

Egyetemi doktori (PhD) értekezés tézisei

A kockázati tőke aktivitása a nemzetközi piacokon és a kockázati tőke-
befektetések kiválasztására vonatkozó vizsgálatok magyar mikro- és
kisvállalkozások körében

Futó Judit Edit

Témavezető: Dr. Gáll József Mihály



DEBRECENI EGYETEM
Közgazdaságtudományi Doktori Iskola
„Versenyképesség, globalizáció és regionalizmus” program

Debrecen, 2016

Tartalomjegyzék

Köszönetnyilvánítás	2
1. A disszertáció célkitűzései	3
2. A disszertáció felépítése és az alkalmazott módszertan.....	7
3. Eredmények és tézisek	10
4. Hivatkozásjegyzék	16
5. A szerző tudományos tevékenysége	17

Köszönetnyilvánítás

Ezúton szeretném megköszönni Gáll József Mihály témavezetőmnek a sok sok segítséget, amelyet az értekezés megírása során kaptam, és azt is külön köszönöm, hogy elvállalta a témavezetésem.

A kockázati tőke témájával már egyetemi éveim alatt kezdtem foglalkozni, mint diplomamunka téma, amellyel az Országos Tudományos Diákköri Konferencián is részt vettem. Mindebben Becsky-Nagy Patrícia segített, mint témavezető. Így ezúton is köszönöm a sok segítséget.

Az egyetem befejeztével jelentkeztem a Debreceni Egyetem Közgazdaságtudomány Doktori Iskola - Versenyképesség, globalizáció, regionalitás programjára. Az eredeti témavezetőmnek, Rózsa Andreának is köszönöm, hogy az első években sokat biztatott, és terelt a megfelelő kutatási kérdések felé. Továbbá külön köszönöm, hogy segítségével megismerkedtem Szabó-Morvai Ágnessel és Szobonya Péterrel, akikkel közösen folytattam egy kutatást, amely a dolgozatom fontos részét képezi.

Mindezek mellett köszönöm kollégáimnak, barátaimnak a lelkesítést, motiválást a nehezebb pillanatokban. Köszönöm támogatásukat a jelenlegi Intézetvezetőmnek Kapás Juditnak és a közeli munkatársaimnak: Bényei Zsuzsannának, Buzási Katalinnak, Elek Nórának, Szabó Andreának, és irodatársamnak, Vona Máténak is.

Legvégül, de nem utolsó sorban köszönöm a családomnak a sok biztatást és néha a jóakarató noszogatást is. Továbbá férjemnek a megértést és támogatást, hogy az utolsó hónapokban olyan sokat ültem a számítógép előtt. Köszönöm kicsi fiunknak, Andrisnak, hogy olyan jól aludt, míg én dolgoztam.

1. A disszertáció célkitűzései

Motiváció

Levine (2005) tanulmányában részletesen ismertette, hogy a gazdasági növekedésre hatnak a pénzügyi közvetítők és a pénzügyi piacok. Minél fejlettebb a pénzügyi rendszer, annál könnyebb a vállalkozásoknak finanszírozáshoz jutni, így a pénzügyi fejlettség befolyásolja a gazdasági növekedést. A makroökonómiai szakirodalom szerint a pénzügyi rendszernek hármass szerepe van (*Bénassy-Quéré et al. 2010*). Az első, hogy javakat ruház át és előnyben részesíti az intertemporális viselkedést. Másrészt a pénzügyi rendszeren keresztül gyűjtik be a háztartások megtakarításait és olyan beruházások felé irányítják, amelyek finanszírozzák a tőke felhalmozódását belföldön és külföldön. Végül a harmadik szerepkör az, hogy segít az egyéneknek és a vállalkozásoknak a kockázatuk csökkentésében, amelyet nem akarnak viselni.

Levine (2005) szerint egy olyan világban, ahol nem lennének pénzügyi közvetítők, ott a háztartások megtakarításainak összegyűjtése és kihelyezése nagyon költséges és időigényes folyamat lenne, mivel a szereplők magas tranzakciós költségekkel és nagy információs aszimmetriával szembesülnének. A megtakarítók és a hitelfelvevők nehezen találnának egymásra, ha önállóan kellene megkeresni a másikat, aki pont megfelel az elvárásaiknak. A pénzügyi rendszerek jóval hatékonyabban tudják elvégezni a megtakarítások begyűjtését az egyénektől a pénzügyi közvetítők segítségével, így hatnak a gazdaság fejlődésére.

Pagano (1993) szerint a pénzügyi közvetítés egyik funkciója, hogy összegyűjti a háztartások vagyonát illetve elosztja azon projektek között úgy, hogy a tőke határterméke a legnagyobb legyen. Tehát a közvetítők növelik a tőke termelékenységét, így elősegítik a növekedést kétféleképpen is.

A gyűjtés (pooling) mechanizmusa többféle lehet, amelyet a gyűjtés forrása határoz meg. *Sirri - Tufano (1995)* szerint egy vállalkozás a következő forrásokból képes tőkéjét növelni: a meglévő tulajdonosoktól; informális befektetőktől, akik magán úton ismerik a céget vagy annak tulajdonosát; pénzügyi közvetítőktől; például kockázati tőkésektől; tőzsdei úton és végül a kormányzattól. A pénzügyi közvetítő egy átlátható egység hasonlóan egy alaphoz. Az átlátható azt jelenti, hogy az eszközei és a befektetési stratégiái nyilvánosak. A közvetítő szerepe, hogy azonosítsa a megvalósítható befektetéseket, kiválassza azokat, amelyek megfelelnek a kialakított feltételeknek, majd végrehajtsa a szükséges tranzakciókat és végül kifizesse a befektetésből származó hozamot. Természetesen mindez díjazás ellenében történik.

A disszertációm témaköre a kockázati tőke, mint külső tőkefinanszírozási forma. A következőkben ennek fogalmi keretét kívánom bemutatni és a szakirodalomban elhelyezni. *Gehrig - Stenbacka (2005)* arra az eredményre jutott, hogy a pénzügyi piacok speciális közvetítői, a kockázati tőkések képesek megtalálni (jól fejlett kapcsolati hálójuk révén), és finanszírozni az innovatív, gyors növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokat a gazdasági növekedés érdekében. Emellett a kockázati tőke-iparág a gazdasági növekedésnek és a munkahelyteremtésnek az egyik fontos motorját testesíti meg (*Gilson 2003*), azáltal, hogy közvetítő szerepet tölt be a pénzügyi és az innovációs terület között, így tőkét szolgáltatnak olyan vállalkozások számára, amelyek nehezen jutnának finanszírozáshoz magas kockázatuk miatt.

A magántőke kifejezés magába foglalja a kockázati tőke fogalmát. A kockázati tőke fogalmát *Metrick (2007)* szerint használom, a kockázati tőke kategóriájába sorolható minden olyan tőke, amelyre egyidejűleg teljesül, hogy:

- azt pénzügyi közvetítő fekteti be közvetlenül a vállalkozásba,
- és a kockázati tőkét kizárólag csak magán vállalkozásokba fekteti be.
- Továbbá a kockázati tőkét biztosító befektető aktív szerepet tölt be a portfólióvállalat életében,
- és a kockázati tőke típusú befektetés elsődleges célja a pénzügyi hozam maximalizálása a kiszállás révén, amely szorosan együtt jár a befektető jelentős üzleti kockázat vállalásával, amely jelentős hozadék elérése érdekében történik.
- Emellett a pénzügyi támogatás fejében tulajdonosi részesedést kap a vállalkozásban.

Mindezeket figyelembe véve, illetve azt, hogy egy kockázati tőke-társaság is pontosan ezeket az alap tevékenységeket látja el, mint egy pénzügyi közvetítő, amellet, hogy egyéb sajátosságokkal úgy, mint az aktív részvétel az operatív feladatokban, vagy mentorálás is bővül. Ezáltal a kockázati tőke-befektetés, mint alternatív külső tőkefinanszírozási forma hozzájárulhat egy ország gazdasági növekedéséhez. Így érdemes foglalkozni vele és megismerni a működését. Jelen dolgozatban azt vizsgálom, *hogy milyen tényezők befolyásolhatják a kockázati tőke jelenlétét, aktivitását világszerte és milyen kapcsolat áll fenn a potenciális vállalkozások gazdasági és egyéb jellemzői és a kockázati tőke-befektetés kiválasztási szempontjai között*. Számos érdekes kutatási terület közül azért választottam ki a kockázati tőke-

finanszírozási gyakorlat globális térnyerésének kérdését, mert a szakirodalom is alátámasztja, hogy ezen finanszírozási forma hozzájárul az adott ország gazdasági növekedéséhez. A továbbiakban szám adatokkal is alátámasztom mindezt. Mivel az egyes országok adottságai nem egyformák, ezért érdemes megvizsgálni, hogy például az intézményi, vagy kulturális eltérések hatással vannak-e a kockázati tőke-iparág fejlettségére. A dolgozat másik kérdéscsoportja pedig a kockázati tőke befektetési folyamatának egyik fontos elemére fókuszál a kiválasztásra, amely nagyon aktuális a Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises (továbbiakban JEREMIE) (magyarul mikro-, kis- és középvállalkozásokat támogató közös európai források) program kapcsán.

Célkitűzések, kutatási kérdések

A téma jelentőségének és aktualitásának felvezetése után rátérek a dolgozatom fő kutatási kérdéseinek pontos megfogalmazására. Ahogy már jeleztem, az értekezés az alábbi téma mentén halad: *megvizsgálom, hogy milyen tényezők befolyásolhatják a kockázati tőke jelenlétét/aktivitását világszerte és milyen kapcsolat áll fenn a potenciális vállalkozások gazdasági és egyéb jellemzői és a kockázatitőke-befektetés kiválasztási szempontjai között.* Ezen belül a következő részkérdéseket tárgyalom.

I. *Mennyire adaptálható az amerikai típusú kockázatitőke-modell más országokban?*

Ennek kapcsán a dolgozatban kitérek arra is, hogy általában hogy néz ki a globális szintű kockázatitőke-piac, beszélhetünk-e egy globális kockázatitőke-iparágról/piacról vagy csak szegmentált piacok léteznek, és ha nem egységes az iparág, akkor milyen tényezők miatt nem az? Már itt szeretném előrebecsátani, hogy a kockázatitőke-finanszírozás esetében nehéz aktuális vagy több évre visszamenő minőségi, statisztikai adatokat találni (az Egyesült Államok kivételével), így sok esetben a szakirodalom áttekintésével tudunk új következtetéseket levonni. Az előbb feltett kérdés megválaszolásában is a nemzetközi szakirodalomra támaszkodom.

A következő részkérdések a kockázati tőke befektetési folyamatának néhány aspektusával kapcsolatos. Röviden megfogalmazva: *milyen eszközökkel és lépések mentén történik egy potenciális befektetés kiválasztása?* Ezen belül pedig a részkérdéseim az alábbiak.

II. *Milyen tulajdonságokkal (lépésekkel) jellemezhetőek a sikeres kockázatitőke-befektetési folyamatok?*

III. *Milyen eszközöket, mutatókat lehet megnevezni és kialakítani, amelyek például a cégvezető személyiségén, vagy a vállalkozás jellemzőin (számviteli és pénzügyi adatain) alapulnak, és amelyek segíthetnek, hasznosak/relevánsak lehetnek a kockázati tőkésnek a potenciális vállalat kiválasztásában?*

IV. *Milyen módszerek (akár új mutatók) lehetségesek a potenciális vállalkozások minősítésére, illetve arra, hogy a vállalatokat tipizáljuk abból a szempontból, hogy mennyire alkalmasak kockázatitőke-finanszírozásra?*

2. A disszertáció felépítése és az alkalmazott módszertan

A bevezetőben arra tértem ki, hogy a pénzügyi közvetítőknek, mint például a kockázati tőkéseknek, fontos szerepük van a háztartások megtakarításainak összegyűjtésében, majd kihelyezésében a magas megtérülésért, így hatva a gazdasági növekedésre. Természetesen a kockázati tőke-befektetés folyamata jóval összetettebb, amint azt a későbbiekben részletezem is. A kutatási rész kérdések megfogalmazása után az ezekre adott válaszok keresésének módját ismertetem.

A disszertációm 2. fejezetében először a kockázati tőke-finanszírozás alakulását mutatom be globális szinten 2005-2015 között, amellyel egy körképet kívánok adni, mint kiindulópont (2.1. fejezet). A nemzetközi szakirodalom szintetizálásával azt is megvizsgálom, hogy globális vagy szegmentált kockázati tőke-piacok működnek világszerte, majd kitérek az amerikai kockázati tőke-befektetési minta terjedésének lehetőségére és azt akadályozó tényezőkre (2.2. fejezet). A 2.3. fejezetben ismertetésre kerül a kockázati tőke aktivitás különbözőségei, szintén a nemzetközi szakirodalom szintetizálásával, országok példáján keresztül úgy, mint Magyarország, Egyesült Államok, Németország, és a délkelet-ázsiai térség. Annak érdekében, hogy ne törjön meg a dolgozat fő vonala, így itt csak a magyar kockázati tőke-piac kerül ismertetésre, míg a többit a fejezet végén megtalálható mellékletben (2.A Melléklet) helyezem el.

A magyar kockázati tőke-ipar bemutatásának célja, hogy egy rövid áttekintést adjak annak érdekében, hogy a 4. fejezetben ismertetésre kerülő elemzést megalapozzam. Hazánkban az állami szerepvállalással (1998-ban törvényi feltételek megteremtése) javult a kockázati tőke-társaságok helyzete (Karsai 2004), továbbá a 2004-es Európai Unió csatlakozással az allokált tőke nagysága 2,6 milliárd USA dollárra nőtt a 2003-as évhez képest, amikor is körülbelül 70 millió USA dollár értékű kockázati tőkét gyűjtöttek (Karsai 2006). 2009-től Magyarországon az a szerencsés helyzet állt elő, hogy a JEREMIE program keretében létrejött egy olyan pillér, nevezetesen az Új Magyarország Kockázati Tőke Program, amely a kis- és középvállalkozások részére nyújt tőkét. Ennek keretében 8 nyertes kockázati tőke-alapkezelő közel 46,5 milliárd forintot helyezhetett ki 2015-ig (MVZRT 2013). A forrásdömping ezzel nem ért véget, mert újabb programokat hirdettek meg és nyertek el az új hazai alapkezelők. Eddig 4 tőkeprogram indult el, és összesen 128 milliárd tőkét allokáltak, amelyben 70% az EU-s forrásrész (Karsai 2013b).

Ezáltal a kockázati tőkét, mint finanszírozási formát egyre többen választották Magyarországon a mikro- és kisvállalkozások körében a megsokszorozódott forráskínálat

illetve a banki hitelkihelyezések esélytelensége miatt. Azonban a kockázatitőke-társaságokról ismeretes, hogy nagyon válogatósak a tekintetben, hogy kiket finanszíroznak (*Karsai 2011*).

Hazánkban is van igény a kockázati tőkére, de nem mindenki kaphatja meg. A kockázatitőke-társaságok magas követelményeket állítanak a kiválasztás során, amely újabb korlátot jelent a kihelyezésben. Emellett a kereslet és kínálat egymásra találása költség- és időigényes. A Magyar Kockázati Tőke Egyesület (HVCA) és a magyar állam, mint közvetítők ezt kívánják rövidíteni különböző programok (befektetői fórum) segítségével (*Karsai 2002*, *Karsai 2013a*).

Az ismertetésre kerülő országok kockázatitőke-iparaiban közös vonás a befektetési cél, a magas hozam elérése, amely jól megválasztott portfólióvállalatok mentén valósulhat meg. Így felmerül a kérdés, hogy mi számít megfelelő befektetésnek a kockázati tőkés szempontjából. Ennek a meghatározásához ismerni szükséges a kockázatitőke-befektetés teljes folyamatát, amelyet a 3. fejezetben mutatok be a nemzetközi szakirodalom szintetizálásával. A kockázatitőke-befektetés 4 fázisra osztható, ezek az alapgyűjtés, belépés, értékteremtés és kiszállás. Mind a négy szakaszt ismertetem, de a fejezet központjában a belépés és az értékteremtő fázisok állnak.

A disszertációmát először egy globális kitekintéssel kezdem, majd példaként országok kockázatitőke-iparát ismertetem, köztük Magyarországot is. A JEREMIE program során új tőke áramlott hazánkba, így érdemes megvizsgálni, milyen módon választja ki potenciális befektetését a kockázati tőkés. Ehhez összesítem a már meglévő és használt kiválasztási kritériumokat. Így a 4. fejezetben új eszközöket, mutatókat kívánok ismertetni, amelyek relevánsak lehetnek a kockázati tőkések számára a kiválasztás során. A 4.1. fejezetet arra szentelem, hogy bemutassam azt a mintát, kérdőívet, és az ehhez tartozó magyarázó változókat, amelyet felhasználok az új mutatók kialakításában. A 3.2. fejezetben ismertetésre került a kiválasztási folyamat és az ennek során használt kritériumok, amely alapján a 4.2. fejezetben javasolok három indexet (simlis, nyitottsági és beruházási index), amelyek alkalmasak lehetnek a kockázatitőke-befektetőknek a potenciális vállalkozások jellemzésére. Egy rendelkezésemre álló magyar felmérés adataira kiszámítom a fent említett indexeket és megnézem, hányan felelnek meg az elfogadási kritériumnak. Majd megvizsgálom (4.3. fejezet), hogy milyen magyarázó változók befolyásolják a javasolt indexek értékét a minta alapján. A válaszadáshoz lineáris regressziós modelleket és kapcsolódó statisztikai eszközöket használok, és ez alapján vonom le a következtetéseket. A témában írt magyar illetve nemzetközi tanulmányok nagy

részében központi módszerként az esettanulmányt¹ használják, így úgy vélem, hogy a jelen dolgozat már azzal, hogy más módszertant alkalmaz, hiánypótló lehet a magyar tudományos világban. A 4.4. fejezettel arra kívánok válaszolni, hogy a vállalatokat hogyan lehet tipizálni, abból a szempontból, hogy mennyire alkalmasak kockázatitőke-finanszírozásra. Ebben az esetben is a 4.1. fejezetben ismertetett mintával dolgozok és egy osztályozást/klaszteranalízist hajtok végre. Végül a 4.5. fejezetben a JEREMIE I. program keretében megvalósult befektetések aggregált adatait ismertetem.

A dolgozat záró fejezetében összegzem a kutatási kérdésekre adott válaszokat és megfogalmazom a dolgozat téziseit, a legfontosabb új kutatási eredményeket.

¹ Karsai Judit (2013) szerk: Hozamrafiting. Esettanulmányok a magyarországi kockázatitőke-befektetések vad vizeiről. L'Harmattan Könyvkiadó és Terjesztő Kft., Budapest, ISBN: 978-963-236-643-2

3. Eredmények és tézisek

A jelen fejezetben a disszertációm bevezetőjében feltett kutatási kérdésekre adott eredményeim nyomán ismertetem a téziseket, amelyek a dolgozat legfontosabb eredményei. Majd a jövőbeli kutatási irányok felvázolásával zárom le véglegesen a dolgozatomat.

A kockázati tőke, mint alternatív külső tőkefinanszírozási forma egy hidat képez az intézményi befektetők és a tőkét igénylő vállalkozások között. A bevezető fejezetben ismertettem ennek gazdaságra ható jelentőségét, miszerint a gazdasági növekedésre hatással van a pénzügyi rendszer és ezen keresztül a pénzügyi közvetítők, és így a kockázati tőke. Azáltal, hogy segít összegyűjteni (pooling) a megtakarítók megtakarításait és ezeket hatékonyabban tudja kihelyezni, mintha minden megtakarító egyesével nekiállna keresni egy innovatív, gyors növekedési potenciállal rendelkező tőkét igénylő vállalatot. A kockázati tőke önmagában is értéket jelent a vállalkozás számára, szokták úgy emlegetni, hogy 'okos pénz'. Mivel a tőke mellett a kockázati tőkés aktív szerepet vállal a finanszírozott vállalatban, így belülről segíti, irányítja, kontrollálja a vállalkozás előre menetelét. Mindezt azért teszi, hogy a befektetett tőke értéke többszöröződjön, amely a kiszállás során realizálódik. Ezzel így a megtakarítók is magasabb hozamot érhetnek el, persze magasabb kockázat mellett, mintha egy egyszerű értékpapírba fektetnének be.

A bevezető részben a téma jelentőségének és aktualitásának felvezetésével megjelölésre került a dolgozatom fő témájának kérdése, amelyet a kockázati tőkével kapcsolatban tettem fel. Az értekezés az alábbi téma mentén haladt: *megvizsgáltam, hogy milyen tényezők befolyásolhatják a kockázati tőke jelenlétét/ aktivitását világszerte és milyen kapcsolat áll fenn az érintett/ potenciális vállalkozások gazdasági és egyéb jellemzői, és a kockázati tőke befektetés kiválasztási szempontjai között.*

Ezen belül négy kérdést vettem fel és az ezekre adott válaszaim, eredményeim a következők.

I. *Mennyire adaptálható az amerikai típusú kockázati tőke-modell más országokban?*

A feltett kutatási kérdés megválaszolásához első körben egy áttekintést adtam a globális kockázati tőke-ipar aktuális statisztikai jellemzőiről, majd ezt követően először bemutattam az amerikai kockázati tőke-finanszírozás sajátosságait, azért mert ezt a modellt tartom, illetve a szakirodalom is az eredetinek és a legsikeresebbnek tartja. Mindenki ezt akarja lemásolni, adaptálni. Az intézményi közgazdaságtan megközelítéséből következik, hogy egy új intézmény

átültetése mindig nehéz feladat, mert sok feltételnek, körülménynek kell együttállni, hogy ugyanazt a hatást tudjuk elérni. Minél távolabb van az új intézmény a 'métis'-től annál nehezebb lesz a befogadás. Az amerikai modellt tekintetem az összehasonlítás alapjának, így ennek fejlődéstörténetéről, sajátosságairól a 2.A. Mellékletben írtam. A szakirodalom szintetizálásából és a globális trendekből arra lehet következtetni, hogy a kockázati tőke már nemcsak az amerikai vállalkozásoknak jelent forrást, hanem a világ minden táján megtalálható ez a finanszírozási forma, csak más-más jellemzőkkel. A vizsgálat nem állt meg e ténynél, hanem tovább haladva azt kerestem, hogy milyen tényezők miatt nem tud kialakulni teljeskörűen máshol egy sikeres amerikai modell.

1. Tézis

A nemzetközi összehasonlításokból kitűnik, hogy az idő előrehaladtával azon országokban, ahol megjelenik a kockázati tőke, ott a nemzeti szintű kockázati tőke-iparág fejlettsége és modellje eltérő mértékben, de közelíti az amerikai mintához. Számos tényező akad, amely gátat vett a teljes körű amerikai típusú modell adaptációjának. Így szegmentált piacok jönnek létre az ország egyedi sajátosságai mentén. Az adaptációt befolyásoló tényezők az alábbiak:

- a kiszállási lehetőségek minőségi és mennyiségi szintje, vagyis tisztességes és nyitott tőkepiac megléte,
- aktív üzleti környezet, és vállalkozói szellemiség,
- a pénzügyi rendszerhez kapcsolódó jogi aspektusok, különös tekintettel a tulajdonjog és a befektetői jogok védelmének tekintetében,
- az ország intézményi fejlettsége,
- olyan ökoszisztéma, amely több innovatív lehetőséget teremt és segíti a jó tudományos eredményekhez való hozzájutást, vagyis a tudomány megfelelő áramlását teszi lehetővé,
- az ország politikai és gazdasági stabilitása,
- a pénzügyi és befektetői kultúra fejlettsége.

II. *Milyen tulajdonságokkal (lépésekkel) jellemezhetőek a sikeres kockázatitőke-befektetési folyamatok?*

2. Tézis

A kockázatitőke-befektetések kritikus pontjai a belépés, az értékteremtés és a kiszállás fázisok, amelyeket a szokottnál is körültekintően kell végrehajtani egy kockázati tőkésnek. A szakirodalom alátámasztásával a felmerülő kockázatok csökkentése érdekében a javasolt 'tökéletes' (sikeres) belépési szakasz lépései: keresés és szűrés (screening), átvilágítás (due diligence), értékelés, kiválasztás, üzlet felépítése (structuring) és tárgyalás lebonyolítása. Emellett a kockázati tőkés értékteremtő mechanizmusa, amely átszövi az egész befektetési folyamatot, és aktív szerepvállalása hozzájárul a vállalat értékének növeléséhez.

III. *Milyen eszközöket, mutatókat lehet megnevezni és kialakítani, amelyek például a cégvezető személyiségén, vagy a vállalkozás jellemzőin (számviteli és pénzügyi adatain) alapulnak, és amelyek segíthetnek, hasznosak/relevánsak lehetnek a kockázati tőkésnek a potenciális vállalat kiválasztásában?*

A felvetett problémát a következők mentén vizsgáltam:

- A leggyakoribb kiválasztási kritériumok alapján javasoltam három indexet, amelyeket az értékelésben/kiválasztásban fel lehet használni.
- Egy 300 magyar mikro- és kisvállalkozásból álló mintára alapozva kapcsolatot kerestem a javasolt indexek és a vállalkozás ismérvei között, amely során lineáris regressziós modelleket illesztettem és ehhez kapcsolódó statisztikai eszközöket használtam.

3. Tézis

A kiválasztás során bevezettem/javasoltam három új értékelési mutatót/indexet, amelyek a következők. Abból, hogy mennyire adócsaló vagy korrupt a tulajdonos a simlis indexet származtattam, amellyel arra keresem a választ, hogy mennyire megbízható a vállalkozó, mennyire lesz hajlandó becsületesen együttműködni a kockázati tőkessel. A vállalkozás tulajdonosának személyes attitűdjeiből (mint például, hogy mennyire viselné el, hogy más beleszóljon a cége irányításába) a nyitottsági index származik, amellyel a vállalkozó nyitottságát kívánom mérni. A harmadik index a beruházási index, amely arról ad információt, hogy milyen beruházási célja van a vállalkozásnak, és ezt miből kívánja finanszírozni.

4. Tézis

A rendelkezésre álló magyar mikro- és kisvállalkozások jellemzői és a javasolt indexek közötti kapcsolatról a következő eredményeket kaptam a korrelációs számítás, és lineáris regresszió illesztése során.

- A 'mikro vállalkozás', 'árbevétel 2009' és az 'összes eszköz 2009' változók esetén pozitív gyenge irányú kapcsolat áll fenn a simlis indexel, így ez növelheti a tulajdonos megbízhatatlanságát.
- Amennyiben a tulajdonos dolgozik a vállalkozásában, akkor ez negatív gyenge irányba befolyásolja a simlis indexet, így hozzájárul az alacsonyabb értékhez, vagyis a megbízhatósághoz kerül közelebb a tulajdonos.
- A számviteli adatok, a megkérdezett férfi, a felsőfokú végzettség változók összességében pozitív gyenge kapcsolatot jelent a nyitottsági indexel, míg a tulajdonos a megkérdezett és a tulajdonos aktívan dolgozik változókkal negatív gyenge kapcsolatot.
- Az egyes település változók különböző irányban hatnak a nyitottsági index értékére. Például a Budapest változó pozitív gyenge, míg Debrecen és Zalaegerszeg változók negatív gyenge korrelációt jeleznek. A negatív irányok azt jelentik, hogy az index értékét csökkentik, tehát zártabbá teszik a vállalkozást a kockázati tőkével szemben, míg a pozitív irány pedig nyitottabbá teszi a vállalkozást.
- A szignifikáns változók és a beruházási index esetében alacsonyak a korrelációs együtttható értékek, abszolút értékben 0 körüli, amely a két vizsgált érték közötti függetlenséget jelenti. De az irányok azért nem mindegyek. Pozitív kapcsolat áll fent a beruházási index és a Debrecen, Dunaújváros, Miskolc változók között, míg Szeged, ipari vállalat, felsőfokú végzettség, tagja valamilyen vállalkozói szervezetnek változókkal viszont negatív a kapcsolat.
- A simlis index értékét 15,3%-ban magyarázzák a következő változók: a tulajdonos aktívan dolgozik és vallásos. Ebből az a következtetés vonható le, hogy a vállalkozás megbízhatóságát a tulajdonos személye és jelenléte nagyban befolyásolja.
- A Budapest, a megkérdezett férfi, érettségivel rendelkezik, és Szeged változók 21%-ban magyarázzák a nyitottsági index értékét.
- A beruházási index értékét 18,4%-ban a következő változók magyarázzák: érettségivel rendelkezik, az egyes település dummy-k (Debrecen, Dunaújváros) és ipari vállalat.

Az elvégzett futtatások eredményének tükrében a lineáris regressziós modellek magyarázó ereje mindhárom esetben 15-21% között ingadozik. Mindez arra engedhet következtetni, hogy más módszertannal is meg kellene az elemzést közelíteni. Megjegyezném, hogy a magyar szakirodalomban kevés tanulmányt találunk, amelyben konkrét mintán végeznek statisztikai elemzést, mivel inkább esettanulmányokat készítenek a kockázati tőke sajátosságai miatt. Fontos kiemelni Mikesy (2015) aktuális kutatását, amelyben a magyar vállalkozások külső tőkebevonási hajlandóságát vizsgálta. Reményeim szerint az általam elvégzett elemzés önmagában hozzájárul a jelenlegi szakirodalmi ismeretekhez.

IV. Milyen módszerek (akár új mutatók) lehetségesek a potenciális vállalkozások minősítésére, illetve arra, hogy a vállalatokat tipizáljuk abból a szempontból, hogy mennyire alkalmasak kockázati tőke-finanszírozásra?

Ennek megválaszolása érdekében klaszteranalízissel osztályokat képeztem a vállalkozások alapvető pénzügyi, geográfiai és a vállalkozó adatai alapján egy 300 magyar mikro- és kisvállalkozásból álló mintán, amelynek eredményei a következők.

5. Tézis

A klaszterezéshez a település dummy-kat, a vállalkozások méretét, tevékenységi körét és számviteli adatait, továbbá a tulajdonosok személyes jellemzőit használtam fel. Ezek alapján 4 csoport kialakítására került sor. Az egyes klaszterbe többségében mikro vállalkozások kerültek, amelyek székhelyei a 7 régió valamennyi városában megtalálható és kiemelhető, hogy a vállalkozások beruházási index értékei az „egyáltalán nem” megfelelő csoporton kívül esnek. A kettes csoportba többségében nyugati székhelyű csak magyar tulajdonosú kisvállalkozások tartoznak, amelyek átlagos bevétele és összes eszköz értéke alapján a legkisebbek. A hármas csoportba tartozó csak budapesti székhelyű vállalkozások esetében találtam olyanokat, amelyek külföldi tulajdonossal is rendelkeznek, és ebben a klaszterben vannak a legnyitottabb (nyitottsági index átlagos értéke a legnagyobb), felsőfokú végzettségű vállalkozások tulajdonosai. Legvégül a négyes klaszterben Budapest székhely kivételével mikro- és kisvállalkozások találhatók, a tulajdonosok aktívan dolgoznak a cégekben, és a simlis index átlagos értéke ebben a csoportban a legkisebb, vagyis a tulajdonosok megbízhatóbbak.

6. Tézis

A klaszterek és a javasolt indexek közötti kapcsolat vizsgálata során azt kaptam eredményül, hogy:

- a simlis index értéke és a klaszterek között nincs szignifikáns kapcsolat,
- a nyitottsági index esetében van, sőt kiemelendő a budapesti klaszter, mert ebben találhatók a legnyitottabb vállalkozások a kockázati tőkére,
- végezetül a beruházási index és a klaszterek között is van kapcsolat (p érték nagyobb, mint 5%). Elmondható, hogy a budapesti klaszterben szereplő vállalkozások felelnek meg beruházás tekintetében a legjobban a kockázati tőkés számára.

A klasztercsoportokban szereplő vállalkozások indexeinek értékét és az indexek elfogadási kritériumait figyelembe véve, azt állapítottam meg, hogy mindössze 2 vállalkozás van, amelyek megfelelnek a kiválasztási kritériumoknak. Ezekről a vállalkozásokról annyi tudható, hogy mind a kettő budapesti székhelyű, így a hármas klaszterben vannak. Viszont a klaszterképző változók kapcsán az mondható el, hogy az egyik kisvállalkozás és a kereskedelemben tevékenykedik, míg a másik mikro vállalkozás és szolgáltató szektorban tevékenykedik.

A kockázatitőke-finanszírozás, mint tudományos téma hazánkban még fiatalnak tekinthető, így kevés publikus információ áll rendelkezésre. A statisztikai adatokat közlő szakirodalmak mellett többségében olyan tanulmányokat, értekezéseket találunk, amelyek esettanulmányokon alapulnak. Jelen disszertációban a leíró tartalom mellett, tényleges mintán végeztem elemzéseket a feltett kérdésekben. Ezáltal próbáltam módszertani megközelítésben is újat nyújtani az esettanulmányokhoz képest. Továbbá a 4. fejezetben javasoltam 3 indexet/mutatót, amelyek segíthetik a magyar kockázatitőke-társaságokat a megfelelő portfólióvállalkozás kiválasztásában. Ennek következtében remélem, hogy az így kapott eredmények hozzájárulnak a szakirodalomhoz.

A 4.5. fejezetben röviden ismertettem a jövőbeli kutatási munkám kiindulópontját. Jövőbeli célom, hogy felkeressem a JEREMIE alapokat/ magyar kockázatitőke-társaságokat és velük közösen teszteljem a javasolt indexek megbízhatóságát. Illetve 2016. május 31.-vel lezárultak a JEREMIE alapok kihelyezései, így érdemes lehet ezek sikerességét vizsgálni. Ehhez viszont szükséges új eszközöket/ módszereket is kialakítani.

4. Hivatkozásjegyzék

- Bénassy-Quéré, A. - Cœuré, B. - Jacquet, P. - Pisani-Ferry, J. (2010): *Economic Policy, Theory and Practice*, Oxford University Press, Chapter 6.3.6.
- Boettke, P. J. – Coyne, C. J. – Leeson, P. T. (2008): *Institutional Stickiness and the New Development Economics*. American Journal of Economics and Sociology, Vol. 67, No. 2:331–358.
- Gehrig, T. - Stenbacka, R. (2005): *Venture Cycles: Theory and Evidence*. In: Kanninen, V. - Keuschnigg, C. (szerk.) (2005): *Venture Capital, Entrepreneurship, and Public Policy*. The MIT Press, CESifo Seminar Series, 2005, pp.151-177. Letöltés dátuma: 2009. november 25,
- Gilson, R. J. (2003): *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*. Stanford Law Review, Vol. 55, April 2003. Letöltés dátuma: 2009. november 25,
- Karsai, J. (2002): *Mit keres az állam a kockázati tőke-piacon? (A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon)*. Közgazdasági szemle, 49. évf., 11. sz., 928-942.
- Karsai, J. (2004): *Helyettesítheti-e az állam a magántőke befektetőket?* KTK Műhelytanulmányok. Közgazdasági Kutatóközpont, Budapest.
- Karsai, J. (2006a): *A magyarországi kockázati tőke- finanszírozás másfél évtizede (1989-2004)*. In: Makra Zsolt (szerk.): *A kockázati tőke világa*. AULA, Budapest, 33-52
- Karsai, J. (2011): *A kockázati tőke két évtizedes fejlődése Magyarországon*. Közgazdasági Szemle LVIII. Évf: 832-857.
- Karsai, J. (2013a): *Kettős állami szerep a kockázati tőke-ágazatban*. Műhelytanulmány, MT-DP-2013/8, MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Közgazdaság-Tudományi Intézet, Budapest, 2013
- Karsai, J. (2013b). *A kockázati tőke növekvő szerepe Magyarországon*. <http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2013/12/Almanach-2013-Karsai-Judit.pdf>. Lekérdezve: 2014. 03.11
- Levine, R. (2005): *Finance and Growth: Theory and Evidence* In.: Philippe Aghion; Steven N. Durlauf (szerk.) (2005): *Handbook of Economics Growth*, Volume 1A, Chapter 12, pg 865-934, North Holland
- Metrick, A. (2007): *Venture Capital and the Finance of Innovation*. John Wiley & Sons, Inc. Part I,
- Mikesy, Á. (2015): *A magyarországi mikro-, kis- és középvállalatok nyitottsága a külső tőkebevonás iránt*. Köz-Gazdaság, X. évfolyam 1. szám, 2015. április, 113-132. old.
- MVZRT (2013): *Magyar Vállalkozásfejlesztési Zrt hivatalos honlapjáról, Új Magyarország Kockázati Tőke Program és Új Széchenyi Kockázati Tőke Program*, letöltés helye: <http://www.mvzrt.hu/termek/kockazati-toke/uj-magyarorszag-kockazati-toke-program-es-uj-szechenyi-kockazati-toke-program> letöltés ideje:2014.02.10.
- Pagano, M. (1993): *Financial Markets and the Macroeconomy, Financial markets and growth, An overview*, European Economics Review 37, pg. 613-622, North Holland, Elsevier Science Publishers
- Sirri, E. R. – Tufano, P. (1995): *The Economics of Pooling*, In.: Global Financial System Project-Harvard Business School (szerk.) (1995): *The Global Financial System, A functional perspective*, Chapter 3 (81-129), Harvard Business School Press, Boston

5. A szerző tudományos tevékenysége



DEBRECENI EGYETEM
EGYETEMI ÉS NEMZETI KÖNYVTÁR



Nyilvántartási szám: DEENK/272/2016.PL
Tárgy: PhD Publikációs Lista

Jelölt: Futó Judit Edit
Neptun kód: NVPI51
Doktori Iskola: Közgazdaságtudományi Doktori Iskola
MTMT azonosító: 10037970

A PhD értekezés alapjául szolgáló közlemények

Folyóiratcikkek, tanulmányok (5)

1. **Futó, J. E.:** A kockázati tőke-társaságok kiválasztási folyamatának bemutatása és ehhez kapcsolódó elemzés egy hazai mintán keresztül.
Köz-Gazdaság. [Megjelenés alatt], [1-16], 2017. ISSN: 1788-0696.
2. **Futó, J. E.:** Empirical analysis of Hungarian firms according to venture capital investment criteria.
Timisoara Journal of Economics and Business. [Epub], [1-14], 2016. EISSN: 2286-0991.
3. **Futó, J. E.:** A kockázati tőke aktivitás különbségeinek okai országok példáján keresztül.
Acta Carolus Robertus. 5 (9), 29-40, 2015. ISSN: 2062-8269.
4. **Futó, J. E.:** A kockázati tőke globális térnyerésének kérdése.
Competitio. 14 (1), 60-69, 2015. ISSN: 1588-9645.
DOI: <http://dx.doi.org/10.21845/comp/2015/1/4>
5. **Futó, J. E., Szobonya, P.:** Ki szereti a kockázati tőkét? Kt szeret a kockázati tőke? HÉTFA Kutatóintézet és a Compleo közös kiadványa, Budapest, 49 p., 2012.





Konferenciaközlemények (2)

6. **Futó, J. E.:** A kockázati tőke-befektetések potenciális szereplői elméleti és gyakorlati megközelítésében.
In: Változó környezet- Innovatív Stratégiák. Szerk.: Balázs Judit, Nyugat-magyarországi Egyetem Közgazdaságtudományi Kara, Sopron, 794-801, 2011.
7. **Futó, J. E.:** Development of venture capital in different ways.
In: Spring wind, 2011. Szerk.: Zadravecz Zsófia ; rend., közread. a Doktoranduszok Országos Szövetsége, Doktoranduszok Országos Szövetsége, Pécs, 127-131, 2011. ISBN: 9786155001338

A DEENK a Jelölt által az iDEa Tudóstérbe feltöltött adatok bibliográfiai és tudományometriai ellenőrzését a tudományos adatbázisok és a Journal Citation Reports Impact Factor lista alapján elvégezte.

Debrecen, 2016.10.12.

