffman Foundation 2002 <http://www.gemconsortium.org/document.aspx?id=239>.
  58. SHLEIFER, A., VISHNY, R. (1997): The Limit of Arbitrage, *Journal of Finance*, Volume 52, Issue 1, March, 1997.
  59. SCHUMPETER J: *The Theory of Economic Development. An inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle* Harvard University Press, Cambridge, 1934 (Seventh printing, 1961).
  60. WEINSTEIN, D., YAFEH, Y. (1998): On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan, *Journal of Finance*, Volume 53, Issue 2, April, 1998.
  61. WENNEKERS. S., R. THURIK (1999): Linking Entrepreneurship and Economic Growth *Small Business Economics*, Vol.13., No.1., August 1999.

**ANNA FORGÁCS**

***Financial system and entrepreneurial activity. Europe or US?***

*This paper examines the impact of financial sector on economic growth in the context of entrepreneurship. Three approaches to growth (financial system, entrepreneurs' activity, institutions) are reviewed, then a comparative study is made between American and European entrepreneurship. I find that American entrepreneurial activity is much higher and US companies are younger, more innovative and faster growing than Europeans, finally as it is well known American companies are financed by the capital market opposed to European companies which are financed by banks. The sources of the American advantages are institutional structures such as developed financial sector, competition stimulating "under-regulation" and cultural and social patterns which are stimulating entrepreneurial activity.*