

MIKESY ÁLMOS

A MAGYARORSZÁGI MIKRO-, KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALATOK NYITOTTSÁGA A KÜLSŐ TŐKEBEVONÁS IRÁNT

A mikro-, kis- és középvállalatok fejlődése, gazdasági növekedésben betöltött szerepének erősödése elé jelentős akadályt gördít a külső finanszírozási forrásokhoz való korlátozott hozzáférés, ami a 2008-ban kitört pénzügyi és gazdasági válság óta még akutabb problémává vált. Ez felértékelte az olyan alternatív forrástípusok jelentőségét, mint a saját tőke alapú tőkebevonás. A tőkeági finanszírozás Magyarországon az előző években csak egy viszonylag szűk vállalkozói kör számára volt elérhető, aminek véleményünk szerint kínálati és keresleti oldali okai egyaránt vannak. Empirikus elemzésünkben a magyarországi vállalatok külső tőkebevonás iránti nyitottságát vizsgáltuk, eredményeink alapján az exporttevékenységet (is) folytató, elsősorban a szolgáltató szektorban, kisebb mértékben az iparban működő vállalkozások körében találhatóak leginkább olyan cégek, amelyek nyitottak a külső tőkebefektető tulajdonosi körbe való bevonására. Emellett azok a vállalatok nyitottabbak a tőkeági finanszírozásra, amelyek középtávú célkitűzései között a pénzügyi helyzet stabilizációja, illetve vállalatfelvásárlások szerepelnek.

BEVEZETŐ

Számos hazai mikro-, kis- és középvállalat a megfelelő piaci beágyazottság és életképes üzleti terv ellenére sem jut megfelelő külső finanszírozáshoz. A pénzügyi válság 2008-as kitörését követően a kkv-szektor¹ első számú finanszírozójának számító bankszektor kockázatvállalási hajlandósága erőteljesen lecsökkent Európa-szerte, emellett a szigorodó szabályozás és a mérlegalkalmazkodás is ahhoz vezetett, hogy a pénzügyintézetek jelentősen mérsékeltek a kockázatosabb kihelyezéseket: ez különösen hátrányosan érintette a mikro-, kis- és középvállalatok hosszabb távú fejlesztési forrásokhoz való hozzáférését. Magyarországon a helyzetet számos egyéb tényező (pl. devizahitelek elterjedése, alacsony belső megtakarítási ráta, makrogazdasági egyensúlytalanságok) is súlyosbította. A keresleti oldalon pedig a bizonytalanná váló piaci kilátások miatt csökkent a fix összegű törlesztési kötelezettséget jelentő adósságfinanszírozás vonzereje. Emiatt felértékelődnek az életképes üzleti tervvel rendelkező vállalkozások számára az alternatív forrástípusok, így többek között a tőkeági finanszírozás is. A saját tőke alapú tőkebevonás Magyarországon az előző években csak egy viszonylag szűk vállalkozói kör számára jelentett alternatívát, a tőkeági finanszírozók többségének befektetési fókuszja csak néhány vállalati szegmensre koncentrált, így a finanszírozási típus alacsony ismertsége mellett ez is hozzájárult a mikro-, kis- és középvállalatok részéről tapasztalható elzárkózáshoz. A ren-

A szerző köszönettel tartozik Ásványi Katalinnak és Szabó Zsoltinak, akik hasznos észrevételeikkel és javaslataikkal segítették a tanulmány elkészülését.

1 A „kkv” gyűjtőfogalmat a tanulmányban a mikro-, kis- és középvállalatok csoportjára használjuk.

delkezésre álló források bősége, valamint az eddigi célcsoportok szűkösége ugyanakkor elengedhetetlenné teszi, hogy a tőketársaságok újabb ágazatok irányába nyissanak.

Fontos kérdés azonban az is, hogy milyen a hazai mikro-, kis- és középvállalatok viszonya ehhez a finanszírozási típushoz. Elemzésünkben arra keressük a választ, hogy mi határozza meg a magyarországi vállalatok külső tőkebefektetőkhez való viszonyulását, milyen tényezők játszanak szerepet a nyitottságban, illetve az elzárkózásban. Cikkünkben először elméleti megközelítésből vizsgáljuk a kkv-k finanszírozási döntéseit. Ezt követően röviden áttekintjük a tőkeági finanszírozás magyarországi történetét, valamint megvizsgáljuk a kereslet-kínálat jelenlegi hazai helyzetét. Végül a külső tőkebefektetők tulajdonosi körbe való beengedésével kapcsolatos vállalati nyitottságot a Magyar Fejlesztési Bank vállalati felmérésének (MFB-INDIKÁTOR) 2013. tavaszi fordulójában részt vevő mikro-, kis- és középvállalatok válaszai alapján vizsgáljuk egy logisztikus regressziós modell segítségével. Írásunkat az eredmények összegzésével zárjuk.

1. A VÁLLALATI TŐKESZERKEZETTEL FOGLALKOZÓ ELMÉLETEK

A vállalatok tőkeszerkezetével kapcsolatos gondolkodást *Miller és Modigliani* [1958] *közömbösségi elmélete* (irrelevance theory) indította el, amely szerint egy vállalat értéke (tökéletes piacok esetén) független a tőkeszerkezet megválasztásától, azt kizárólag mérlegének aktív oldala (reáleszközei) határozza meg. Ez az állítás azonban csak számos nem realiztikus feltételezés² mellett érvényes, a modern tőkeszerkezeti elméletek a következő évtizedekben alapvetően ezek feloldásával kívánták közelíteni a gyakorlatot.

A *választásos elmélet* (trade-off theory) szerint az adósságfinanszírozás az ún. *adóópajzs*³ miatt előnyösebb a saját tőke alapú finanszírozással szemben [De Angelo–Masulis, 1980], miközben figyelembe veszi a cégek eladósodásából fakadó pénzügyi nehézségek okozta költségeket [Kim, 1978]. A vállalatok ennek alapján egy optimális tőkeáttételi szint kialakítására törekednek [Myers, 2001]. A választásos elmélet legnagyobb hiányossága ugyanakkor, hogy miközben részben magyarázatot nyújt a vállalati tőkeszerkezetek ágazatok közötti eltérésére, nem képes választ adni az iparágon belüli különbségekre, többek között arra sem, hogy miért tér el a tőkeszerkezet a vállalati méret szerint. Emellett a mikro-, kis- és középvállalatok esetében az adóópajzs kedvező hatását jellemzően meghaladják a pénzügyi nehézségek negatív következményei, ami a választásos elmélet korlátozott magyarázó erejét támasztja alá ebben a vállalkozói körben [Mac an Bhaird, 2010].

2 a) nincsenek adók, b) nincsenek tranzakciós költségek, c) nincs információs aszimmetria, d) mindenki (vállalatok és magánszemélyek is) azonos kockázatmentes kamatláb mellett képes hitelhez jutni, e) a vállalatok előtt csak két út áll a forrásbevonásra: vagy részvényt bocsátanak ki, vagy kockázatmentes hitelt vesznek fel, f) minden pénzáramlás örökjáradék jellegű [Krénusz, 2005].

3 A vállalati hitelek után fizetett kamat csökkenti az adóalapot, így T_c vállalati nyereségadókulcs mellett a hitelköltség T_c -ednyi részét gyakorlatilag az állam finanszírozza, illetve a kormányzat ennyi adójövedelemről mond le vállalati hitelfelvétel esetén [Brealey–Myers, 1999].

A *hierarchia elmélet* (pecking order theory) az információs aszimmetriára épülő tőkeszerkezeti modellek közé tartozik, amelyek abból indulnak ki, hogy a befektetők nem rendelkeznek pontos információval a cég meglévő eszközeiről, valamint a potenciális befektetési lehetőségekről. A vállalatok beruházásaikat elsősorban belső forrásokból finanszírozzák, a külső finanszírozási eszközökön belül pedig a kevésbé kockázatostól (kötvénykibocsátás, hitel) haladnak az átváltható értékpapírok irányába és csak a rangsor végén található a külső tőkebevonás. A vállalat értékét a meglévő eszközök mellett a jövőbeni beruházási lehetőségek reopciójának diszkontált jelenértékéből kaphatjuk meg [Myers, 1977], így a túlzott eladósodás azzal a negatív következménnyel járhat, hogy a vállalat nem képes a beruházási lehetőségeket kihasználni. A hierarchia elmélet alapján a vállalatoknak nincs egy preferált (statikus) optimális tőkeáttételi szintje, az a külső forrásigénytől, azaz a beruházási lehetőségektől függ. A hierarchia elmélet elsősorban az ágazaton belüli eltérésekre világít rá, az iparágak közötti különbségekre azonban nem ad választ.

Zoppa és McMahon [2002] szerint ugyanakkor a kkv-k finanszírozási döntéseit⁴ a saját tőke típusú finanszírozáshoz való drágább [Jensen-Uhl-Bartholdy, 2008] és korlátozottabb hozzáférésük miatt egy *módosított hierarchia elmélet* képes jól magyarázni⁵. Ennek alapján a mikro-, kis- és középvállalatok elsősorban a profit visszaforgatását preferálják⁶, amit a rövid-, majd a hosszú távú adósságfinanszírozás követ, megelőzve a tulajdonosoktól származó tőkeinjekciót, s csak a legutolsó alternatívaként jelenik meg a külső tőkebefektetők tulajdonosi körbe való beengedése. Bizonyos esetekben pedig még egy ennél is korlátozottabb hierarchia érvényesül, s a külső tőkebevonás fel sem merül opcióként [Holmes és Kent, 1991; Howorth, 2001]. Mac an Bhaird [2010] szerint az induló, gyors növekedési potenciállal rendelkező, elsősorban high-tech cégek finanszírozását inkább egy módosított hierarchia elmélet magyarázza (high technology pecking order hypothesis): ebben az esetben a saját forrásból való finanszírozást a külső tőkebevonás követi a preferen-

4 A mikro-, kis- és középvállalatok tőkeszerkezetének vizsgálatában a (klasszikus) vállalatpénzügyi szemlélet mellett fokozatosan teret nyert az interdiszciplináris megközelítés, így a közgazdaságtani és finanszírozási modellek mellett a témával foglalkozó kutatók egyre gyakrabban használták fel a vállalkozástudomány, a vállaltszervezés, földrajztudomány és a pszichológia eredményeit is [Mac an Bhaird 2010]. Ezt elsősorban az indokolta, hogy a kkv-k sok esetben más problémákkal szembesülnek, mint a nagyvállalatok, tulajdonosaik és menedzsereik döntéseit, cselekedeteit más ösztönzők mozgatják, eltérő érdekek vezérlik őket.

5 A hitel-, illetve tőkeági finanszírozás közötti választást erőteljesen befolyásolja az utóbbi magasabb ára. Ez a külső tőkebevonás esetében hangsúlyosabban jelentkező információs aszimmetriára és kontrasztelekciós hatásra vezethető vissza. A mikro-, kis- és középvállalatok tulajdonosainak jelentős ex ante információs előnye miatt a tőkebefektetők *szigorú cégátvilágítást* (due diligence) végeznek az investíció előtt, emellett folyamatos monitoringot alkalmaznak a befektetési periódus alatt, amelyek költsége jelentősen meghaladja a hitelszerződések teljesítésének ellenőrzéséhez kapcsolódó terheket.

6 Briozzo és Vigier [2007] ezt egyrészt a belső források felhasználása által biztosított rugalmassággal (a tulajdonos-menedzserek szabadon dönthetnek felhasználásukról), másrészt az információs előny kihasználásával magyarázza. Utóbbi azt jelenti, hogy mivel beruházásaikat inkább a visszaforgatott nyereségből finanszírozzák, így nem kell a vállalat kilátásairól rendelkezésükre álló információkat mással megosztaniuk.

ciatorban, s csak ezt követi az adósságfinanszírozás, miután a klasszikus banki szempontok alapján is hitelképessé válnak⁷.

A kvk-k külső finanszírozáshoz való viszonyulását, s azon belül is a tőkebefektetők tulajdonosi körbe való beengedését jelentősen befolyásolhatja a tulajdonosmenedzser kockázatvállalási hajlandósága, valamint a kontrollhoz való ragaszkodása is. Mac an Bhaird [2010] idézi Cressy modelljét, aminek alapján a kis- és középvállalatok abban az esetben utasítják el a külső forrásbevonást, amikor ennek pszichológiai költségei meghaladják a hitelhez jutás előnyeit. A kvk-tulajdonosok nagyobb része alapvetően kockázatkerülő, gyakran személyes vagyonuk is több szálon összefonódik a vállalat eszközeivel (pl. fedezetként van bevonva). Briozzo és Vigier [2007] szerint a kis- és középvállalatok (szemben a „tankönyvi” nagyvállalatokkal) nem csak a vállalati érték maximalizálását veszik figyelembe finanszírozási döntéseik meghozatalakor⁸. Cressy és Olofsson [1997] úgy találta, hogy néhány vállalkozó inkább az egész vállalatot eladná, mintsem a tulajdon egy részét értékesítse. Kutatásuk szerint azonban a vállalkozók egy része felméri, hogy az új tulajdonostársakkal a finanszírozási forráson kívül egyéb előnyök is járnak (szakértelem, piaci kapcsolatok stb.), így ezek a cégek nyitottak a külső tőkebevonásra [Cressy-Olofsson, 1997].

A külső finanszírozási forrásokkal kapcsolatos preferenciasorrend azonban nem feltétlenül állandó, az életgörbe egyes pontjaiban különbözhet [Ang, 1991]. A fiatalabb cégek általában nem képesek növekedési lehetőségeik kiaknázásához elegendes belső forrást megtermelni, gyenge hitelképességük miatt pedig a hitelkapacitásuk korlátozott. Az érettebb, idősebb cégek viszont több (visszatartott) eredménytartalékkal rendelkeznek, így beruházásaik finanszírozásában nagyobb mértékben képesek a belső forrásaikra támaszkodni [Jensen-Uhl-Bartholdy, 2008]. Diamond [1989] szerint fontos szerep jut a vállalat előtörténetének (track record-jának) is: a rendelkezésre álló historikus pénzügyi és üzleti adatok csökkentik a „belső” információs előnyt, így könnyebben és olcsóbban jutnak mind hitelági, mind tőkeági finanszírozáshoz. Az induló vállalkozók esetében viszont a külső befektető gyakorlatilag csak a vállalkozóra, a menedzsment csapat képességére, tudására tud alapozni. Baeyens és Manigart [2006] egy másik szempontot is megemlít: a vállalatok preferenciáinak időbeli változása összefügghet finanszírozási helyzetük alakulásával is, ennek alapján a pénzügyi nehézségekkel küzdő cégek nyitottabbá válhatnak a külső tőkebefektetésre. Emellett a külső finanszírozási környezet is befolyással lehet a vállalatok különböző forrástípusokkal kapcsolatos attitűdjére. Amennyiben makrogazdasági, illetve pénzügyi sokkok következtében a klasszikus finanszírozási csatornák (vállalati hitelezés) akadoznak, úgy ennek eredményeként felértékelődhet az *alternatív finanszírozási eszközök szerepe*.

7 Carpenter és Peteresen [2002] azt állapították meg, hogy a tőzsdei bevezetést (IPO) megelőzően a high-tech cégek viszonylag alacsony tőkeáttétellel működtek, a tőzsdei bevezetést követően azonban jelentősen nőtt a hitelállományuk. Ebből azt a következtetést vonták le, hogy ezeket a cégeket különösen sújtják a hitelezési korlátok, s a kölcsönökhöz való hozzájutásuk csak azt követően lesz könnyebb, miután a tőzsdei jelenléttel csökken az esetükben fennálló információs aszimmetria.

8 Le Cornu és szerzőtársai [1996] úgy találták, hogy a tulajdonos-menedzserek mindössze 3 százalék-a követte célként a vállalati érték maximalizálását.

2. A TŐKEÁGI FINANSZÍROZÁS ALAKULÁSA MAGYARORSZÁGON

A tőkepiaci finanszírozás klasszikus formái (pl. kötvénykibocsátás, tőzsdei bevezetés) a hazai kkv-k számára csak elvi lehetőséget jelentenek⁹, elsősorban azok igen magas fajlagos költsége¹⁰ miatt. A külső tőkefinanszírozás egyetlen valódi alternatívája így a magántőke¹¹ bevonása lehetne. A Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület (HVCA) adatai alapján azonban 1989 és 2010 között mindössze 416 befektetés valósult meg Magyarországon, amit az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (EVCA) statisztikái szerint 2011-ben 37, 2012-ben 46, 2013-ban pedig 43 investíció követett. A hazai magántőkebefektetések első két évtizedére alapvetően a növekedési (expanzív) szakaszban lévő vállalatok finanszírozása volt jellemző¹². Ebben jelentős változás történt a *Jeremie alapok* 2009-es indulásával¹³, aminek köszönhetően az elmúlt években a hazai kockázati tőkepiac mind regionális, mind európai összehasonlításban jó teljesítményt nyújtott¹⁴. Az összes magántőke-befektetést tekintve azonban az összkép ennél árnyaltabb: a kivásárlási, illetve növekedési tőkebefektetések alacsony szintje miatt Magyarországon 0,058 százalék volt 2013-ban az összes magántőkebefektetés GDP-arányos mértéke, ami az európai átlag (0,253 százalék) negyedét sem érte el, s a közép-kelet-európai régió belül Lengyelország (0,098 százalék) és Csehország (0,090 százalék) is megelőzte. A kettőséget az is jól jelzi, hogy Magyarország azon kevés ország egyike, ahol az elmúlt években a kockázati tőkebefektetések mértéke meghaladja a magántőke-befektetéseket. Iparági szereplők és a téma elemzői között konszenzus mutatkozik abban, hogy ennek elsősorban keresleti, s nem pedig kínálati okai vannak [Karsai, 2011; HVCA, 2013]. A tőkealapok képviselői szerint kevés az olyan versenyképes, innovatív, megfelelő

9 A Budapesti Értéktőzsdén 2008 és 2013 között mindössze 21 tőzsdei bevezetés történt (www.bet.hu).

10 A költségek akár a kibocsátás értékének 10-13 százalékát is elérhetik [Carpenter-Petersen 2002], s a tőzsdei bevezetést követően is folyamatosan számolni kell olyan költségekkel, mint például az auditálás, vagy a tőzsdei tagsággal összefüggő díjak.

11 A *magántőke* (private equity) kifejezést írásunkban az olyan saját tőke alapú finanszírozásra használjuk átfogóan, ahol a céltársaság tőzsdén még nem szereplő vállalat. A befektetők célja a vállalati érték növelése, majd a tulajdonrész értékesítése, ennek érdekében részt vesznek a cég irányításában. A *kockázati tőke* ennek egyik alkategóriája, amely alapvetően a korai szakaszban lévő, jelentős növekedési potenciállal rendelkező vállalatokba való befektetést jelöli [Papp, 2012].

12 Az összes befektetés 59,1 százalékát a növekedési szakaszban lévő vállalatok adták az investíciók száma alapján, ugyanakkor a befektetett tőke mértékét tekintve a kivásárlási ügyletek (68,0 százalék) domináltak [HVCA, 2011].

13 Andrásí és szerzőtársai [2009] szerint az innovatív vállalatok a korábbi időszakban nehezen találtak befektetőket, aminek elsősorban a magvető tőke hiánya és az üzleti anyagok alacsony száma volt az oka. Ez utóbbit a Globális Vállalkozói Monitor kutatása is megerősítette: az informális tőkebefektetők aránya (a család, rokonok mellett ebbe tartoznak a befektetői tapasztalattal rendelkező üzleti anyagok is) a hazai felnőtt lakosságon belül 4,7 százalékot tesz ki, míg a közép-kelet-európai átlag 5,4 százalék, a világszerte pedig 4,9 százalék [Szerb et al., 2011].

14 Az EVCA ún. *piaci statisztikája* (market statistics) alapján 2012-ben a kockázati tőkebefektetések GDP-arányos értékét tekintve Magyarország az első helyen végzett (0,065 százalék) Európában, ugyanakkor a 2013-as adatok alapján a tizennegyedik helyre süllyedt, miután a GDP-arányos befektetések mértéke kevesebb mint harmadára esett vissza (0,018 százalék). A hazai kockázati tőkebefektetések tavalyi visszaesése ellenére Magyarország továbbra is elővasnak számít a közép-kelet-európai régióban.

menedzsmenttel működő cég, amely rendelkezik megfelelő üzleti tervvel és csapattal. *Karsai* [2011] emellett az okokat a finanszírozási forma alacsony ismertségével, a kereslet és kínálat egymásra találását segítő intézmények hiányával egészíti ki.

3. KERESLET ÉS KÍNÁLAT

A 2010 és 2013 között – a Jeremie források megjelenésének köszönhetően – a kockázatitőke-befektetések adták a kivásárlási tranzakciókon kívüli összes hazai magántőke-befektetés 75,2 (a befektetett tőke nagysága szerint), illetve 88,7 százalékát (az investíciók száma szerint). A Jeremie alapok papíron szektorsemlegesek, ugyanakkor az investíciók szektorális megoszlása erős ágazati koncentrációt mutat: a legtöbb kockázatitőke-befektetés 2010 és 2013 között az élettudományok (28), az informatika (22), a fogyasztási cikkek és szolgáltatások (22), valamint a kommunikáció (17) területén valósult meg, összesen 87,6 millió euró értékben (az összes ilyen típusú befektetés 62,3 százaléka).

A kockázatitőke-alapok fókuszában lévő négy ágazat mellett a Magyarországon megvalósult magántőke-befektetések között az energetika és környezetvédelmi ágazat számított jelentősnek az elmúlt négy évben (64,1 millió euró, illetve 6 befektetés). Az olyan hagyományos ágazatokba, mint a mezőgazdaság, az ipar, építőipar, vagy a szállítás mindössze 23 investíció történt (az összes befektetés 17,3 százaléka), 21,6 millió euró értékben (az összes befektetés 11,5 százaléka).

A következő időszakban azonban várható, hogy a tőkealapok újabb ágazatok felé is nyitnak. Egyrészt ezt a szabályozás is ösztönzi¹⁵, másrészt a támogatott források felhasználására viszonylag rövid idő áll rendelkezésre az alapkezelők számára, miközben egyre inkább megmutatkozik a keresleti oldal korlátossága. Ezt a szektor szereplőinek nyilatkozatai is alátámasztják¹⁶. A tőkealapok nyitását a keresleti oldal szükségessége is ösztönzi. A legfrissebb, 2014. február végi adatok alapján [Szobonya, 2014] a Jeremie I keretén belül összesen 82 befektetés került végrehajtásra (31,67 milliárd forint értékben), míg a Jeremie II során eddig 8 (1,36 milliárd forint értékben). A különböző számítások alapján (*lásd 1. táblázat*) 2015 végéig még legalább 140–197 befektetést kell végrehajtaniuk az alapkezelőknek annak érdekében, hogy a rendelkezésre álló teljes keretet kihasználják, amihez akár közel 10 ezer céget is meg kell vizsgálniuk az alapoknak¹⁷. Emiatt mindenképpen szükségessé válhat, hogy az alapkezelők támogassák az eddigi szektorfókuszú befektetési politikájukban.

15 Az irányváltást jelezte már a Jeremie III pályázati kiírása is, amely a befektetési portfólión belül az innovatív, illetve kezdeti fázisú vállalkozások 20 százalékos kötelező arányát szabta meg. Ez az arány az első Jeremie körben 30 százalék volt, a Jeremie II magvető alapjainál 50 százalék, míg a Jeremie II növekedési alapjainál 20 százalék (www.mvzrt.hu).

16 A korábban Biggeorge's-NV nevű alapkezelő Jeremie II pályázaton nyertes új növekedési tőkealapjával (X-Ventures Beta) már az expanzió szakaszában lévő, „cash pozitív” cégek finanszírozásában is részt venne, de a hagyományos iparágak felé is nyitna: befektetéseket tervez az egészségügy, a szállodaipar, a logisztika, az elektronika és a gépjárműterületén [Portfolio.hu 2013]. Ezzel összhangban a cég második tőkealapjának első befektetése egy logisztikai szolgáltatásokat nyújtó vállalatba történt (B21 Kft.)

17 Iparági vélemények alapján egy vállalat kiválasztásához kb. 50 cég előzetes vizsgálatára is szükség lehet [insiderblog.hu 2013].

1. táblázat: A befektetések várható számának becslése a 2015-ig rendelkezésre álló Jeremie források alapján

	Befektetések száma	Befektetések összege (milliárd Ft)**	Egy befektetésre jutó átlagos összeg (millió Ft)**	Szükséges befektetések száma***
Jeremie I és Jeremie II befektetések (2014.02.28-ig)	88	33,0	375,3	197
Magyarországi magántőke-befektetések (2007-2013)*	172	90,9	528,6	140
Magyarországi magántőke-befektetések (2010-2013)*	133	55,6	417,9	177

* kivásárlások nélkül

** az EVCA adatoknál az MNB által számított 2013. évi átlagos 296,92 HUF/EUR árfolyamot alkalmaztuk

*** a 2015-ig még rendelkezésre álló Jeremie II, illetve Jeremie III forrásokkal számolva, a keret 100 százalékos kihasználtságát feltételezve, a keret összegéből a már ismert befektetéseket (1,36 milliárd Ft) levonva

Forrás: EVCA/ Pereg_Analytics, Szobonya [2014]

3.1. A TŐKEÁGI FINANSZÍROZÁS POTENCIÁLIS HAZAI CÉLCSOPORTJA

A potenciális célcsoportot alkotó magyarországi vállalatok körét a következő szempontok alapján igyekeztünk feltérképezni: 1. a külső tőkebefektetés ismertsége, 2. a hazai vállalatok képessége a külső tőkebevonásra, illetve 3. a hazai vállalatok nyitottsága.

3.1.1. Ismertség

Általánosságban elmondható, hogy Magyarországon a banki finanszírozás túlsúlya, valamint a tőkebefektetések eddig alacsony száma és volumene miatt a vállalkozóknak csak kis hányada ismeri a saját tőke alapú finanszírozás részleteit, illetve képes felmérni előnyeit, hátrányait. A Garantiqa Zrt. *Darazsacsz* és *Szlatárovics* [2009] által idézett 2008-as fókuszcsoportos piackutatása alapján a vizsgálatba bevont vállalatok egyáltalán nem ismerték a kockázati tőke fogalmát, a kifejezéshez pedig alapvetően negatív asszociációkat kapcsolnak (pl. „uzsora”, „cég kicsalása”)¹⁸, s a fogalom ismertetését követően is úgy gondolták, hogy ez csak a nagyvállalatok számára lehet megoldás. *Kovácsné* [2011] kérdőíves felmérése alapján a vállalatok 43 százaléka nem, 41 százaléka csak részben ismerte, és csak 15 százalékuknak van megfelelő információja a kockázati tőkéről.

18 Az angol kifejezésben (venture capital) a „venture” szó a merészségre utal, míg a magyar terminológia alapján inkább a negatív végkimenetelre asszociálhatunk. *Osman* [2005] ezért a kockázati tőke helyett a *fejlesztőtőke* kifejezést javasolja.

3.1.2. Képesség

Szerb [2009] kutatása alapján a magyarországi kkv-k mindössze 0,25 százaléka képes arra, hogy kockázati tőkét befogadjon. A kockázattőke-tulajdonosok és az üzleti angyalok számára figyelembe vehető kkv-k számát 400–600 cégre becsülte.

A magántőke-befektetők a nagyobb kockázatért cserébe magasabb hozamot várnak el, így a potenciális célcsoportot alkotó vállalatokkal szemben támasztott egyik fontos kritérium, hogy képesek legyenek kitermelni az elvárt magasabb megtérülést. Ehhez az szükséges, hogy az adott cég tartósan magas (a tőkebefektetés 6–8 éves időhorizontján legalább 15–30 százalékos éves átlagos) növekedési potenciállal rendelkezzen.

A magas hozamelvárásnak elsősorban a gyors növekedésű, ún. „gazella” cégek tudnak megfelelni. Békés és Muraközy [2011] a 2005–2008 közötti időszakban az 5–250 fős vállalkozások körében összesen 5452 ilyen céget azonosított (a vállalatok 9,3 százaléka¹⁹ tartozott ebbe a körbe). Békés és Muraközy [2011, 2012] vizsgálatának fontos eredménye, hogy Magyarországon a szekunder és terciér szektorban hasonló valószínűséggel válnak „gazellává” a vállalatok. Ennek alapján nem indokolt a tőkebefektetések szigorú ágazati fókuszja. Hasonló következtetésre jutott Papanek [2010] is, aki úgy találta, hogy a „gazellák” arányosan oszlanak el a magyar gazdaságban, arányuk a csúcstechnológiai ágazatokban, illetve a legnagyobb növekedési lendülettel rendelkező központi régióban is csak kis mértékben haladja meg az átlagos szintet. Az elemzés emellett kimutatta, hogy a fiatalabb, illetve a múltban is gyors növekedést felmutatni képes vállalatok nagyobb valószínűséggel válnak „gazellává”.

Futó és Szobonya [2012] szerint a külföldi tulajdonban lévő vállalatok *szabálykövetőbbek*, így nagyobb esélyük van a kockázattőke-befektetésre. Azonban ez nem a külföldi és a belföldi tulajdonosok normakövető viselkedése közötti különbségre vezethető vissza, hanem arra, hogy több tulajdonos esetén nagyobb az igény a transzparens működésre. A szerzőpáros emellett arra a következtetésre jutott, hogy a fiatalabb cégtulajdonosok megbízhatóbbak, mint a 41–45 éves korosztály, s ez javítja a kockázati tőkéhez való hozzáférésük esélyét. Fontos tényező még a tervezett fejlesztés típusa: ennek alapján a kisvállalatok, illetve ipari cégek tűnnek esélyesebbnek a tőkeági finanszírozáshoz való hozzáférésben, mivel nagyobb arányban terveznek a befektetők által preferált beruházásokat (pl. K+F, új termék vagy szolgáltatás bevezetése).

3.1.3. Nyitottság

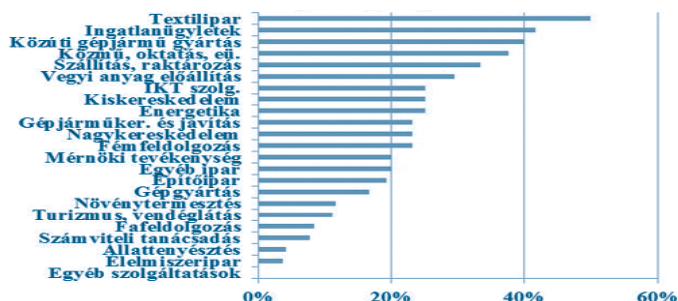
Futó és Szobonya [2012] vizsgálata szerint a magasabb növekedési potenciállal rendelkező, 10–49 főt foglalkoztató vállalatok, valamint a felsőfokú végzettséggel rendelkező tulajdonosok nyitottabbak a kockázati tőke bevonására. A szerzők úgy találták, hogy a vállalati életciklus és a tőkeági finanszírozás iránti nyitottság közötti összefügg-

¹⁹ Az időszak elején létező összes vállalathoz viszonyítva. Az időszak végén pozitív számú alkalmazottat foglalkoztató cégek számához viszonyítva ez az arány 13,8 százalék.

gés nem lineáris, az életciklus elején és végén nő a befogadókészség. Ennek háttérében az állhat, hogy az induló vállalatoknak jelentős a tőkeigénye (ugyanakkor a hagyományos finanszírozási források gyakorlatilag el vannak zárva előlük), míg az életciklus végén a tulajdonosok a cég értékesítésében gondolkodnak.

A Garantiqa Zrt. már idézett felmérése alapján a hazai kis- és középvállalatok tulajdonosai erősen és érzelmileg kötődnek tulajdonrészükhöz, attól nem szívesen válnának meg. Kovácsné [2011] kutatásának eredményei alapján a kockázati tőke igénybevételét legkomolyabban az idegen (külső) tulajdonos belépésével kapcsolatos averzió akadályozza, emellett komoly akadályt jelent még az információhiány és a túl magas elvárt hozam kigazdálkodása.

A GKI 2003-as vállalati felmérése alapján a cégek 23,9 százaléka igényelne kockázati tőkét [Darazsacz–Szlatarovics, 2009], s az ebbe a vizsgálatba bevont négy ágazatban (ipar, kereskedelem, szolgáltatás, építőipar) nem mutatkozott jelentős eltérés. Ennél valamelyest nagyobb elutasítottságot mutatott az MFB-INDIKÁTOR²⁰ tíz évvel későbbi, 2013. tavaszi felmérése: a mikro-, kis- és középvállalatok mindössze 18,9 százaléka lenne hajlandó a tulajdonosi körbe beengedni külső tőkebefektetőt, míg 81,1 százalék elutasította ezt. A szektorok közül egyértelműen az agrárium volt a leginkább elzárkózó (mindössze 7,3 százaléka volt nyitott a tőkeági finanszírozásra), a szekunder és terciér szektorokban pedig 18,6 százalék, illetve 24,2 százalék tartotta elképzelhetőnek új tulajdonostársak megjelenését a vállalkozásban. A textiliparban minden második cég hajlandó lett volna külső tőkebefektető bevonására, amit az ingatlanügyletek és a közúti gépjárműgyártás követett. A kockázati-tőke-befektetők hagyományos célpontjának számító infokommunikációs (IKT) szolgáltatások terén azonban a tőkeági finanszírozásra nyitott cégek aránya mindössze 25 százalék volt (1. ábra).



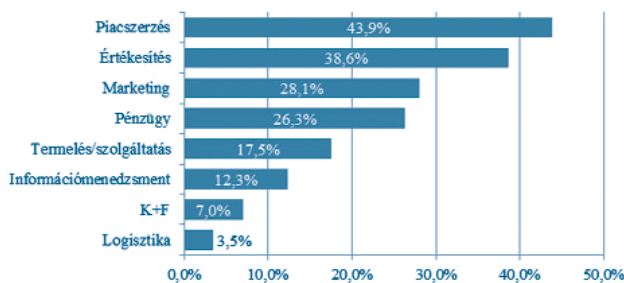
Forrás: MFB-INDIKÁTOR vállalati felmérés, 2013. tavasz

1. ábra: A külső tőkebefektetőt a tulajdonosi körbe beengedni hajlandó vállalatok aránya az egyes ágazatokban

20 A Magyar Fejlesztési Bank által 2009 nyarán indított MFB-INDIKÁTOR vállalati felmérés 2013. tavaszán nyolcadik alkalommal készült el. A felmérés célja, hogy a válaszok elemzésével átfogó képet adjon a magyarországi vállalatokat érintő legfontosabb makrogazdasági és piaci trendekről, valamint a cégek forrásszerzési és beruházási igényeiről, a vállalatok e téren szerzett tapasztalatairól, jövőre vonatkozó terveiről és korlátairól. A felmérésben részt vevő vállalatok reprezentálják a magyar vállalati struktúrát méret, regionális elhelyezkedés és szektorális megoszlás vonatkozásában egyaránt, ezért következtetéseket ezeknek megfelelően is lehet vonni.

Az MFB-INDIKÁTOR felmérés eredményei alapján a külső tőkebefektető bevonására hajlandó vállalatok többsége (56,3 százalék) mind szakmai, mind pénzügyi befektető bevonását elképzelhetőnek tartja, de közel kétharmaduk (63,2 százalék) ezt csak kisebbségi tulajdonosként tudja elképzelni. A vállalatok tőkeági finanszírozásra való nyitottságát elsősorban a szubjektív tényezők befolyásolják: a cégek külső tőkebevonással kapcsolatos döntésében fontosabb szerepet játszik a potenciális befektető kiléte (kapcsolatrendszere, tulajdonosi háttere, piaci megítélése stb.) mint az ügylet feltételei (pl. a visszavásárlás kondíciói, befektetési periódus hossza).

A vállalatok mindössze 1,9 százaléka zárkózik el attól, hogy a külső tőkebefektető részt vegyen a menedzsmentben, a relatív többségük (50,0 százalék) mind a stratégiakészítésbe, mind az operatív irányításba bevonná az új tulajdonostársakat, 44,4 százalék csak az előbbibe, míg 3,7 százalék kizárólag az utóbbiba. A szakmai befektetőt (is) keresők körében szignifikánsan magasabb az igény arra, hogy a külső befektető az operatív irányításban is részt vegyen: a vállalatok elsősorban a piacszerezés, az értékesítés és a marketing területén használnák fel a külső befektetők ismereteit, tapasztalatait (2. ábra).



Forrás: MFB-INDIKÁTOR vállalati felmérés, 2013. tavasz

2. ábra: Az operatív irányításon belül melyik területen várna segítséget a külső befektetőtől

4. A KKV-K KÜLSŐ TŐKEBEVONÁSRA VALÓ NYITOTSÁGÁNAK EMPIRIKUS VIZSGÁLATA

A hazai vállalatok tőkeági finanszírozással kapcsolatos nyitottságát meghatározó tényezők vizsgálatát a Magyar Fejlesztési Bank vállalati felmérésének (MFB-INDIKÁTOR) 2013. tavaszi fordulójában részt vett vállalkozások válaszai alapján²¹, logisztikus regressziós modell segítségével vizsgáltuk²². Az elemzésbe bevont független változókat három csoportra bonthatjuk. Az első körbe tartoznak a vállalatok demográfiai jellemzői: szektor (SZEKTOR), földrajzi elhelyezkedés (ORSZAGRESZ), vállalatméret (MERET), exportintenzitás (EXPORTINT), tőkeszerkezet (TOKEAT-

21 A kérdőívet összesen 534 vállalat küldte vissza, az empirikus vizsgálat 296 többségi belföldi magán-, illetve jogi személy tulajdonában álló mikro-, kis- és középvállalat válaszai alapján készült.

22 Elemzésünkhöz SPSS 17.0 for Windows számítógépes programot használtunk.

TETEL), életkor (KOR), illetve a többségi tulajdonos típusa (TULAJDONOS). A másodikba a cégek forrásbevonási (FORRASBEV), illetve beruházási tervei (BERUHTERV)²³. Az utolsó csoportot pedig a vállalatok (önértékelésen alapuló) jellemzőiből, valamint középtávú célkitűzéseiből főkomponens-elemzés segítségével kialakított faktorok alkotják.

A vállalati jellemzőkkel, illetve célokkal kapcsolatos 19, illetve 20 ismérvből (függelék 2. és 3.) egymással korrelálatlan faktorokat hozunk létre, amelyeket ezután a külső tőkebefektetéssel kapcsolatos vállalati attitűd vizsgálatára használunk fel²⁴. A vállalati jellemzőkből öt, míg a célkitűzésekből hat főkomponenst alakítottunk ki. Előbbi a teljes variancia 65,8, utóbbi pedig a 65,9 százalékát tudja magyarázni²⁵.

A vállalatok külső tőkebefektetőkkel kapcsolatos attitűdjét, nyitottságát bináris *logisztikus regressziós* (más néven logit modell) *elemzéssel* vizsgáltuk²⁶. Az elemzésbe bevont bináris eredményváltozó (TOKEBEVONAS) arra vonatkozik, hogy az adott vállalkozó elképzelhetőnek tartja-e ($y=1$), vagy sem ($y=0$), hogy a tulajdonosi körbe új (külső) tőkebefektetőt beengedjen. A hiányzó adatok miatt végül a modellbe 140 megfigyelés (47,3 százalék) került be. Az elemzésbe bevont vállalatok 79,3 százaléka (111 db) elutasította, míg 20,7 százalék (29 db) elképzelhetőnek tartotta a külső tőkebevonást. A logisztikus regressziós elemzésben ez a kiinduló állapot, ami azt jelenti, hogy ha a módusz alapján kellene „megtippelnünk”, hogy a kkv-k a külső tőkebefektetőkkel szemben elutasító kategóriába esnek-e, akkor 79,3 százalékban igazunk lenne.

Annak érdekében, hogy csak azokra a változókra koncentráljunk, amelyek hatása szignifikáns, az ún. *Backward stepwise változószelektáló módszert* alkalmaztuk²⁷. Ez az algoritmus először belépteti az összes független változót, majd lépésenként kilépteti azokat, amelyek nem vagy csak kevésbé szignifikánsak. A független változók modellbe való bevonásával javult a logit modell illeszkedése (a $-2\ln L$ illeszkedési mutató értéke 142,841-ről 103,381-re csökkent), a magyarázó erő pedig a Cox&Snell, Nagelkerke, illetve R_L^2 mutatók alapján 24,6, 38,4, illetve 27,6 százalék lett²⁸. A logit modell a magyarázó változókat figyelembe véve 82,9 százalékos

23 A független változók kódolását lásd a függelékben.

24 Az általánosan elfogadott módszerek [Sajtos–Mitev, 2007; Kovács, 2009; Székelyi–Barna, 2008] alapján megállapítottuk, hogy mind a vállalatok önjellemzését, mind a célkitűzéseit lefedő változószetek mögött meghúzódik látens struktúra, így alkalmasak a főkomponens-elemzésre. A főkomponens-elemzésekbe végül 17, illetve 18 változót vontunk be. A két-két (jel_06, jel_10, illetve cel_01 és cel_11) változó kizárásáról a kommunalitás és faktorsúly értékek együttes figyelembevételével döntöttünk annak érdekében, hogy tisztán elkülönülő, látens dimenziókat, illetve faktorokat kapjunk [Székelyi–Barna, 2008].

25 A kialakított és a logisztikus regresszió elemzésbe bevont főkomponensek elnevezését, illetve a faktorokkal szoros korrelációt mutató változók felsorolását a függelék 4. tartalmazza.

26 Az eljárás választását az indokolta, hogy az eredményváltozónk dichotóm (azaz csak 0 vagy 1 értéket vehet fel), így nem becsülhető a hagyományos legkisebb négyzetek módszerével [Kovács, 2009].

27 Wald-féle beléptetési és kiléptetési kritériumot használtunk a beléptetési kritériumot 5, míg a kiléptetési 10 százalékos valószínűségi érték mellett határoztuk meg.

28 Az SPSS által számított Cox&Snell, illetve Nagelkerke mutatók interpretációja viszonylag bonyolult,

ezért Székelyi és Barna [2008] egy harmadik mutató használatát javasolják: $R_L^2 = \frac{G_M}{D_0}$, ahol D_0 a kiin-

helyességgel tudja eldönteni, hogy egy vállalatnak milyen a külső tőkebevonással kapcsolatos attitűdje. Ez 3,6 százalékpontos javulást jelent ahhoz képest, mintha az elemzésbe bevont mintából véletlenszerűen választanánk²⁹.

A modellben a Backward algoritmus futtatását követően 7 magyarázó változó maradt: a vállalatdemográfiai változók közül szignifikánsnak bizonyult a SZEKTOR, az ORSZÁGRESZ, valamint az EXPORTINT változó, a vállalati jellemzőket, illetve célkitűzéseket leíró 2–2 faktor, míg a forrásbevonási, illetve beruházási tervek közül egyik sem (függelék 5.).

A szignifikáns magyarázó változók közül az PIACI_ALKALMAZKODAS és a PIACI_ISMERTSEG, illetve az ORSZÁGRESZ esetében negatív a B együttható értéke, így ezek növekedésével csökken, míg a VALLALATFELVASARLAS, a PENZUGYI_STABILIZACIO, a SZEKTOR és az EXPORTINT növekedésével nő a tőkebevonási attitűd logitja. A többi demográfiai változónak, valamint a vállalatok finanszírozási, illetve beruházási terveinek a tőkeági finanszírozással kapcsolatos attitűdre gyakorolt hatása nem bizonyult szignifikánsnak.

Az esélyhányadosok alapján (feltételezve, hogy a többi változót kontroll alatt tartjuk) az egyes magyarázó változók hatása a függő változóra a következő:

- PIACI_ALKALMAZKODAS: egy kkv minél inkább alkalmazkodóképesnek tartja magát a külső környezet változásához, annál kevésbé nyitott a külső tőkebefektetők tulajdonosi körbe való bevonására. A PIACI_ALKALMAZKODAS főkomponens 1-gyel való növekedése 0,568-szorosára változtatja (közel felére csökkenti) a külső tőkebevonással kapcsolatos pozitív attitűd esélyét.
- PIACI_ISMERTSEG: minél ismertebb egy cég (márka), illetve az általa forgalmazott termék, szolgáltatás az adott piacon, annál kisebb a valószínűsége, hogy nyitott a tőkeági finanszírozásra. A PIACI_ISMERTSEG faktor 1-gyel történő növekedése a pozitív attitűd esélyét 0,437-szeresére csökkenti.
- VALLALATFELVASARLAS: minél inkább fontos célként jelenik meg egy cég középtávú célkitűzései között a versenytársak, illetve az iparági vertikumon belüli vállalatfelvásárlás, annál nagyobb az esélye, hogy hajlandó új tulajdonos-társak bevonására. A VALLALATFELVASARLAS főkomponens 1-gyel való növekedése 1,554-szeresére növeli annak esélyét, hogy nyitott a külső tőkebefektetők irányában.
- PENZUGYI_STABILIZACIO: minél inkább fontos helyet foglal el egy kkv középtávú terve között a finanszírozási helyzet stabilizálása, annál nyitottabb

duló modellhez tartozó log-likelihood függvény mínusz kétszeresének ($-2\ln L$) értéke, míg a G_M a kiinduló és magyarázó változók bevonása után kapott $-2\ln L$ érték csökkenését méri. A magyarázó erő értelmezése a logit modell esetében némiképp eltér a lineáris regresszióval megszokottól. Az R_L^2 azt jelzi, hogy a magyarázó változók bevonása mennyivel javította a legrosszabb illeszkedést. A 27,6 százalékos R_L^2 érték Székelyi és Barna [2008] alapján „megnyugtatóan magasnak” számít.

²⁹ Megvizsgáltuk, hogy a 82,9 százalékos találati arány szignifikánsan jobb-e annál, mintha a független változók nélkül, csupán a medián (leggyakoribb érték) alapján becsülnénk. Ennek eldöntésére a *lambda asszociációs mérőszámot* használhatjuk [Székelyi–Barna, 2008]. A becslt csoport-hovatartozásokat (PGR_1, illetve PGR_2) egy keresztátlába tesszük az eredményváltozóval (TOKEBEVONAS), s erre számítjuk ki a lambda értéket (függelék 6.). A függő változónak tekintett TOKEBEVONAS változó melletti érték (0,379) szignifikáns, ami azt jelenti, hogy a logit modell magyarázó változói érdemben növelték a találati arányt.

a külső tőkebevonásra. A PENZUGYI_STABILIZACIO főkomponens 1-gyel való növekedése 2,112-szeresére növeli annak esélyét, hogy egy vállalat hajlandó külső befektetőket a tulajdonosi struktúrába beengedni.

- **SZEKTOR:** az agrárcégekhez képest egy ipari vállalat esetében 8,8, míg egy szolgáltató szektorbeli cég esetében 18,8-szorosára nő annak az esélye, hogy olyan vállalatot találunk, amelyik hajlandó külső tőkebefektetőt bevonni.
- **ORSZAGRESZ:** a nyugat-magyarországi vállalatok esetében 0,34-szeresére, míg a kelet-magyarországi vállalatok körében 0,29-szeresére változik (azaz 66, illetve 71 százalékkal csökken) az esélye a tőkeági finanszírozással kapcsolatos nyitottságnak a központi régiókhoz viszonyítva.
- **EXPORTINT:** az exportáló vállalatok körében magasabb az esélye (az árbevétel 1-50 százalékát külföldi értékesítésből szerző cégek körében 4,8-szoros, míg a bevételek többségét exportból biztosítók körében 4,2-szeres) a külső tőkebefektetőkkel kapcsolatos pozitív attitűdnek a kizárólag a belföldi piacokra koncentráló kkv-khoz képest.

ÖSSZEGZÉS

A hierarchia elmélet szerint a tőkeági finanszírozás a vállalatok többségének esetében csak végső megoldást jelent, s elsősorban akkor válik alternatívává, ha a belső források kimerítését követően a cégek hitelhez jutása is korlátokba ütközik. A kkv-szektor erős heterogenitása miatt ugyanakkor nehéz általános érvényű elméletek megalkotása. A vállalatok finanszírozási preferenciái ugyanis erősen függhetnek a tulajdonos-menedzser kockázatvállalási hajlandóságától, kontrollhoz való ragaszkodásától. A vállalkozások pénzügyi preferenciái emellett az életgörbe egyes pontjain is különbözhetnek.

A magyar magántőkepiacon a Jeremie alapok színrelépésével jelentősen bővült a kínálati oldal, azonban ez nem jelentette azt, hogy ez a finanszírozási lehetőség a vállalkozók széles köre számára elérhetővé vált. A portfóliócégek befektetéseiket csak néhány ágazatra koncentrálták, s mostanra a keresleti oldal szűkösége vált a további kihelyezések legkomolyabb korlátjává. A rendelkezésre álló források kihasználásához ezért elengedhetetlennek látszik az eddigi szektorfókusz tágítása, a tőkealapok befektetési politikájának változása mellett ugyanakkor fontos tényező a potenciális cégek nyitottsága is a külső tőkebefektetők tulajdonosi körbe való beengedésére.

A 2013. tavaszi MFB-INDIKÁTOR felmérés alapján végzett empirikus vizsgálatunk eredményei szerint a tőkebefektetők legnagyobb eséllyel a szolgáltató szektorban, kisebb mértékben az iparban működő vállalatok körében, illetve földrajzi elhelyezkedés alapján a közép-magyarországi régióban találhatnak a külső tőkebefektető tulajdonosi körbe való bevonására nyitott cégeket. A terciér szektorban tevékenykedő vállalkozások nyitottságát többek között az alacsonyabb hitelképességük (biztosítékok alacsonyabb szintje, immateriális javak magasabb aránya miatt jelenlévő erőteljesebb információs aszimmetria) is indokolhatja. A potenciális befektetési célvállalatok felkutatásában fontos kiválasztási kritérium lehet még emellett az exporttevékenység, amely a nemzetközi piacon való jelenlétén keresztül egyfajta

versenyképességi faktornak is tekinthető. A magyarországi kkv-k elsősorban a vállaltfelvásárlások finanszírozásában, valamint a pénzügyi helyzet stabilizációjában, számítanak leginkább a külső befektetők részvételére. Ez utóbbi összhangban van *Baeyens és Manigart* [2006] megállapításával, miszerint a pénzügyi nehézségekkel küzdő cégek nyitottabbak a külső tőkebefektetésre. Ezzel szemben minél ismeretebb egy cég (márka), illetve az általa forgalmazott termék, szolgáltatás a piacon, valamint minél inkább képes az adott vállalat a külső környezethez alkalmazkodni, annál kevésbé hajlandó a tulajdoni hányad megosztására.

IRODALOM

- Amit, R.-Brander, J.-Zott, C. (1998): „Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence” *Journal of Business Venturing* 13(6): 441–466.
- Andrási Zoltán–dr. Borsi Balázs–Farkas László–Némethné Pál Katalin–dr. Papanek Gábor–Viszt Erzsébet (2009): „A mikro-, kis- és közepes vállalatok növekedési feltételei” GKI Gazdaságkutató Zrt., Budapest.
- Ang, J. S. (1991): „Small business uniqueness and the theory of financial management” *Journal of Small Business Finance* 1(1): 1–13.
- Baeyens, K.–Manigart, S. (2006): „Who gets private equity? The role of debt capacity, growth and intangible assets” Vlerick Leuven Gent Management School <https://ideas.repec.org/p/vlg/vlgwps/2006-24.html> Lekérdezve: 2014.11.06.
- Berger, Allen N.–Udell, Gregory F. (1998): „The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle” *Journal of Banking & Finance* 22(6): 613–673.
- Békés Gábor–Muraközy Balázs (2012): „Magyar gazellák. A gyors növekedésű vállalatok jellemzői és kialakulásuk elemzése” *Közgazdasági Szemle* 59(3): 233–262.
- Békés Gábor–Muraközy Balázs (2011): „Magyar gazellák: gyors növekedésű vállalatok jellemzői és kialakulásuk elemzése Magyarországon” TÁMO P – 2.3.2-09/1 Műhelytanulmányok T/4. <http://www.econ.core.hu/file/download/bwp/bwp1109.pdf>.
- Brealey, R.–Myers, S. C. (1999): *Modern vállalati pénzügyek* Panem, Budapest
- Brettel, M.–Breuer, W.–Espel, P.–Abedin, A. (2009): „Private Equity for SME: A Behavioural Model of the Demand-Side Perspective” Available at SSRN 1141068: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1141068 Lekérdezve: 2014.11.06.
- Briozzo, A.–Vigier, H. (2007): „Rethinking SME's financing decisions: A demand-side approach” XLII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política (AAEP). <http://www.aep.org.ar/anales/works/works2007/briozzo.pdf> Lekérdezve: 2014.11.06.
- Carpenter, R. E.–Petersen, B. C. (2002): „Capital market imperfections, high-tech investment, and new equity financing” *The Economic Journal* 112(477): F54–F72.

- Cressy, R.-Olofsson, C. (1997): „The financial conditions for Swedish SMEs: Survey and research agenda” *Small business economics* 9(2): 179–192.
- Darazsacz Péter-Szlatárovics László (2009): "A magyar kockázatit_ke-piac keresleti oldalának vizsgálata" OTDK-dolgozat. <http://www.google.hu/url?sa=t-rct=j-q=-esrc=s-frm=1-source=web-cd=1-ved=0CC0QFjAA-url=http%3A%2F%2Fwww.eco.u-szeged.hu%2Fdownload.php%3FdocID%3D5196-ei=jwg0U9nAlcmKtAb2q4CgAg-usg=AFQjCNGOxV7rhGBnRAMzpLp-rilxKCt4NiQ-sig2=DCvosVri0FaZ4gqdtiHTow-bvm=bv.63808443,d.Yms> Lekérdezve: 2014.11.06.
- DeAngelo, H.-Masulis, R. W. (1980): „Optimal capital structure under corporate and personal taxation” *Journal of Financial Economics* 8(1): 3–29.
- Diamond, D.W. (1989): „Reputation acquisition in debt markets” *Journal of Political Economy* 1989: 828–862
- Forsyth, D. M.-McMahon, R. G. (2002): „Equity financing patterns amongst Australian manufacturing SMEs” Research Paper Series (02-6). <http://www.flin-ders.edu.au/sabs/business-files/research/papers/2002/02-06.pdf> Lekérdezve: 2014.11.06.
- Futó Judit Edit-Szobonya Péter (2012): „Ki szereti a kockázati tőkét? Kit szeret a kockázati tőke?” HÉTFA Kutatóintézet. http://hetfa.hu/wp-content/uploads/SZH09_vc.pdf Lekérdezve: 2014.11.06.
- Holmes, S.-Kent, P. (1991): „An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises” *Journal of Small Business Finance* 1(2): 141–154.
- Howorth, C. A. (2001): „Small firms' demand for finance: a research note” *International Small Business Journal* 19(4): 78–86.
- HVCA (2013): *Magyarország egyszerre első és utolsó – A kockázatitőke-befektetésekben Európában a legjobbak, magántőke befektetésekben viszont sereghajtók vagyunk* <http://www.hvca.hu/hu/2013/05/magyarország-egyszerre-első-es-utolsó-a-kockázatitoke-befektetesekben-europaban-a-legjobbak-magantoke-befektetesekben-viszont-sereghajtok-vagyunk/> Lekérdezve: 2014.11.06.
- Insiderblog.hu (2013): *Hol tart a Jeremie? – frissröport! vegyék vigyék!* <http://insiderblog.hu/hazai-palya/2013/09/17/jeremie-röport/> Lekérdezve: 2014.11.06.
- Jensen, N. S. – Uhl, F. T. – Bartholdy, J. (2008): „Capital Structure in European SMEs. An analysis of firm and country specific variables” University of Aarhus. http://pure.au.dk/portal/files/3244/Capital_Structure_in_European_SMEs.pdf Lekérdezve: 2014.11.06.
- Karsai Judit (2011): „A kockázati tőke két évtizedes fejlődése Magyarországon” *Közgazdasági Szemle* 58(10): 832–857.
- Kim, E. H. (1978): „A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity” *The Journal of Finance* 33(1): 45–63.
- Kovács Erzsébet (2009): *Pénzügyi adatok statisztikai elemzése*. Tanszék Kft, Budapest
- Kovácsné Antal Anita (2011): „Kockázatitőke-finanszírozás a hazai kis- és középvállalkozásokban” Phd-értekezés

- http://www.gtk.ke.hu/files/tiny_mce/File/doktori/Kovacsne_Antal_Anita_diszertacio.pdf Lekérdezve: 2014.11.06.
- Krénuszt Ágota (2005): „Bevezetés a tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek elméletébe és gyakorlatába” *Hitelintézet Szemle* 4(2): 15–35.
- LeCornu, M. R.–McMahon, R. G. P.–Forsyth, D. M.–Stanger, A. M. J. (1996): „The Small Enterprise Financial Objective Function: An Exploratory Study” *Journal of Small Business Management* Vol. 34: 1–14.
- Mac an Bhaird, C. (2010): „The Modigliani–Miller proposition after fifty years and its relation to entrepreneurial finance” *Strategic Change* 19(1?2): 9–28.
- Mikesy Álmos (2014): „A kereslet és a kínálat szorításában. A kelet-közép-európai magántőkepiacok teljesítménye a válság kitörése óta” *Külgazdaság*, 58 (szep-tember-október): 35–69.
- Modigliani, F.–Miller, M. H. (1958): „The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment” *American Economic Review* 1958: 261–297.
- Modigliani, F.–Miller, M.H. (1963): „Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction” *American Economic Review* 1963: 433–443.
- Myers, S. C. (2001): „Capital Structure” *The Journal of Economic Perspectives* 15(2): 81–102.
- Myers, S.C. (1977): „Determinants of corporate borrowing” *Journal of Financial Economics* 5(2): 147–175.
- Myers, S.C. (1984): „Capital Structure Puzzle” *Journal of Finance* 39(3): 575–592.
- Osman Péter (2005): „A kockázati tőke típusú finanszírozásról” *Iparvédelmi és Szerzői Jogi Szemle* 110. évfolyam 6. szám december, Budapest <http://www.szttnh.gov.hu/English/kiadv/ipsz/200512/01-osman.html?printable=1> Lekérdezve: 2014.11.06.
- Papanek Gábor (2010): „A gyorsan növekvő magyar kis- és középvállalatok a gazdaság motorjai” *Közgazdasági Szemle* 57(4): 354–370.
- Papp Gábor (2012): „Kockázati tőke Magyarországon. Innovatív vállalatok kockázati tőke alapú finanszírozása a Jeremie Programon keresztül” http://bet.hu/data/cms166915/PappGabor_Corvinus_Kockazati_toke_Magyar_orszagon.pdf Lekérdezve: 2014.11.06.
- Portfolio.hu (2013): *Befektetésekre fókuszáló új üzletág a Biggeorge’s-nál* http://www.portfolio.hu/vallalatok/corpfm/befektetésekre_fokuszalo_uj_uzletag_a_biggeorge__8217_s-nal.182967.html Lekérdezve: 2014.11.06.
- Sajtos László–Mitev Ariel (2007): *SPSS kutatási és adatelemzési kézikönyv*. Alinea Kiadó, Budapest
- Seet, P. S.–Graves, C. R. (2010): „Understanding the barriers to and opportunities for access to private equity: For small-to-medium-sized family-owned enterprises (SMFEs)” <http://www.business.adelaide.edu.au/documents/Access-to-private-equity-for-SMFEs.pdf> Lekérdezve: 2014.11.06.
- Stiglitz, J. E.–Weiss, A. (1981): „Credit rationing in markets with imperfect information” *The American Economic Review* 1981: 393–410.
- Székelyi Mária–Barna Ildikó (2008): *Túlélőkészlet az SPSS-hez. Többváltozós elemzési technikákról társadalomkutatók számára*. Typotex Kiadó, Budapest
- Szerb László–Márkus Gábor–Petheő Attila (2011): „Kifelé a gödörből? A Nemzeti Vállalkozói Rendszer összetevőinek értékelése a Globális Vállalkozói Monitor

- adatai alapján” <http://www.gemconsortium.org/docs/download/2829> Lekérdezve: 2014.11.06.
- Szerb László (2009): „A magyarországi kis- és közepes méretű vállalatok kockázati tőke-finanszírozási lehetőségei” In: Ulbert József (szerk.): *Az Iskolateremtő. Tanulmányok Bélyácz Iván 60. születésnapja tiszteletére.* Pécsi Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Pécs, 247–258. o.
- Szobonya Péter (2014): *Új szereplők, friss Jeremie számok* http://kockazatitoke.blog.hu/2014/02/28/uj_szereplok_friss_jeremie_szamok#more5836602 kockazatitoke.blog.hu, 2014 Lekérdezve: 2014.11.06.
- Zoppa, A. –McMahon, R. G. (2002): „Pecking order theory and the financial structure of manufacturing SMEs from Australia's business longitudinal survey” *Small Enterprise Research* 10(2): 23–42.

FÜGGELÉK

1. A kategorikus és bináris független változók kódolása

	Változó neve	Változó értékei, illetve jelentése				Referencia kategória
		0	1	2	3	
Kategorikus változók	SZEKTOR	–	Agrárium	Ipar	Szolgáltató szektor	Agrárium
	ORSZAGRESZ	–	Közép-Magyarország (Budapest és Pest megye)	Nyugat-Magyarország (Közép-, Nyugat- és Dél-dunántúli Régió)	Kelet-Magyarország (Észak-magyarországi, Észak- és Dél-alföldi Régió)	Közép-Magyarország
	MERET	–	Mikrovállalat (0–9 fő)	Kisvállalat (10–49 fő)	Középvállalat (50–249 fő)	Mikrovállalat
	EXPORTINT	Nem exportál	1–50 százalék (az árbevétel 1–50 százaléka export-értékesítésből származik)	51–100 százalék (az árbevétel 51–100 százaléka export-értékesítésből származik)	–	Nem exportál
Bináris változók	TULAJDONOS	A többségi tulajdonos(ok) magánszemély(ek)	A többségi tulajdonos(ok) jogi személy(ek)	–	–	Magánszemély(ek)
	FORRASBEV	Nem tervez forrásbevonást, illetve kivár	Tervez külső forrásbevonást	–	–	Nem tervez
	BERUHTERV	Nem tervez beruházást, illetve kivár	Tervez beruházást	–	–	Nem tervez

Forrás: saját szerkesztés

2. Vállalati jellemzők

A vállalat (önértékelés) alapján történő jellemzése a következő 19 kérdés alapján történt, egy ötfokú Likert-skála segítségével (1-től 5-ig terjedő skála, 1: az adott ismertetőjegy a vállalatra egyáltalán nem jellemző, 5: teljes mértékben jellemző).

- jel_01: A vállalat meglévő termék(ei)/szolgáltatás(ai) versenyképesek
- jel_02: A vállalat termék(ei)/szolgáltatás(ai) ismertek a piacon
- jel_03: A vállalat termék(ei)/szolgáltatás(ai) magas minőségűek
- jel_04: A vállalat (márka) ismert a piacon
- jel_05: A vállalat technológiai színvonala magas
- jel_06: A vállalat jelentős növekedési potenciállal bír
- jel_07: A vállalat piaci helyzete stabil
- jel_08: A termelés/szolgáltatás költségszintje alacsony
- jel_09: A vállalat licensze, szabadalma versenyelőnyt biztosít
- jel_10: A vállalat munkavállalói képzettek, specifikus tudással rendelkeznek
- jel_11: A cég stratégiája folyamatosan alkalmazkodik a piaci kihívásokhoz
- jel_12: A vállalaton belül folyamatos a kutatás-fejlesztési (K+F) tevékenység
- jel_13: A szervezet rugalmasan képes alkalmazkodni a kihívásokhoz
- jel_14: A vállalat stabil beszállítói kapcsolatokkal rendelkezik
- jel_15: A vállalat beszállítói tartósan megbízható minőséget biztosítanak
- jel_16: A tulajdonosok hosszú távon elkötelezettek a vállalat irányában
- jel_17: A vállalat a versenytársakhoz képest rugalmasabb
- jel_18: A vállalat finanszírozási helyzete jó
- jel_19: A vállalat külső forrásokhoz való hozzáférése nem ütközik akadályokba

3. Vállalati célkitűzések

A következő 3 évre vonatkozó vállalati célkitűzések fontosságának megítélése 20 szempont alapján, egy ötfokú Likert-skálán (1-től 5-ig terjedő skála, 1: kevésbé fontos szempont, 5: nagyon fontos szempont)

- cel_01: A piaci részesedés növelése
- cel_02: Export elindítása, illetve bővítése
- cel_03: Külföldi terjeszkedés (vállalatalapítás, felvásárlás)
- cel_04: Profilváltás, profilszélesítés
- cel_05: Vállalati tevékenység átszervezése (válságkezelés/reorganizáció)
- cel_06: Költségcsökkentés
- cel_07: Termelés/szolgáltatás bővítése
- cel_08: Termelés/szolgáltatás minőségének javítása
- cel_09: Új termék(ek)/szolgáltatás(ok) bevezetése a piacra
- cel_10: Új szabadalom, licenz kifejlesztése
- cel_11: Új szabadalom, licenz vásárlása
- cel_12: Versenytárs(ak) felvásárlása
- cel_13: Vállalatfelvásárlás az iparági vertikumon belül

- cel_14: Vállalati önállóság megőrzése (ellenséges felvásárlások kivédése)
 cel_15: Beszállítói kapcsolatok mélyítése
 cel_16: A vállalat finanszírozási helyzetének stabilizálása
 cel_17: Hitelek visszafizetése
 cel_18: Szállítói tartozások csökkentése
 cel_19: Tulajdonosi jövedelmek növelése
 cel_20: Munkavállalók szaktudásának, képzettségének növelése

4. A logisztikus regressziós elemzésbe bevont főkomponensek elnevezése

	A vállalati jellemzőket, illetve a következő 3 évre vonatkozó célkitűzéseket leíró változókból képzett faktorok		
		Faktor	Szorosan korreláló változók (faktorsúly szerinti sorrendben)
Vállalati jellemzők	1. faktor	PIACL_ALKALMAZKODAS	jel_11, jel_13, jel_17, jel_16, jel_01, jel_03
	2. faktor	FINANSZIROZASI_HELYZET	jel_18, jel_19, jel_07
	3. faktor	PIACL_ISMERTSEG	jel_04, jel_02, jel_08, jel_05
	4. faktor	BESZALLITOI_KAPCSOLATOK	jel_15, jel_14
	5. faktor	INNOVACIO	jel_09, jel_12
Vállalati célkitűzések	1. faktor	BELSO_MEGEROSODES	cel_20, cel_14, cel_19, cel_15
	2. faktor	KULFOLDI_TERJESZKEDES	cel_02, cel_03, cel_10
	3. faktor	VALLALATFELVASARLAS	cel_13, cel_12
	4. faktor	PENZUGYI_STABILIZACIO	cel_17, cel_18, cel_16
	5. faktor	NOVEKEDES_BOVITES	cel_07, cel_04, cel_09, cel_08
	6. faktor	REORGANIZACIO	cel_05, cel_06

Forrás: saját szerkesztés

5. A logisztikus regressziós modell eredménye (függő változó: EQUITY)

Magyarázó változó	Regressziós együttható	Esélyhányados, Exp(B)
PIACI_ALKALMAZKODAS*	-0,565	0,568
PIACI_ISMERTSEG*	-0,828	0,437
VALLALATFELVASARLAS**	0,441	1,554
PENZUGYI_STABILIZACIO*	0,748	2,112
SZEKTOR**		
SZEKTOR(1)	2,171	8,768
SZEKTOR(2)	2,934	18,795
ORSZAGRESZ**		
ORSZAGRESZ(1)	-1,058	0,347
ORSZAGRESZ(2)	-1,248	0,287
EXPORTINT**		
EXPORTINT(1)	1,566	4,789
EXPORTINT(2)	1,438	4,211
KONSTANS	-4,051	0,017

* 1 százalékos szinten szignifikáns

** 10 százalékos szinten szignifikáns

Forrás: saját számítás

6. A keresztábra-elemzés eredménye

Directional Measures

			Value	Asymp. Std. Error ^a	Approx. T ^b	Approx. Sig.
Nominal by Nominal	Lambda	Symmetric	0,280	0,158	1,559	0,119
		TOKEBEVONAS Dependent	0,379	0,124	2,451	0,014
		PGR_1 Predicted group Dependent	0,143	0,237	0,558	0,577

Forrás: saját számítás