

Doktori (PhD) értekezés

Futó Judit Edit

Debrecen, 2016

Debreceni Egyetem
Közgazdaságtudományi Doktori Iskola
„Versenyképesség, globalizáció és regionalizmus” című doktori program



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

Doktori értekezés
Futó Judit Edit

Témavezető: Dr. Gáll József Mihály, egyetemi docens

Debrecen, 2016. október

A doktori értekezés betétlapja

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

Értekezés a doktori (PhD) fokozat megszerzése érdekében
a közgazdaságtudomány tudományágban

Írta: Futó Judit Edit okleveles közgazdász

Készült a Debreceni Egyetem Közgazdaságtudomány Doktori Iskolája
(Versenyképesség, globalizáció, regionalitás programja) keretében

Témavezető: Dr. Gáll József Mihály

A doktori szigorlati bizottság:

elnök: Prof. Dr. Losonczi László
tagok: Dr. Erdey László
Prof. Dr. Szabó Katalin

A doktori szigorlat időpontja: 2015. december 03.

Az értekezés bírálói:

Dr.
Dr.
Dr.

A bírálóbizottság:

elnök: Dr.
tagok: Dr.
Dr.
Dr.
Dr.

Az értekezés védésének időpontja: 20... ..

Nyilatkozat

Alulírott Futó Judit Edit nyilatkozom, hogy

- a) értekezésemet korábban más intézményben nem nyújtottam be és azt nem utasították el;
- b) nem állok doktori fokozat visszavonására irányuló eljárás alatt, illetve 5 éven belül nem vontak vissza tőlem korábban odaítélt doktori fokozatot;
- c) a disszertáció önálló munkám, az irodalmi hivatkozások egyértelműek és teljesek.

Kelt: Debrecen, 2016. július 18.

.....

Futó Judit Edit

Tartalomjegyzék

Táblajegyzék	iv
Diagramjegyzék.....	v
Ábrajegyzék.....	v
Köszönetnyilvánítás	vi
1. Bevezetés.....	1
2. Elméleti áttekintés a kockázati tőke-finanszírozás globális térnyeréséről	13
2.1. A globális kockázati tőke-befektetések alakulása az utóbbi évtizedben	15
2.2. A kockázati tőke-befektetési gyakorlat vizsgálata és ezeket befolyásoló tényezők meghatározása	21
2.3. A magyarországi kockázati tőke-iparág kialakulásának mérföldkövei, kiemelten a JEREMIE programok	29
2.A. Melléklet: A kockázati tőke aktivitás különbségeinek okai egyes országok példáin keresztül	43
3. A kockázati tőke-befektetések folyamata és annak sajátosságai, kiemelten a kiválasztási szakasz	53
3.1. Alapgyűjtés.....	58
3.2. Belépés	60
3.3. Értékteremtés.....	70
3.4. Kiszállás	78
4. Magyar mikro- és kisvállalkozások vizsgálata kockázati tőke kiválasztás szempontjából	80
4.1. Mintavétel módja, a felhasznált és képzett változók, és az elemzési módszerek bemutatása ...	82
4.2. A javasolt kockázati tőke indexek/mutatók az értékeléshez.....	88
4.3. A kockázati tőke indexek versus a vállalati jellemzők.....	103
4.4. A vállalkozások osztályozása a kockázati tőke kiválasztás szempontjából	113
4.5. A JEREMIE I. befektetések jellemzői.....	125
5. Konklúzió, a dolgozat legfontosabb eredményei	129
A doktori értekezés összefoglalója.....	135
Summary of the doctoral thesis	136
Irodalomjegyzék.....	137
Mellékletek.....	148

Táblajegyzék

1. táblázat: A kockázati-tőke-befektetések hozzájárulása a GDP-hez (százalékban)	6
2. táblázat: A kiemelt országok kockázati-tőke-befektetései millió USA dollárban (2014).....	7
3. táblázat: OECD országok kockázati-tőke-befektetésének alakulása 2009-ről 2014-re	8
4. táblázat: A magyarországi vállalkozásokba befektetett kockázati- és magántőke értékének, a befektetések számának és az egy tranzakció keretében befektetett tőke átlagos értéknek évenkénti alakulása, 2002-2011 (millió euró, db).....	31
5. táblázat: Elnyert források összege és az alapok várható jegyzett tőkéje pályázónként	34
6. táblázat: A magántőke-befektetések alakulása Magyarországon 2007-2015 között.....	39
7. táblázat: A kiválasztási kritériumok összesítése a szakirodalom alapján.....	67
8. táblázat: A kockázati tőkés értékteremtő tevékenységei	74
9. táblázat: Kiemelt értékteremtő tevékenységek csoportosítása	75
10. táblázat: A tevékenység típusa szerinti megoszlása a mintának.....	84
11. táblázat: Ön egyben a cég tulajdonosa is? kérdésre adott válaszok megoszlása	84
12. táblázat: Mi az Ön legmagasabb, befejezett iskolai végzettsége? kérdésre adott válaszok megoszlása	85
13. táblázat: A megkérdezettek válasza a jövedelmi szintjükre	85
14. táblázat: Az egyedi indexeket megalapozó kérdések	89
15. táblázat: A simlis indexet alkotó kérdésekre adott válaszok	91
16. táblázat: A simlis index értékének alakulása a minta vállalkozásaira vonatkozóan.....	93
17. táblázat: A simlis index értékeinek leíró statisztikája	93
18. táblázat: A nyitottsági indexet alkotó kérdések átskálázása	95
19. táblázat: A mintabeli nyitottsági index értéket leíró alapstatisztika	98
20. táblázat: A beruházási indexet alkotó kérdésekre adott válaszok.....	100
21. táblázat: Korrelációs mátrix részlet a javasolt indexek és a magyarázó változók között	103
22. táblázat: A simlis indexet magyarázó modell statisztikai adatai	108
23. táblázat: A kapott modellek együttható táblázata simlis index esetében.....	108
24. táblázat: A nyitottsági indexet meghatározó modellek statisztikai adatai	109
25. táblázat: A nyitottsági indexet magyarázó modell együttható táblázata	109
26. táblázat: A beruházási indexet meghatározó modellek statisztikai adatai.....	110
27. táblázat: A beruházási indexet meghatározó modell együttható táblázata	111
28. táblázat: Lineáris regresszió enter módszerrel.....	112
29. táblázat: A simlis index és a település változó közötti kapcsolatot leíró statisztika.....	113
30. táblázat: A nyitottsági index és a tulajdonosi szerkezet viszonyát leíró adatok	114
31. táblázat: A nyitottsági index és a KSH árbevétel kategória közötti kapcsolatot leíró adatok	114
32. táblázat: A beruházási index és a tulajdonosi szerkezet viszonyát leíró keresztábra	115
33. táblázat: Az összes magyarázó változó egy szempontos Anova teszt eredménye	116
34. táblázat: A végleges klaszter középpontok értékei.....	118
35. táblázat: A használt magyarázó változók Anova eredménye	119
36. táblázat: A javasolt indexek és a klaszterek közötti kapcsolat tesztjeinek eredménye.....	121
37. táblázat: Egyes klaszterek és a javasolt indexek közötti jellemzők.....	121
38. táblázat: Kimaradt változók és a csoportok közötti kapcsolat statisztikai tesztjeinek eredménye	123
39. táblázat: Az egyes klaszterekben felvett index értékek	123
40. táblázat: A minta KKV minősítése szerinti megoszlás	125
41. táblázat: A minta régiós megoszlása	126

Diagramjegyzék

1. diagram: A globális kockázati tőke alakulása (2008–2014).....	19
2. diagram: A magyar kockázati tőke-befektetések mennyiségének éves megoszlása 2007-2014 között (millió HUF).....	35
3. diagram: A magántőke-alapok által gyűjtött tőke mennyisége 2007-2015 között	38
4. diagram: A telephely és vállalkozás típusa szerinti megoszlása a mintának.....	83
5. diagram: A KSH alapján képzett árbevétel kategóriákra adott válaszok	86
6. diagram: A nyitottsági index gyakorisági megoszlása a mintában.....	98
7. diagram: A beruházási index gyakorisági megoszlása a mintában	100
8. diagram: A simlis indexnek megfelelő vállalkozások megoszlása régiók szerint.....	102
9. diagram: A nyitottsági index kritériumának megfelelő vállalkozások megoszlása régiók szerint..	102
10. diagram: A beruházási index elfogadási kritériuma szerinti regionális megoszlás	102
11. diagram: Az adatbázis szektorális megoszlása.....	127

Ábrajegyzék

1. ábra: A kockázati tőke-befektetés körfolyamata	54
2. ábra: A kockázati tőke-befektetés általános folyamata	57
3. ábra: Az első kísérlet a kockázati tőke-befektetés folyamatának felépítésére.....	60
4. ábra: A második kísérlet a kockázati tőke-befektetés folyamatának szerkezetére	60
5. ábra: Golis et al. (2009) által meghatározott folyamat	61
6. ábra: A belépési szakasz lépései Demaria (2013) szerint.....	61
7. ábra: A javasolt kockázati tőke-befektetés belépési szakaszának folyamatábrája	62
8. ábra: A kockázati tőkés sikerpiramisa.....	65
9. ábra: A kockázati tőkés értékteremtő mechanizmusa.....	70

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 noszogatót 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. Bevezetés

Egy gazdaság egészséges növekedéséhez nélkülözhetetlenek az innovatív, gyors növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások, amelyek ugyan komoly tőkeigénnyel rendelkeznek, és nagy kockázatot hordoznak. A pénzügyi közvetítők egyik szereplője a kockázati tőkés pont az ilyen típusú vállalkozásoknak nyújt segítséget külső tőkebevonással. Jelen disszertáció központi témája a kockázattőke-befektetés folyamata és ennek kiválasztási lépése. Következőkben a téma aktualitását, a feltett kérdéseket és a dolgozat felépítését ismertetem.

Levine (2005) tanulmányában részletesen ismertette, hogy a gazdasági növekedésre hatnak a pénzügyi közvetítők és a pénzügyi piacok. Minél fejlettebb egy pénzügyi rendszer, annál könnyebb a vállalkozásoknak finanszírozáshoz jutni, így a pénzügyi fejlettség befolyásolja a gazdasági növekedést. *Levine (2005)* megemlíti, hogy vannak olyan nézetek például Robert Lucasé vagy Joan Robinsoné (felsorolás nem teljes) miszerint a pénzügyi rendszernek nincs hatása a növekedésre. Ezen nézettel jelen dolgozatban nem kívánok foglalkozni mivel célom a pénzügyi közvetítők gazdasági növekedésre gyakorolt hatása. *Levine (2005)* bemutatta azt a hosszú távú modellt miszerint a pénzügyi eszközök, piacok és intézmények enyhíteni képesek az információ megszerzésének költségét és a tranzakciós költségét. Mindez javítja a piaci súrlódásokat és a pénzügyi megállapodások ösztönzőit és tartalmát is. Így a pénzügyi rendszerek hatással lehetnek a megtakarítási hozamra, a befektetési döntésre és a technológiai innovációra, amely a hosszú távú növekedési ütemet növeli.

A makroökonómiai szakirodalom szerint a pénzügyi rendszernek hármasszerepe van (*Bénassy-Quéré et al. 2010*). Az első, hogy javakat ruház át és előnyben részesíti az intertemporális viselkedést. Másrészt a pénzügyi szereplők 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 kívánnak viselni. A hosszú távú gazdasági növekedést ezen a három csatornán keresztül lehet befolyásolni. Az egyik az alacsonyabb tőkeköltség, azáltal, hogy a háztartások megtakarításának begyűjtése tranzakciós költséggel jár, amely a pénzügyi szolgáltatások költségeiben tükröződik. Azonban a pénzügyi szektorban meglévő verseny növeli a közvetítés folyamatának hatékonyságát és csökkenti a tőkeköltséget. Továbbá, a megtakarítóknak nyújtott bizalom és a stabil, erős pénzügyi rendszer lehetővé teszi a megtakarítási ráta növelését, amely

hatékony beruházáshoz vezet, így növelve az egy főre jutó GDP-t (Gross Domestic Product) (magyarul Bruttó Hazai Termék). Végül a harmadik tényező a jobb tőkeallokáció, azáltal, hogy a pénzügyi rendszer lehetővé teszi, hogy összegyűjtse és megossza az információt a befektetési projektekről, diverzifikálja a kockázatot és az innovációt finanszírozza.

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.

Sirri - Tufano (1995) tanulmányukban úgy fogalmaztak, hogy a pénzügyi rendszerek elősegítik a háztartások vagyonának begyűjtését (pooling), hogy vállalkozásokat finanszírozzanak, ami hozzájárul a gazdaság növeléséhez. A gyűjtés történhet jól fejlett pénzügyi piacokon vagy pénzügyi közvetítőkön keresztül. Mindkét esetben felmerültek, bár eltérő mértékben, olyan problémák, mint például az információs aszimmetria és az ügynökköltségek. Véleményem szerint, ha nem lennének ilyen intézmények, akkor az előbb felsorolt problémák mértéke jóval nagyobb lenne.

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. Az egyik út, hogy a közvetítők összegyűjtik az információt az értékelni kívánt befektetésekhez, míg a másik út, hogy ráveszik az egyéneket arra, hogy kockázatosabb, de jóval produktívabb technológiába fektessenek be.

Sirri - Tufano (1995) alapján a gyűjtés (pooling) nélkül a vállalatok korlátokba ütköznek azáltal, hogy a háztartások vagyona kötelező tőkekorlátot róna a cégekre és megnehezítené a vállalkozói döntéshozatalt. A tőke összegyűjtésével ezek a társadalmi korlátok enyhülnek, mivel gyűjtéssel áthidalható a vállalkozások tőkeigénye és a háztartások befektetési igénye közötti rés.

A háztartásoknak is haszna származik a tőke összegyűjtéséből a pénzügyi rendszerek által, mivel a háztartások önállóan nem tudnák felmérni a kockázatokat, a likviditás mértékét, és a hatékony ellenőrzést (*Levine 2005*).

A gyűjtés (pooling) mechanizmusa többféle lehet, amelyet a gyűjtés forrása határoz meg. Ebben a tekintetben egy vállalkozás a következő forrásokból képes tőkét 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 (Sirri - Tufano 1995).

Az összes gyűjtési mechanizmust nem fogom részletezni, csak a pénzügyi közvetítőket emelem ki. Sirri - Tufano (1995) munkájukban a következő meghatározást adták a pénzügyi közvetítőre. 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 témája 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. Ilyen vállalkozások például az Apple, e-Bay, Google és Amazon, amelyek kezdetektől fogva kockázati tőkével támogatottak. Emellett a kockázati tőkeiparág 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. Ezen vállalkozások főbb jellemzői közé tartozik, hogy mikrovállalkozások, fiatalok, magas bizonytalansági fokkal, továbbá kevés tárgyi eszközzel rendelkeznek, és olyan piacon működnek, amely nagyon gyorsan változik, mint például IT, biotechnológia stb. (Gompers – Lerner 2001).

A kockázati tőke (venture capital) a magántőke (private equity) egyik alkategóriája. Osman (2006:16) szerint „a magántőke a jegyzett tőkébe tartozó befektetést nyújt tőzsdén nem jegyzett vállalatoknak. Továbbá a magántőke felhasználható új termékek és technológiák fejlesztésére, a cég működőtőkéjének növelésére, felvásárlások finanszírozására, illetve a cég tőkeellátottságának erősítésére. És a magántőkétől kapott finanszírozás felhasználható vezetői kivásárlásra is.” Az előbbieket kiegészítve a következőt érti Osman (2006) a magántőke alatt. Olyan pénzügyi közvetítők és pénztulajdonosok tőkebefektetéseit jelöli, amelyek a gyors tőkenyeresség elérése érdekében olyan vállalkozásba fektetnek be, ahol gyors növekedést várnak el ezáltal a befektetésük értéke is növekszik. Ezen eredmény elérése végett a befektetők aktív

szerepet játszanak a vállalkozás stratégiai irányításában, és értékének növelésében (*Osman 2006*).

A magántőke kifejezés magába foglalja a kockázati tőke fogalmát, de van eltérés. 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.

A kockázati tőke eredeti jellemzői megmaradtak, azaz a hosszú távú tulajdonosi, tanácsadói és aktív ellenőrzői szerep és a magas hozamelvárás a megfelelő kockázattal szemben, ugyanakkor a kockázati tőke fogalmi köre egyre módosult az évek során. A 1990-es évek közepére a megtérülést ígérő cégek körének átalakulása a kockázati tőke-ágazat kettészakadását eredményezte a fejlett kockázati tőke-iparággal rendelkező országokban. Így két új fogalomról beszélhetünk úgynevezett hagyományos kockázati tőkéről (classical venture capital) és fejlesztési tőkéről (development capital). A szakirodalom azon befektetési társaságokat, amelyek a nagy kockázattal járó, új innovatív induló vállalkozásokat finanszírozzák, hagyományos kockázati tőke elnevezéssel illeti. Míg azon befektetési alapokat, amelyek már érett vállalkozásokba fektetnek be, vagy azok kivásárlásával jutnak tulajdonosi pozícióba fejlesztési tőkének nevezi (*Karsai 1997*).

A kockázati tőke és annak fogalmi keretének további definiálása nem ezen dolgozat célja, ezek ismeretét adottságnak tekintem, hiszen számos doktori értekezés, tanulmány született a témában (lásd például *Makra Zsolt által szerkesztett (2006): A kockázati tőke világa*). A hazai szakirodalom jelentős képviselőjét Karsai Juditot kiemelném, aki számos tanulmányával (*Karsai 1997, 2000, 2002, 2004, 2012, 2015*) hozzájárult a tudományterület elterjedéséhez, népszerűsítéséhez.

A dolgozat témájának elhelyezése, és fő fogalmának ismertetése után a dolgozat fókuszában *a kockázatitőke-finanszírozási gyakorlat globális színterű terjedése, valamint a kockázatitőke-befektetés kiválasztási kritériumai és a vállalati jellemzők közötti kapcsolat vizsgálata áll.* A kockázati tőke aktivitásának kérdését a szakirodalom szintetizálásával válaszolom meg, míg a kiválasztási tulajdonságok kapcsán mutatókat képezek és azokat tesztelem. Mielőtt a tényleges kérdéseket megfogalmazom, először a téma jelentőségének felvezetését folytatom.

Mindezeket figyelembe véve, illetve azt, hogy egy kockázatitőke-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 kockázatitőke-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 kockázatitőke-befektetés kiválasztási szempontjai között.* Számos érdekes kutatási terület közül azért választottam ki a kockázatitőke-finanszírozási gyakorlat globális térnyerésének kérdését, mert a szakirodalom is alátámasztja, hogy e finanszírozási forma hozzájárul az adott ország gazdasági növekedéséhez. A továbbiakban (jelen fejezetben) számadatokkal is alátámasztom mindezt. Mivel az egyes országok adottságai nem egyformák, ezért érdemes megvizsgálni, hogy például az intézményi, vagy kulturális eltérések hatással vannak-e a kockázatitőke-iparág fejlettségére. A dolgozat másik kérdés csoportja 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.

A következőkben adattáblákat gyűjtöttem össze, hogy számadatokkal is érzékeltessem a kockázatitőke-befektetések GDP-hez való hozzájárulását. A legfrissebb adatokat az *Entrepreneurship at a Glance 2015* jelentés tartalmazza, amely az OECD- Eurostat adatbázisában található (OECD 2015). Az *1. táblázatban* 32 OECD országot tüntettem fel az egyes országok kockázatitőke-befektetéseinek GDP-ben való százalékos arányáról növekvő sorrendben. Az első helyen Izrael áll, ahol közel 0,38%-ot tesz ki a kockázati tőke, szorosan követi az Egyesült Államok, ahol 0,28% az arány. Az utolsó frissítés 2015. júniusi volt, amikor is leadásra került a dolgozat. Ha végignézzük az országokat látható, hogy Magyarország a 13. helyen szerepel, maga után hagyva például Németországot, Franciaországot, Ausztráliát,

Oroszországot (OECD 2015). Az 1. táblázatban kiemelésre került az első két ország, mivel ezek a sereghajtók, illetve félkövérrel szedtem Magyarországra vonatkozó értékeket is a jobb összevetés érdekében.

1. táblázat: A kockázati tőke-befektetések hozzájárulása a GDP-hez (százalékban)

Rangsor	OECD országok	Seed/start-up/korai fázis	Későbbi fázis	Összesen
1.	Izrael	0,26954	0,11340	0,38294
2.	Egyesült Államok	0,09512	0,18924	0,28436
3.	Kanada	0,04605	0,03594	0,08199
4.	Svédország	0,03060	0,03546	0,06605
5.	Korea			0,06137
6.	Finnország	0,04197	0,01852	0,06049
7.	Dél-Afrika			0,05686
8.	Írország	0,02483	0,02371	0,04854
9.	Japán	0,03230	0,00557	0,03787
10.	Egyesült Királyság	0,01798	0,01984	0,03782
11.	Svájc	0,01782	0,01386	0,03169
12.	Norvégia	0,01488	0,01655	0,03143
13.	Magyarország	0,02290	0,00820	0,03111
14.	Franciaország	0,01395	0,01546	0,02941
15.	Portugália	0,02627	0,00244	0,02871
16.	Belgium	0,01544	0,01289	0,02833
17.	Hollandia	0,01899	0,00684	0,02583
18.	Dánia	0,02157	0,00402	0,02559
19.	Új-Zéland			0,02306
20.	Németország	0,01439	0,00847	0,02286
21.	Észtország	0,00596	0,01659	0,02255
22.	Ausztria	0,01103	0,00770	0,01873
23.	Ausztrália	0,00711	0,01097	0,01807
24.	Oroszország			0,01348
25.	Spanyolország	0,00475	0,00468	0,00943
26.	Luxemburg	0,00679	0,00262	0,00941
27.	Szlovénia	0,00618	0,00054	0,00671
28.	Szlovákia	0,00226	0,00399	0,00625
29.	Csehország	0,00189	0,00396	0,00585
30.	Lengyelország	0,00280	0,00254	0,00534
31.	Olaszország	0,00158	0,00051	0,00209
32.	Görögország	0,00011	0,00000	0,00011

Forrás: OECD (2015)

Amennyiben a kockázati tőke tényleges befektetését nézzük erre a 32 országra, akkor már az előbbi rangsor megváltozik, és az Egyesült Államok ugrik az élre 49532,43 millió USA dollárral (2. táblázat). Míg Magyarország a sor végén áll a 25. helyen 42,65 millió USA dollárral (OECD 2015).

2. táblázat: A kiemelt országok kockázati tőke-befektetései millió USA dollárban (2014)

Rangsor	OECD országok	Kockázati tőke-befektetések értéke (millió USA dollárban)
1.	Egyesült Államok	49 532,43
2.	Japán (2013)	1 862,79
3.	Kanada	1 464,82
4.	Izrael	1 165,00
5.	Egyesült Királyság	1 112,62
6.	Németország	880,69
7.	Dél-Korea	865,51
8.	Franciaország	835,84
9.	Svédország	376,2
10.	Ausztrália	265,92
11.	Oroszország	250,71
12.	Hollandia	224,56
13.	Svájc	224,11
14.	Dél- Afrika (2013)	199,38
15.	Finnország	163,73
16.	Norvégia	157,18
17.	Belgium	151,17
18.	Spanyolország	132,42
19.	Írország	119,41
20.	Dánia	87,51
21.	Ausztia	81,76
22.	Portugália	65,91
23.	Új-Zéland	46,29
24.	Olaszország	44,77
25.	Magyarország	42,65
26.	Lengyelország	29,21
27.	Csehország	12,03
28.	Szlovákia	6,24
29.	Luxemburg	5,86
30.	Észtország	5,84
31.	Szlovénia	3,32
32.	Görögország	0,26
	Össz Európa	4 793,95

Forrás: OECD (2015)

A kockázati tőke-befektetések értékének alakulását láthatjuk a 3. táblázatban, ahol a bázis év 2007 és a táblázatban 2009-ről 2014-re vonatkozó változások szerepelnek. E tekintetben Magyarországon nőtt a legnagyobb mértékben a kockázati tőke-befektetések értéke, leelőzve az Egyesült Államokat is (OECD 2015). Ez a növekedés sokban köszönhető a hazánkban indult JEREMIE Programnak, amit a 2.3. fejezetben ismertetek.

3. táblázat: OECD országok kockázati tőke-befektetésének alakulása 2009-ről 2014-re

	2009	2014	Változás	Index 2007=100
Magyarország	12,1	296,9	284,8	100
Dél-Afrika	45,6	275,4	229,8	100
Oroszország	114,3	231,5	117,2	100
Egyesült Államok	63,4	154,5	91,1	100
Dél-Korea	49,8	108,3	58,5	100
Lengyelország	3	54,6	51,6	100
Új-Zéland	35,3	76,9	41,6	100
Izrael	61,8	97,4	35,6	100
Finnország	69,8	90,5	20,7	100
Svédország	53,2	66,7	13,5	100
Portugália	33,8	46,9	13,1	100
Írország	89,6	101,1	11,5	100
Egyesült Királyság	53	54,1	1,1	100
Norvégia	46,9	44,1	-2,8	100
Németország	81,9	78,8	-3,1	100
Hollandia	61,7	58,5	-3,2	100
Dánia	40,2	30,8	-9,4	100
Spanyolország	48,6	28,3	-20,3	100
Ausztria	96,4	74,8	-21,6	100
Svájc	82,5	59,1	-23,4	100
Franciaország	83,5	59,6	-23,9	100
Olaszország	49,2	25	-24,2	100
Belgium	87,5	61,1	-26,4	100
Ausztrália	78,3	39,1	-39,2	100

Forrás: OECD (2015)

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 kockázati tőke-befektetés kiválasztási szempontjai között.* Ezen belül a következő részkérdéseket tárgyalom.

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

Ennek kapcsán a dolgozatban kitérek arra is, hogy általában hogyan néz ki a globális szintű kockázati tőke-piac, beszélhetünk-e egy globális kockázati tőke-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 kockázati tőke-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 kapcsolatosak. Röviden megfogalmazva: *milyen eszközökkel és lépések mentén történik egy potenciális befektetés kiválasztása?* Ezen belül pedig az alkérdéseim az alábbiak.

II. *Milyen tulajdonságokkal (lépésekkel) jellemezhetőek a sikeres kockázati tőke-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 kockázati tőke-finanszírozásra?*

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 kockázattőke-befektetés folyamata jóval összetettebb, amint azt a későbbiekben részletezem is. A kutatási részkérdések megfogalmazása után az ezekre adott válaszok keresésének módját ismertetem.

A disszertációm 2. fejezetében először a kockázattőke-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 kockázattőke-piacok működnek világszerte, majd kitérek az amerikai kockázattőke-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 kockázattőke-piac kerül ismertetésre, míg a többi a fejezet végén megtalálható mellékletben (2.A Melléklet) helyezem el.

A magyar kockázattőke-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 kockázattőke-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 kockázattőke-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: Hozamrafting. Esettanulmányok a magyarországi kockázatitőke-befektetések vad vizeiről. L'Harmattan Könyvkiadó és Terjesztő Kft., Budapest, ISBN: 978-963-236-643-2

2. Elméleti áttekintés a kockázattőke-finanszírozás globális térnyeréséről

A téma megjelölése és aktualitásának ismertetése után részleteztem a disszertáció kutatási kérdéseit, felépítését és módszertanát. Így a következőkben mindezek kifejtésével foglalkozom. A 2. fejezetben arra keresem a választ a nemzetközi és hazai szakirodalom szintetizálásával, hogy beszélhetünk-e egy egységes globális kockázattőke-iparról/piacról vagy csak szegmentáltan léteznek, és melyek azok a tényezők, amelyek befolyásolhatják az egységes kockázattőke-finanszírozási gyakorlat elterjedését. Emögött meghúzódó specifikus kérdés, hogy *ennyire adaptálható az amerikai típusú kockázattőke-modell más országokban?*

Így a 2.1. fejezetben a kockázati tőke globális térnyerését vizsgálom az elérhető, legfrissebb adatokkal alátámasztva. A 2.2. fejezet egy leíró rész, amelyben azt kívánom szemléltetni, hogy miért is vannak különbségek az egyes térségek, országok kockázattőke-finanszírozásában. Majd a nemzetközi szakirodalom tanulmányait felhasználva választ kívánok adni a befolyásoló tényezők soráról. Ehhez először az Egyesült Államokban működő kockázattőke-modell sajátosságait mutatom be, amely a továbbiakban az összehasonlítás tárgyát képezi, vagyis 'a' kockázattőke-modellnek tekintem. Ezt követően a 2.3. fejezetben a magyar kockázattőke-ipar kerül ismertetésre, melynek egyik célja, hogy alapot adjon a 4. fejezetben bemutatásra kerülő elemzésnek, illetve azt szeretném ezzel is szemléltetni, hogy milyen mértékű eltérések vannak országok kockázattőke-iparai között. Ehhez további példát a 2.A Melléklet tartalmaz, ahol az Egyesült Államok, Németország, és délkelet-ázsiai térség kockázattőke-piacának legfontosabb fejlődéstörténeti mérföldköveit foglaltam össze.

A globális gazdasági és pénzügyi folyamatok recessziós hatásai a kockázattőke-szektorra is érintették. Jelen fejezetben nem kívánom részletezni ezeket a pénzügyi folyamatokat, hanem csak a kockázati tőkére tett hatásait. A fejezet fő témája a kockázati tőke globális térnyerésének kérdése amellet, hogy mennyire adaptálható az amerikai típusú kockázattőke-modellje. A vizsgálati kérdés megfogalmazásában *Bygrave-Timmons (1992), Kenney et al. (2002), Megginson (2004), Metrick (2007), valamint Aizenman-Kendall (2008)* tanulmányait vettem alapul. A kockázattőke-iparág fejlődése a 2008-as pénzügyi válság nyomán lelassult, érdekes tehát áttekinteni, ez miként hatott a kockázati tőke áramlására, annak globális térnyerésére. A fejezet első felében röviden bemutatom, milyen változásokat okozott a pénzügyi válság, s ezekre milyen megoldásokkal reagáltak világszerte a kockázattőke-

társaságok. Ezt követően arra keresem a választ, melyek azok a tényezők, amelyek korlátozhatják egy globális (azonos) kockázattőke-finanszírozási gyakorlat/modell elterjedését. A kérdéseket a szakirodalomból szintetizált leíró és elemző módszerrel válaszolom meg.

2.1. A globális kockázatitőke-befektetések alakulása az utóbbi évtizedben²

A globális kockázatitőke-finanszírozás alakulásának áttekintésére azért van szükség, mert ezzel keretet kívánok adni az első kutatási kérdés megválaszolásához. A címben megjelölt utóbbi évtized alatt pedig a 2005-től 2015-ig terjedő időszakot értem. Bár itt meg kell jegyezni, hogy a rendelkezésemre álló legfrissebb adatok 2014-ből valók. Az egyes országokra, térségekre vannak már frissebbek is, de jelen fejezetrészen globális szintet vizsgálók.

A 2008 előtti időszakra úgy tekinthetünk vissza, mint egy pezsgő, aktív periódusra, amikor az optimista kockázatitőke-befektetők új területek meghódítását fontolgatták. A *Deloitte (2005)* felmérésből³ kitűnik, hogy a megkérdezett amerikai kockázati tőkések közel fele szándékozott öt éven belül kínai és indiai befektetéseket indítani. Motivációs tényezőik közül kiemelték az alacsony strukturális költségeket (mérsékelt bérek), a magasan képzett munkaerőt, a vállalkozói kedvet és a lehetőséget az értékteremtésre. A felmérésből ugyanakkor az is kiderült, hogy valamennyi megkérdezett az Egyesült Államok piacát – mint érett és megalapozott befektetési szférát – tekintette a legvonzóbb célpontnak. Természetesen nem olyan egyszerű egy teljesen új környezetben színre lépni, de az akadályok ellenére erős kockázatitőke-áramlás indult el, köszönhetően a pénzügyi liberalizációnak, a tőkemozgások globális szintűvé válásának. A kockázati tőkések világszerte országuk határain túl keresik a kiaknázatlan lehetőségeket, s azon dolgoznak, hogy kialakítsák a legjobb stratégiát, amellyel külföldön is növelhetik jelenlétüket. A *Deloitte (2005)* felmérésből az szűrhető le, hogy a szektor szereplői elfogadták a jövő útjaként a globális terjeszkedést, így a kockázatitőke-társaságok azon munkálkodnak, hogy a legjobb pozíciókat szerezzék meg a világméretű térben.

Annak magyarázatára, hogy merre áramlik a kockázati tőke, *Aizenman - Kendall (2008)* három tényezőt határozott meg: a távolságot, a közös nyelvet és a gyarmati kötődést (ezalatt azt értem, hogy az egykori gyarmatosító országnak nagy befolyása van a korábbi gyarmatára). Továbbá a nemzetközi kockázati tőkések számára vonzó lehet egy olyan ország, ahol viszonylag jó az üzleti környezet, magas a katonai kiadások szintje és fejlett a pénzügyi piac. Ha az 1990-es éveket tekintjük, akkor az Egyesült Államokban jelent meg elsőnek a kockázati tőke, majd ahogyan az informatika globalizálódott, a fiatal alapok megerősödtek, s érett

² A 2.1. fejezetben foglaltak a *Futó (2015b)* tanulmányban jelent meg.

³ A megkérdezettek köre azon kockázati tőkések, akik különböző kockázati tőke egyesületek tagjai. A válaszadók többsége amerikai kockázati tőkés volt.

vállalatokként elkezdtek külföldre terjeszkedni, így a kockázati tőkések tulajdonképpen exportálták saját tudásukat.

Tarrade (2012) részletesen tárgyalja a kockázati tőke-társaságok külföldi befektetéseinek kérdését. Minden befektetési döntés esetén célszerű egy költség- haszon elemzést elvégezni. A kockázati tőke-társaságnak két előnye származhat abból, ha külföldön is tevékenykedik. Az első, hogy ez egy stratégiai döntést jelent, amelynek célja a kockázati tőke-társaság költségeinek minimalizálása a befektetési kockázat szempontjából azáltal, hogy földrajzilag diverzifikálja a portfólióját. A másik, hogy ezáltal még több hozamot képes elérni. Így a későbbiekben akár versenyelőnyre is szert tehet versenytársaival szemben azáltal, hogy külföldön is vannak befektetési tapasztalatai. Persze költségoldalról is mérlegelni kell a helyzetet, itt a megbízó-ügynök probléma (ha már megvalósult a tényleges befektetés) felerősödését kell kiemelni.

A dolgozat írásánál azonban nem ez a fő célom, hogy ezen előbbi problémát (megbízó-ügynök) részletezzem, mivel ezt korábban mások már megtették. Lásd erre fókuszáló cikket: Cumming, D. – Johan, S. (2008): Information asymmetries, agency costs and venture capital exit outcomes című tanulmány⁴. Továbbá magyar nyelvű szakirodalomban is számos munka jelent meg, például Becsky-Nagy Patrícia (2008)⁵ vagy Becsky-Nagy, P. – Fazekas, B. (2015)⁶.

A 2008-as pénzügyi válság azonban megtörte a felfelé ívelő pályát; a befektetések száma visszaesett, az alapok nem tudtak újabb tőkétallokálni, a kockázati tőkéseknek el kellett halasztaniuk a tervezett kilépéseket, vagy be kellett érniük kevesebb profittal. Számokban kifejezve, e tőkések 2008-ban globálisan még több mint 50 milliárd dollárt fektettek be, 2009-ben azonban csak bő 35 milliárdot. A szektor szereplői azonban gyorsan alkalmazkodtak a környezeti változásokhoz, az adott helyzetből kihozva a maximumot, így a befektetett tőke mennyisége folyamatosan nőtt, s 2013-ra visszakapaszkodott a válság előtti szintre (*Ernst & Young 2014*).

A 2009-es drasztikus csökkenés azért következett be, mert megingott a kockázati tőkét finanszírozók bizalma. Úgy vélték, nem tudják számukra biztosítani a beígért hozamokat, ezért – „back-to-basics” (vissza az alapokhoz) stratégiát alkalmazva – konszolidálták az alapokat. Fontos megjegyezni, hogy a tiszta energiába való befektetés hozama nem csökkent, ami

⁴ Cumming, D. – Johan, S. (2008): Information asymmetries, agency costs and venture capital exit outcomes, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 10:3, pg. 197-231

⁵ Becsky-Nagy Patrícia (2008): A kockázati tőke hozzáadott és „elvelt” értéke. Elmélet és gyakorlat című doktori értekezés.

⁶ Becsky-Nagy, P. – Fazekas, B. (2015): Speciális kockázatok és kockázatkezelés a kockázati tőke-finanszírozásban, *Vezetéstudomány* XLVI. évf. 2015. 3. szám, 57-68.

hajtóerőt jelentett a kockázati tőkéseknek. Továbbá a pénzügyi válság az indiai és a kínai befektetésekre kevésbé hatott, mint az európai térségben (*Ernst & Young 2010*).

A világ globalizálódásával a kockázatitőke-szektor folyamatos új hatások érik, ami paradigmaváltást indított el. Az évtized eleji nemzetközi felmérések (*Ernst & Young 2012*) a befektetési ütem stabilizálódásáról árulkodtak, de azt is kimutatták, hogy a kockázatitőke-társaságok még mindig főként a hazai piacaikban gondolkodnak. A külföldi lehetőségek felkutatásában továbbra is az amerikaiak tűntek a legnyitottabbaknak. A 2011-es befektetések mennyiségét vizsgálva Kínát kell kiemelni, amely csúcsot döntött, mint célország, így lekörözte az európai országokat is. Fontos különbségek mutatkoztak a célpontokban is. Míg az érett piacokon (Egyesült Államok és Európa) a befektetők elsősorban a fiatal, termékfejlesztési fázisban lévő vállalkozásokat finanszírozták, addig Kínában inkább a jövedelmezőket. Ez lényeges eltéréseket okoz, hiszen könnyebb sikert elérnie és nyereséget realizálnia annak a kockázati tőkéseknek, aki jobb helyzetből induló céget finanszíroz, mint annak, akinek induló, kockázatosabb vállalkozásokkal kell foglalkoznia. Összességében az amerikai kockázati tőke még így is meg tudta tartani vezető szerepét. A fejlődő országok piacai egyre jobb pozíciókat szereztek azáltal, hogy kevésbé rizikós, késői fázisú ügyletekre koncentráltak.

A pénzügyi válság alatt a kockázatitőke-iparág gyenge teljesítménye kapcsán növekvő vita alakult ki az iparág jövőképeiről. Két ellentétes nézet feszül egymásnak *Söderblom (2012)* szerint. Az egyik csoport úgy véli (például *Kaplan-Lerner 2010*), hogy ez egy természetes visszaesés, amely az iparág ciklikusságának köszönhető, és amelyből előbb-utóbb ki fog lábalni. *Kaplan-Lerner (2010)* tanulmányukkal azt támasztotta alá, hogy a kockázatitőke-piacán egy természetes kiválasztódás megy végbe. A múltban is voltak átlag alatti teljesítmények, amelyeket mindig fellendülés követett, amely a jelen helyzetben sem lenne meglepő. Illetve a szerzők úgy gondolták, hogy a kockázati tőke kísérletet tesz megoldani a piacgazdaság problémáját, miszerint azt, hogy a vállalkozónak van egy jó ötlete, de nincs pénze, eközben a befektetőnek van pénze, de nincs jó ötlete. *Kaplan-Lerner (2010)* kiemelte, hogy a kockázatitőke-modellje hatékonyan oldja meg a vállalkozások pénzügyi problémáit.

Ezzel szemben *Söderblom (2012)* azokat a jelenségeket gyűjtötte össze, amelyek arra engednek következtetni, hogy a kockázati tőke hagyományos modellje elavult és fundamentális változtatások szükségesek az egészséges működés érdekében, amely a vitázók másik csoportjának nézete. Az első jelenség a kockázatitőke-piac túltőkésítése, vagyis az, hogy nincs összhang a befektetett és a kilépésből származó tőke értéke között. Ez azt jelenti, hogy néha olyanokat is finanszíroznak, amelyekből történő kiszállás után alacsonyabb hozamot realizálnak. További probléma, hogy a tőke kínálata nagyobb, mint a tőke kereslete. Ehhez

szorosan kapcsolódik a kilépési lehetőségek gyenge teljesítménye. Mindez a piaci feltételek korlátozását vonhatja maga után. A hagyományos kockázatitőke-befektetések célpiacai az olyan tőkeintenzív szektorok, mint az IT, a biotechnológia, a gyógyszeripar. A világ azonban felgyorsult, a fejlesztési idők lerövidültek, a kiadások mérséklődtek. Az új vállalkozásoknak tehát kevesebb tőkére van szükségük, s azt akár egyetlen egy üzleti anglyaltól is megkaphatják. Vagyis az intézményi kockázati tőke számára beszűkült a potenciális vállalkozások köre, ami egy újabb piaci korlátnak számít. *Söderblom (2012)* szerint az is probléma, hogy egy hagyományos kockázatitőke-befektetésből 10 évnél hamarabb aligha remélhető megtérülés. Ez túl hosszúnak tűnik a mai világban. Ráadásul az extra nagy profitok is kezdenek elmaradni – összevetve az 1990-es évekkel –, mára ugyanis a célszektorok többé-kevésbé éretté váltak. Az utolsó jelenség szintén a várható megtérülés csökkenéséhez kapcsolódik. Egyre kevesebb hozamot remélhetnek ugyanis azok a befektetők, akik magukat az alapokat finanszírozzák, ezért sokan közülük kénytelenek leírni kockázatitőke-befektetéseiket. Ezzel együtt, továbbra is vannak olyan alapítványok, vagy épp gazdag magánszemélyek, akik domináns szerepet töltenek be a kockázatitőke-alapok finanszírozásában.

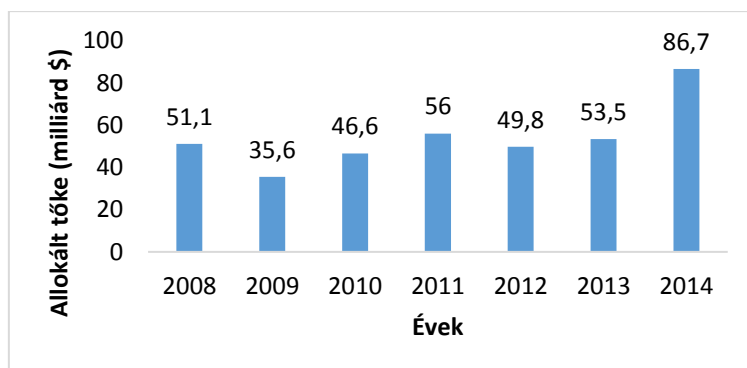
Egy újabb negatív hangulat 2012-ben következett be egy kisebb visszaesés keretében globális szinten, ami a gazdasági növekedés lassulásának, illetve a kemény kiszállási környezetnek tudható be. A kiszállások elmaradása azt jelenti, hogy a kockázatitőke-alapokat finanszírozók nem kapták meg időben a várt hozamot, így nem érezték késztetést arra, hogy befektessenek új alapokba (*Ernst & Young 2013c*).

A befektetések időbeli áttekintésének következő éve a 2013-as. Az előző esztendei visszaesés után ekkor egy szolid növekedés indult meg. A befektetett összeget tekintve a kiemelt területek rangsora módosult. A korábban háttérbe szoruló Európa leelőzte Kínát és Indiát; az amerikai elsőség viszont töretlen. Fontos megemlíteni a kormányzati szerepvállalásokat, amelyek a vizsgált évben fokozottan támogatták a kockázati tőke fejlődését: megfelelő befektetési környezetet teremtettek; állami alapokat hoztak létre, növelve a kínálatot; megengedték a nyugdíjalapoknak, hogy befektessenek a kockázati tőkébe; s olyan ösztönzőket is kialakítottak, mint például egy útlevel, amely arra szolgál, hogy a külföldi kockázati tőkések könnyebben tudjanak együttműködni az Európai Unió területén (*Ernst & Young 2014*).

A legfrissebb rendelkezésre álló tanulmányból (*Ernst & Young 2015*) egyértelműen kitűnik, hogy a pénzügyi válságot követően az allokalált kockázati tőke globális szinten visszaesett, ami együtt járt a befektetések számának mérséklődésével is. Itt szeretném megjegyezni, hogy ezt a részt ez év januárban foglaltam írásba, így ekkor ez volt és azóta sem jelent meg frissebb jelentés a globális szintű értékekről. Az 1. diagram a gyűjtött tőke

mennyiségének alakulását mutatja globális szinten. Látható, hogy 2014-ben kimagasló teljesítményt produkált a szektor. Az ekkor allokált 86,7 milliárd dollárnyi tőke már közelít az új évezred eleji szinthez; 2000-ben 116,3 milliárd dollárt mértek. A befektetések számát tekintve 2014-ben 6507 befektetést valósítottak meg globális szinten, míg a legrosszabb évben, 2009-ben mindössze 4813 darabot.

1. diagram: A globális kockázati tőke alakulása (2008–2014)



Forrás: *Ernst & Young (2015)*

Nem elég csak az allokált tőke mennyiségét kiemelni, hanem a kiszállás során realizált tőke értékét is figyelembe kell venni, mivel ez tekinthető a befektető megtérülésének. Az előző évekhez képest a 2014-es esztendő igazán kedvező volt a tőzsdei úton való elsődleges részvényeladás (IPO - Initial public offering) szempontjából. Globális szinten 22,7 milliárd \$ tőkemegtérülés keletkezett, amely 168 darab IPO-t jelent. Mindez a pozitív gazdasági körülményeknek is köszönhető. A jövőképet tekintve mindenesetre optimista a hangulat, mivel egyre erősödnek a kínai és indiai kockázati tőke-piacok, miközben az érett amerikai és európai piacok stabilan jól teljesítenek (*Ernst & Young 2015*).

A kockázati tőke-ipar egészséges működéséhez a *WilmerHale (2014)* alapján ugyanakkor számos tényező együttállása szükséges: megfelelő mennyiségű allokált tőke; kiszállási lehetőségek; vonzó, gyors és magas növekedési potenciállal rendelkező célszektorok; a gazdasági környezet kiegyensúlyozottsága.

Eddig nem jelent még meg olyan tanulmány, amely összefoglalná a 2015. évre vonatkozó globális kockázati tőke helyzetét, de az amerikai érdekeltségű NVCA⁷ szervezet megjelentetett egy éves jelentést az amerikai kockázati tőke helyzetéről. Így ebből pár gondolatot kiemelnék. A forrásgyűjtés és a befektetési környezet a kockázati tőke

⁷ National Venture Capital Association (www.nvca.org)

ökoszisztémában erős maradt 2015-ben is. A tőkebefektetések elérték a legmagasabb szintet, (59,1 milliárd USA dollárt) 2000 óta. Továbbá 2015-ben 718 kockázatitőke-társaság fejenként közel 5 millió USA dollárt helyezett ki az év során (2000-ben 1050 társaság produkálta mindezt) és ebből 238 társaság az első alapgyűjtéséből fektetett be és 199 pedig az élettani tudományba investált. A kilépés (exit) a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozásokból elmaradt a 2014-es évhez képest, amely a tőzsdei hangulatnak köszönhető (NVCA 2016).

Az ismertett globális kockázatitőke-finanszírozás alakulásából 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 intenzitással. A következő egységben azokat a tényezőket mutatom be, amelyek befolyásolhatják az egyes országok kockázatitőke-iparának fejlettségi szintjét.

2.2. A kockázati tőke-befektetési gyakorlat vizsgálata és ezeket befolyásoló tényezők meghatározása

Az 1970-es évektől a kockázati tőke expanziója figyelhető meg világszerte, amelyhez különböző fejlettségű kockázati tőke-piacok kapcsolódnak (Bygrave – Timmons 1992). Az elmúlt évtizedben az iparág pozíciói tovább erősödtek (Ernst & Young 2015). Ebben a fejezetben arra keresem a választ, hogy *beszélhetünk-e egy igazi globális piacról, vagy csak szegmentált piacok léteznek, specifikusabban mennyire adaptálható az amerikai típusú kockázati tőke-modell más országokban? Illetve amennyiben nincs egységes, mindenhol azonos hatékonyságot, sikert mutató kockázati tőke-piac, akkor ezt milyen tényezők befolyásolhatják?* Mindehhez először ismertetem röviden az amerikai kockázati tőke-finanszírozási gyakorlat terjedésének kísérletét és sajátosságait, majd a kockázati tőke áramlását befolyásoló tényezőket és hatásokat.

A kockázati tőke Amerikából ered és világszerte tovaterjed, bár kisebb intenzitással és eredménnyel, mint szülőhazájában. Mivel a világ kockázati tőke-befektetéseinek több mint fele az Egyesült Államokban zajlik, az irányadó modell mindenképpen az amerikai minta, ahol a kockázati tőke-cégek általában független társaságok, amelyek fiatal, innovatív és gyors növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokat támogatnak, s nyugdíjbiztosítók és intézményi befektetők állnak mögöttük finanszírozóként (Bottazzi – Da Rin 2005).

Az amerikai kockázati tőke-modell (finanszírozási gyakorlat) sajátosságaként Fraser - Sampson (2007) három jellemzőt határozott meg, amelyek révén kimagasló eredményeket sikerül elérni, s amelyek egymásra hatása alakítja ki a kohéziót.

- Magvető fázisra való törekvés: a kockázati tőkések olyan innovatív kutatásokat, ötleteket keresnek, amelyekben az alapterméken, vagy szolgáltatáson kívül mindent ők alakítanak ki, a társasági formán át a stratégiáig; ezzel időt és költséget spórolnak meg.
- Hazafutás szemlélet: ezen azt értik, hogy a hazai pályán lehet elérni a legnagyobb üzletet, mert a befektető helyzeti előnyben van a környezet ismeretével.
- Hozzáadott érték szemlélet: nem csak tőkét biztosítanak a vállalkozásoknak, hanem tanácsot adnak nekik, kapcsolati tőkéjük révén új lehetőségeket teremtenek, illetve pénzügyi és stratégiai döntéseket hoznak.

Felmerülhet a kérdés, ha ez ilyen jól működik, akkor miért nem csinálja így mindenki? A következőkben azt vizsgálom, melyek azok a tényezők, illetve hatások, amelyek eltéréseket okozhatnak az egyes országok, régiók kockázatitőke-iparának fejlettségében. Ehhez kiegészítésként, egyfajta kitekintésként külön mellékletben (2.A. *Melléklet*) összefoglaltam az amerikai, a német és a délkelet-ázsiai térség kockázatitőke-iparának fejlődési útját.

Az amerikai típusú kockázatitőke-finanszírozás nem tudott könnyen elterjedni Európában és az ázsiai országokban. Az 1980-as évekig az európai gazdaságokat magas állami tulajdon, magánkartellek, és monopóliumok határozták meg, ami korlátozott kockázatitőke-hozzáférésre adott lehetőséget. Az amerikai gazdaság középpontjában a vállalkozó, a vállalkozás áll, ezzel szemben Európában alacsonyabb a vállalkozói kedv, így a befektetési modell logikája eltérő, továbbá nem tette lehetővé a kockázati tőke gyors áramlását. Szerepének erősödésére országonként eltérő ütemben a privatizációs hullámok elindulásával nyílt lehetőség. Ennek következtében Európa nyugati országaiiban átstrukturálták a gazdaságot, domináns lett a magántulajdon és a piaci verseny. Ez kedvező környezetet teremtett a vállalkozói ötletek és a kockázatitőke-befektetések adta hozzáadott értékek összekapcsolódására, így hozzájárulva a gazdaság növekedéséhez. A kockázatitőke-társaságok és -alapok az 1990-es években Nagy-Britanniában, majd Franciaországban és Hollandiában terjedtek el nagyobb számban, de az ázsiai térségnek és Ausztráliának szintén kiemelt szerep jutott; gyors térnyerés zajlott továbbá Kanadában is (*Bygrave – Timmons 1992*).

Országonként változó a nemzeti kockázatitőke-iparág eredete, amely meghatározza az alapokat és az egyéni kockázati tőkéseket. *Kenney et al. (2002)* alapján elmondható, hogy az országok az amerikai modellt törekedtek átvenni, de kisebb-nagyobb változtatásokkal. A következőkben néhány kiragadott esetet mutatok be ennek szemléltetésére. Nagy-Britannia kivételesnek számít, mert az amerikai modell Európában egyedül itt tudott teljes mértékben gyökeret verni. Noha a pénzügyi rendszerben hosszú ideje a kereskedelmi bankok dominálnak, a britek hamar felismerték a kockázati tőke szerepét, és viszonylag korán alapítottak amerikai mintára kockázatitőke-társaságokat. Az 1960–70-es években amerikai kockázatitőke-alapok egyebek mellett Belgiumban, Kanadában és Ausztráliában is megpróbáltak leányvállalatokat létesíteni, de e kísérletek az adott térség nehézségeivel szembesülve rendre kudarcot vallottak. Jó pár évvel később, az 1990-es évek elején az amerikai ügynökségek számos olyan kockázatitőke-projektet alapítottak, amelyeknek a célpontja Kelet-Európa volt, ám induló innovatív vállalkozások hiányában ezek is sikertelenek maradtak. Hasonló játszódott le Tajvanon és Japánban is. *Kenney et al. (2002)* kiemelték, hogy a kudarcokban a fogékony környezet hiánya is közrejátszott. Előbbi esettanulmányokból a kormányzati szabályokat, a

bankokat és az üzleti kultúrát, mint befolyásoló tényezőket mutattak be. Japán jó példa arra, hogy az állami jelenlét nem elégséges a sikerhez.

A dolgozat korlátai nem teszik lehetővé, hogy minden egyes kiemelt térséget elemezzek, illetve a dolgozat koherenciáját is megbontaná, így a fejezet végén mellékletben ezzel kapcsolatban található kitekintés. Viszont a fenti rövid ismertetés is jól példázza, hogy az egyes térségek kockázatitőke-iparágai eltérőek egymástól, például a befektetések célpontja, a befektetési környezet, a befektető személye, vagy az állami szereplővállalás tekintetében. Az előzőekben bemutatam az amerikai kockázati tőke karakterjegyeit, illetve azt, hogy e modell milyen sikerrel tud/tudott világszerte elterjedni. Ezekkel szoros összefüggésben számos esettanulmány igyekezett feltárni azokat a tényezőket, amelyek viszont gátat vetnek az amerikai sajátosságok teljes körű adaptálásának. A következőkben a nemzetközi szakirodalom szintetizálásával ismertetem a kutatások, tanulmányok eredményeit időrendben.

Egy korai tanulmány (*Bygrave – Timmons 1992*) szerint a kockázati tőke globális szintű hiányának magyarázata az, hogy nincs egységesen elterjedt klasszikus kockázati tőke. E forma Amerikából ered, ahol a klasszikus jelző azt jelenti, hogy fiatal, innovatív és gyors növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokat finanszíroznak. Ez a fogalmi keret sok esetben kibővül az érett vállalkozások kivásárlásával, finanszírozásával. Mindez annak köszönhető, hogy az adott térség lehet nem bővelkedik annyi, a kockázatitőke-társaságoknak megfelelő, potenciális befektetésekben. Így a fogalmi keret kiszélesedik.

Annak érdekében, hogy mérsékeljék a szegmentált kockázatitőke-piacok jelenlétét *Kenney et al. (2002)* a következő példákat ismertették. Az egyik a „páneurópai piac” kialakítása, amelynek keretében egyesíteni kívántak az európai kockázati tőkéseket. Így összehangolnák a külföldi ügyleteket; számos szereplő ugyanis egyedül túl kicsi ahhoz, hogy be tudjon lépni egy új piacra. Egy másik ázsiai példa, az, hogy a kockázati tőkések egy úgynevezett „nagyobb Kína” stratégiához csatlakoznak. Végül egy harmadik globalizációs forma a kétoldalú, kölcsönös kapcsolat kialakítása, amely már létezik a Szilícium-völgy és Izrael, illetve Tajvan és India között. Összességében elmondható, hogy a kockázati tőkés keresi a külföldi piacokat, de az egyes befektetők egyedül nem képesek érdemi hatást kifejteni.

A problémakört *Meggison (2002)* is továbbgondolta, újabb elemzésekkel igyekezvén meghatározni a befolyásoló tényezőket. Az amerikai piac után a második legnagyobb kockázatitőke-piac a nyugat-európai, így a tanulmány e két térség közti kapcsolatot vette szemügyre. A vizsgálat változói a befektetési gyakorlatra és mintára, illetve a megtérülésre vonatkoztak, s az eredmények a térségek között jelentős konvergenciára utaltak. Ebből azt vonták le, hogy a fő nemzeti piacok önállóak, de hatékonyan működnek. Így nincs szükség az

olyan stratégiákra, mint „a páneurópai piac”. Megerősítették továbbá a *La Porta et al. (1998)* által a jog és pénzügy irodalmában megfogalmazottakat, miszerint az angolszász jogrendszerű országok fejlettebb pénzügyi rendszere – a tőkepiaci szisztéma dominanciája miatt (*Black – Gilson 1998*) – kedvez a kockázati tőkének, előnyt biztosítva számukra a civil jogrendszerű országokkal szemben.

Franzke et al. (2003) négy olyan tényezőre mutattak rá, amelyek nagyban befolyásolják az adott terület kockázati tőke-iparát. Ezek a gondolkodásmód; a jogi és intézményi akadályok; az alternatív finanszírozási források hiánya; s végül a bankok domináns szerepe.

A globális terjeszkedés akadályai között a *Deloitte (2005)* felmérés megemlíti, hogy az utazások idő- és költségigényesek; az ügyletek, a tapasztalt befektetők és a kiszállási lehetőségek hiányát; továbbá a tulajdon védelméről szóló törvények minőségét.

Wright et al. (2005) tanulmányának célja az volt, hogy összesítse a már meglévő kutatásokat a kockázati tőke nemzetközivé válása témában és rávilágítson az esetleges kutatási hiányokra. A főbb eredményeik közül kiemelném, hogy a jövőbeli kutatásoknál új módszertant szükséges alkalmazni, nem elég keresztmetszeti kérdőívekkel dolgozni, hanem hosszú távú adatok kellenek. Illetve a másik fontos kritika, hogy sok tanulmány leírja, hogy mitől lesz jobb a kockázati tőke aktivitása az új területen, de sokan elfelejtik megemlíteni, hogy az ehhez való alkalmazkodás nagyon lassú folyamat, így a nemzeti különbségek sokáig fennállhatnak.

Az eddigiek mellett *Metrick (2007)*⁸ hat magyarázó faktort nevez meg, amelyek hatással vannak az adott ország kockázati tőkéjére.

- *A kiszállási lehetőségek minőségi és mennyiségi szintje.* A kiszállás az egész befektetési folyamat sarkalatos pontja, mivel a befektetett tőkéért a kockázati tőkés tulajdonosi részt kap, amit tehát értékesítenie kell ahhoz, hogy nyereséget realizáljon. Így amikor azon gondolkodik, befektessen-e egy külföldi országban, akkor a kiszállás elsődleges szempont. Ebből adódóan a befektetők a legjovődelmezőbb kiszállási módot keresik, ami a tőzsdén keresztül történő részesedés-értékesítés vagy a stratégiai befektetőnek történő eladás (*Becskyné Nagy – Biczók 2006*). Ha egy adott ország pénzügyi rendszere nem piacorientált, illetve a tőzsde inaktív, akkor befektetési célországgént háttérbe szorul. A kiszállás lehetősége nem csak a befektetők odavonzásának egyik tényezője; az ott kialakult kockázati tőke-piacot is korlátozhatja a fejlődésben, ha nincs megfelelő lehetőség a megtérülés realizálására. Mivel Európában inkább a bankorientált pénzügyi

⁸ A kutatáshoz a PricewaterhouseCoopers által összeállított Global Private Equity Report-t használták. A szerzők megjegyezték, hogy a kockázati tőke területén nehéz globális szintű adatokat összegyűjteni.

rendszer terjedt el, a tőzsdék szerepe pedig háttérbe szorult, ez visszavetheti a kockázati tőke fejlődését.

- *Üzleti környezet.* A kiszállással szorosan összefüggő tényező. Olyan jellemzők alkotják például, hogy hány napig tart a bürokratikus ügyintézés, mennyire jól képzett a munkaerő, kedvező-e az adózási rendszer. A *Deloitte (2007)* felmérésben adatokat találunk például arról, hogy az európai megkérdezettek szerint Kanadában a legmagasabb az adminisztrációs költség. Mindezek belépési korlátoknak tekinthetők a nemzetközi befektetők számára, s szintén visszavethetik a fejlődést, mivel gátolhatják a kockázati tőke-társaságok és -alapok alapítását.
- *A jog és a pénzügy kapcsolata.* Ezzel együtt jár a tulajdon védelmének kérdésköre is.
- *Az ország intézményi fejlettsége.* Szintén hatással van a kialakult piacra, s szorosan összekapcsolódik az előző faktoral. Azon országokban (az angolszász államokban), ahol a magántulajdon erős jogi védelemmel bír, ott szívesebben fektetnek be, és a magánszemélyek is ösztönözve vannak saját vállalkozásuk létrehozására. Ellenben a civil jogrendszerű országokban (például Franciaország és Németország) kevésbé kedvező a környezet a kockázati tőkések számára, mivel a befektetők körét a bankok dominanciája jellemzi, amelyek – kevesebb kockázatot vállalva – főként érett cégeket finanszíroznak induló vállalkozások helyett (*Black – Gilson 1998*).
- *Az ország politikai és gazdasági stabilitása.* A kockázati tőke-befektetőknek ezeket is mérlegelniük kell. Sokszor láttuk már, hogy a térség pénzügyi majd gazdasági válsága nyomán, a fertőző hatás következtében, egy országból pár nap alatt kivonult a tőke (ázsiai krízis). Körültekintőnek kell tehát lenni minden új befektetés, vagy kockázati tőke-alap létesítésekor.
- *Kultúra.* E tényező is tovább erősíti, amit már a korábbiaknál is láttunk, hogy az adott ország sajátosságai teljes mértékben átalakítják a jónak és sikeresnek gondolt amerikai modellt, egyfajta „út-függőséget” hozva létre a kockázati tőke-iparág fejlődésében, ami eltérő modellek (befektetési gyakorlat) kialakulásához vezet.

A nemzetközi összehasonlításokból kitűnik, hogy az idő előrehaladtával a kockázati tőke-iparágak egyre hasonlóbakká válnak, igazán egységes globális kockázati tőke-piacról azonban mindmáig nem beszélhetünk. A piacok persze kölcsönösen hatnak egymásra, de továbbra is eltérő és szegmentált nemzeti struktúrák léteznek (*Andersson – Napier 2007*).

Demaria (2013) is hasonlóan vélekedik, miszerint az Európai Unió nyújtotta előnyök és a pán-Európai piac elképzelése (*Kenney et al. 2002*) megerősítette azt a meggyőződést, hogy az európai országok képesek versenyezni az Egyesült Államokkal, azáltal, hogy létrehoznak egy sikeres külföldi kockázati-tőke-finanszírozási gyakorlatot (modellt). Emellett nem lehet elégszer hangsúlyozni, hogy a kultúrának nagy szerepe van az innovációs folyamatok minőségében. Ez azt jelenti, hogy míg az USA-ban a lakosság inkább kockázatt vállalóbb, addig az európai népek kockázatkerülőek. Így nincs egyszerű útja annak, hogy átültessék az amerikai modellt, ezért Európának (még) építenie kell egy saját kockázati-tőke-modellt.

Guler–Guillén (2010) tanulmányukban rávilágítottak arra, hogy a szabad tőkeáramlással lehetővé vált a kockázati-tőke-társaságoknak a külföldi befektetések végrehajtása, így elindulhatott a kockázati tőke nemzetközivé válása. Mindehhez azonban szükséges a célország intézményi környezetének fejlettsége. 216 amerikai kockázati-tőke-társaságot vizsgáltak meg annak érdekében, hogy megtudják, hogyan és milyen szempontok mentén választják ki külföldi célországukat. Eredményül azt kapták, hogy olyan befogadó országba fektetnek be, amelyre jellemző, hogy a technológiai, a jogi, a pénzügyi és a politikai intézmények innovatív lehetőségeket teremtenek; védik a befektetői jogokat; adottak a jó kiszállási lehetőségek; és garantált a szabályozási környezet stabilitása.

Mindezek mellett *Schertler – Tykvova (2011)* tanulmányában makrogazdasági tényezők hatását vizsgálták abban a tekintetben, hogy egy kockázati tőkés számára mi miatt lehet vonzó egy külföldi országban befektetni. Három makrogazdasági tényezőt vizsgáltak meg, ezek a várt gazdasági növekedés, a kutatás és fejlesztésre költött összeg, és a tőzsdei kapitalizáció. A portfólió vállalkozások tekintetében azt kapták eredményül, hogy akkor nő a külföldi kockázati tőkések által finanszírozott befektetések száma, ha a várt gazdasági növekedés és a piaci kapitalizáció növekvő trendet mutat. Ennek ellenére azonban a kockázati tőkések intenzívebben fektetnek be hazájukban, mint külföldön. Illetve azt is megfigyelték, hogy a tőzsdei kapitalizáció nem a befektetések lehetőségét növeli, hanem a kockázati tőkés alapgyűjtési feltételeit biztosítja. Továbbá elmondható, hogy minél több hazai és külföldi tapasztalattal rendelkezik egy kockázati tőkés, annál intenzívebben fog külföldön is befektetni. Minden befektetési döntést megelőz egy költség- haszon elemzés az információs aszimmetria kiküszöbölése érdekében is.

Yong-Zahra (2012) tanulmányukban 68 ország – köztük Magyarország – kockázati-tőke-aktivitását vizsgálták az 1996 és 2006 közötti időszakban. A szerzők abból indultak ki, hogy a kockázati tőke finanszírozása körül van véve tranzakciós problémákkal – a bizonytalanság és az információs aszimmetria miatt –, e problémák mérséklésére pedig a vállalkozások a formális

intézményeket és a kulturális értékeket használhatják. Megvizsgálták tehát, van-e hatása a formális intézmények fejlettségének a kockázati tőke aktivitására. A kutatás alátámasztotta ezt a hatást, s kimutatta: minél fejlettebbek az intézmények, annál jobban csökkentik a tranzakciós problémákat és annál inkább bátorítják a kockázati tőkéseket a befektetésre. Ugyanakkor a kultúra valószínűleg mérsékli a kapcsolatot a formális intézmények és a tőkések aktivitása között. Az elemzés során két kulturális nézetet különítettek el, amelyek negatív irányba befolyásolják a kockázati tőke fejlődését: a bizonytalanságot kerülő, illetve a kollektivista társadalmat (Yong–Zahra 2012). Kutatásuk is alátámasztja North (1990) tanulmányában megfogalmazottakat, miszerint az azonos formális intézmények más társadalmi környezetben különböző gazdasági kimeneteket teremtenek. Amennyiben a döntéshozók a kockázati tőke aktivitását kívánják ösztönözni, akkor a kulturális értékeket és normákat figyelembe kell venni a szabályok megalkotásakor.

Nahata et al. (2014) tanulmányukban azt vizsgálták, hogy milyen hatása van az intézményi és kulturális különbségeknek egy sikeres globális szinterű kockázati tőke-befektetés során. Mind a fejlett mind a fejlődő gazdaságokban fokozza a kockázati tőke teljesítményét, ha a jogi háttér megfelelő és kikényszeríthető és a tőzsde fejlett. Metrick (2007) tanulmánya mindkettőt említi. Továbbá, meglepő, hogy a kulturális különbség a befektető és a portfólió vállalat között pozitív hatással van a kockázati tőke sikerére. Azáltal, hogy a kockázati tőkés ösztönözve van arra, hogy egy szigorú, előzetes átvilágítást végezzen a kulturális különbségek miatt. Így csökkenthető a bukás kockázata.

Az NVCA (2016) tanulmány felsorolja mindazon tényezőket, amely egy jól működő kockázati tőke-iparhoz szükségesek. A kockázati tőke sikere a vállalkozói szellemiségből származik, amelyet áthat az amerikai kultúra, a siker anyagi elismerése, a jó tudományos eredményekhez való hozzájárás, és a tisztességes és nyitott tőkepiac. Mindez függ a tudomány megfelelő áramlásától, a motivált vállalkozóktól, a szellemi tulajdon védelmétől és a szakképzett munkaerőtől. A kockázati tőke más országba való átültetését gátolja az ország/térség kulturális szokásai; a bukás elviselésének képessége; az infrastruktúra, amely támogatja a fejlődő vállalkozásokat; a szellemi tulajdon védelme; a hatékony tőkepiac; és a nagy vállalkozások hajlandósága, hogy kis vállalatoktól vásároljanak.

Eddig ismertetett tanulmányok legfontosabb eredményeit a korlátozó tényezőkről következőképpen összegezném. *Bygrave – Timmons (1992)* arra az eredményre jutott, hogy fogalmi eltérések vannak az országok között, a tekintetben hogy mit értenek a kockázati tőke alatt. *Kenney et al. (2002)* tanulmányukban stratégiákat, új piacok létrehozását ajánlják az adaptálásra. Továbbá számos tanulmány (például *Franzke et al. (2003)*, *Metrick (2007)*, *Guler – Guillén (2010)*, *Yong – Zahra (2012)*, *Nahata et al. (2014)*, és *NVCA (2016)*) az irányba végzett kutatásokat, hogy felfedje a gátat képző tényezőket. Ezek a következők: a kiszállás lehetőségének körülménye; az adott ország pénzügyi piacának fejlettsége; az üzleti környezet; a pénzügyi és befektetői kultúra; az adott ország politikai és gazdasági stabilitása; az intézményi fejlettsége; a tulajdonjog védelme iránti törvényi keret; és az innovációs törekvések támogatása.

Az 1. és 2. táblázat és előbbieken ismertetett nemzetközi szakirodalom alátámasztják, hogy az amerikai modell hatékony gazdasági növekedést generál, így szükséges lenne ezt átültetni a többi országban is. Az intézményi közgazdaságtanból azonban tudjuk, hogy vannak olyan intézmények, amelyek ha nagyon messze vannak a „métis”⁹-től, akkor igen nehezen adaptálhatóak (*Boettke et al. 2008*). A tanulmányok felméréseinek és kutatásainak szintetizálása által a következő összegezhető. Közeledés van az egyes országok modelljei között, azaz közelítenek az amerikai mintához, de az egységes globális (azonos) modelltől még nagyon távol vannak. Az amerikai modell adaptálása időbe telik, amelyhez számos tényezőt kell átformálni, ebből adódóan úgy vélem, minden régiónak saját feltételei mellett kell kialakítania, fejlesztenie a kockázatitőke-iparát. Továbbá az, hogy nincs egységes kockázatitőke-modell, az csak azt vonja maga után, hogy ha a kockázati tőkés külföldi régióban kíván befektetni, akkor a szokásosnál nagyobb odafigyeléssel dolgozik majd a kiválasztás során is.

A disszertációm kiindulási pontja a globális terjeszkedés ismertetése volt, majd ennek egy aspektusból való megvizsgálása, miszerint mennyire adaptálható az amerikai típusú kockázatitőke-modell. A következőkben leszűkítem a globális teret és Magyarországra fókuszálok, és bemutatom a magyar kockázatitőke-ipar kialakulását, kiemelten a JEREMIE programot. Ennek a résznek a célja, hogy keretet adjon a 4. fejezetben ismertetésre kerülő elemzésnek és alátámassza az elemzésben ismertetésre kerülő eszközt.

⁹ Boettke et al. (2008) a métis kifejezést az ókori görögöktől vették át, jelentése a helyi kultúra, képesség, norma, konvenció összessége, amely az egyedi szereplőket formálja adott térségben.

2.3. A magyarországi kockázatitőke-iparág kialakulásának mérföldkövei, kiemelten a JEREMIE programok

Ebben a fejezetben a magyar kockázati tőke rövid jellemzésével folytatom. Azért is jelzem, hogy rövid, mivel nem fogok minden apró részletre kitérni, hiszen számos értekezés született már e témában (*Karsai 2012a*), így itt csak a legfontosabbakat említem meg. Magyarország azért is került bele, mert a későbbiekben ismertetésre kerülő kutatás a hazai mikro- és kisvállalkozások és a kockázati tőke kiválasztása közötti kapcsolatot vizsgálja. Így fontos, hogy képet kapjunk a múltbeli, jelenbeli és jövőbeli magyar kockázati tőke helyzetről. A jelen fejezet a következő részekből áll: először röviden jellemzem a hazai kockázatitőke-iparág fejlődését, és szereplőit majd bemutatásra kerül a JEREMIE Program, amely új Európai Unió forrást jelent a hazai kockázatitőke-társaságoknak és hazai vállalkozásoknak.

A magyar kockázati tőke fejlődéstörténetét Karsai Judit tudományos munkái alapján szintetizáltam. Karsai Judit a legtöbbet hivatkozott szerző ebben a témában Magyarországon. Az első időszak a rendszerváltástól 1992-ig terjed, amikor a globális alapok mellett az 50 millió USA dollár nagyságú országalapok domináltak, amelyek kevés tapasztalattal rendelkeztek a magyar piacot illetően. A privatizáció adta lehetőségek vonzották a befektetőket, így megindulhattak a kockázatitőke-befektetések (*Karsai 2006a*).

A második időszak 1993-1997-ig tartott, és a regionális alapok térnyerése jellemezte. A klasszikus kockázati tőkével szemben nem a kezdeti fázisú vállalkozások kerültek a befektetők célkeresztjébe, hanem az expanzív életszakaszban lévők. Mindez nagyobb alapterületet igényelt, így a kezelt tőke átlagos értéke 100-200 millió dollárra nőtt (*Karsai 2006a*). Ebben az időszakban működő alapok célja már nem a privatizáció kihasználása volt, hanem a vállalatok gazdaságos üzemméretének kialakítása (*Karsai 2007*). Így megnőtt az úgynevezett átfordítás-finanszírozás jelentősége, amely azt a lehetőséget aknázza ki, hogy egy csőd szélén álló, de még hasznot hozható céget olcsóbban megvegyenek és a reorganizáció után nagy haszonnal értékesítsék (*Popovics 1997*). A kockázatitőke-alapoknak a folyamatos növekedés érdekében vissza kell forgatni a megszerzett hozamot, amelyet újra kihelyezve tovább növelhetnek. A korai szakaszban nem tudott olyan nagymértékben megvalósulni mindez, mint ahogy azt a kockázati tőkések szerették volna. 1997-ben a felhasználható források értéke alacsony volt akár az Egyesült Államokhoz vagy más nyugati országhoz képest (*Karsai 1997*).

A következő időszak 1998 és 2000 között bontakozott ki, amelyet a gyors expanzió és a regionális alapok dominanciája jellemzett. Itt már teret nyernek a kezdeti, start-up fázisban lévő magas növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások finanszírozása is amellet, hogy az érett szakaszban lévőket is protezsálják. A befektetések célcsoportja ágazati szektor szerint főként a technológiai, IT és média szektor. Az alapok folyamatosan nőttek, méretük elérte a 250-300 millió dollárt (*Karsai 2006a*). Kiugró évnek számított a 2000-es év majd a világtendenciáknak megfelelően 2001 után inkább visszaesés volt megfigyelhető (*Karsai 2002*).

A negyedik időszakot (2001- 2006) a piaci racionalizáció jellemezte, mivel megjelentek a speciális befektetők is. Az időszak fontosságát a növekvő finanszírozás mellett a kiszállások adták. A kis- és középvállalkozások számára az állam közvetlen szereplőként kívánt szerepet vállalni a KKV finanszírozásában (*Karsai 2006a*). Mindez azzal járt, hogy állami alapok jöttek létre, amelynek köszönhetően 2004-ben elindult a kisméretű tranzakciók térnyerése (*Karsai 2007*).

Ha végignézzük az adatokat a tőkegyűjtésről és kihelyezésről a rendszerváltás és 2005 között Magyarországon, akkor azt látjuk, hogy ezekre a ciklikusság a jellemző méghozzá négy évente (*Karsai 2006b*). Befektetési csúcspontok: 1992-93-ban a korai privatizációs hullámnak köszönhetően, 1997-ben a hosszabb távú privatizációs befektetések miatt, 2000-ben az internet boom idején, és 2004-ben a megnövekedett állami aktivitás miatt. A befektetések számát tekintve 1989-2004-ig a legtöbb befektetés a korai fázisú cégek esetében a kommunikációs és a számítógépes ágazatokba irányultak, majd a fogyasztási cikkek, a kommunikáció és a feldolgozóipar területén működő cégek kapták a legtöbb tőkét (*Karsai 2006a*). Magyarországon a számítástechnikai szektorban inkább az induló cégeket preferálják, a pénzügyi, energetikai és biotechnológia iparágakban az expanzív szakaszban lévő cégek a dominánsak, míg a vegyiparban a kivásárlásoké a főszerep (*Karsai 2008*).

A kiszállások 1999-es csúcspontja a privatizáció során történt nagyobb befektetések beérésének köszönhetőek, a 2001-2002-es években pedig az internet boom csalódást keltő lecsengése okozta a nagyobb kilépési hullámot. 2004-ben nagyszámú, de kis értékű kiszállások történtek. A közelmúltban, 2005-től kezdve a gazdasági visszaesésig nőtt a befektetett tőke értéke. Az ügyletek száma a nagyobb befektetési összegeket igénylő kivásárlási tranzakciók előtérbe kerülése miatt törvényszerű visszaesést mutat. Ez megnöveli az átlagos befektetési értéket (4. táblázat).

4. táblázat: A magyarországi vállalkozásokba befektetett kockázati- és magántőke értékének, a befektetések számának és az egy tranzakció keretében befektetett tőke átlagos értéknek évenkénti alakulása, 2002-2011 (millió euró, db)

Befektetés éve	Befektetett tőke értéke (millió euró)	Ügyletek száma (db)	Átlagos befektetési érték (millió euró)
2002	127	29	4,4
2003	117	32	3,7
2004	108	41	2,6
2005	131	26	5,0
2006	535	39	13,7
2007	491	26	18,9
2008	477	25	19,0
2009	214	12	17,8
2010	65	17	3,8
2011	195	37	5,3

Forrás: (HVCA 2010, Karsai 2012b)

Karsai (2000:6) szerint az innovatív kis- és közepes vállalatokat tekintik a „gazdaság motorjának”. A kockázati tőke feladata az ilyen vállalkozások finanszírozása (Ácsné 2004), a tőkebevonás hatására a megfelelően kiválasztott cégek a makrogazdaság húzó szereplőivé válhatnak, elősegíthetik annak fejlődését, és az új technológiák elterjesztésével közvetett módon nagyban növelhetik az eredeti piacon szereplő cégek hatékonyságát, és jövedelemteremtő képességét.

Mindehhez szükséges egy olyan jól működő, bő forrásokban gazdag tőkepiac, amely lehetővé teszi a többletkockázattal járó vállalkozások finanszírozását is. Magyarországon még nem fejlődött ki a kockázati tőke-piachoz elégséges infrastruktúra, melynek számos oka közül kiemelendő a kínálati oldal esetében a történelmi, intézményi és kulturális okokra lehet visszavezetni, keresleti oldalon pedig a kis- és közepes vállalkozások abszorpciós képességének csekély voltával magyarázhatók (Ácsné 2004). További fejletlenségi oknak tekinthető a magyar tőzsde gyenge szereplése. A kockázati tőke-befektetésből való kiszállás során a részesedés értékesítése valósul meg. Mindez több útvonalon keresztül történhet meg, de a szakirodalom (Karsai 2008) és a gyakorlat is a tőzsdei kiszállást említi, mint a lehetséges legjobb. Magyarországon az IPO, azaz a tőzsdei részvénykibocsátás lehetőségének esélye minimális, mivel a Budapesti Értéktőzsde likviditási problémákkal küzd és kis mérete miatt is háttérbe szorult (Karsai 2007). A legvalószínűbb kilépési lehetőség hazánkban a harmadik félnek

történő értékesítés, amely esetén a további tőkebefektetésekre képes kockázatitőke-társaságok, szakmai vagy pénzügyi befektetők számára történik az értékesítés (Popovics 1997).

A magyarországi kockázati- és magántőke beruházások GDP-hez viszonyított éves aránya alapján 2006-ban 5. helyen, 2007-ben pedig 9. helyen állt országunk az Európai Unióban, viszont a klasszikus kockázatitőke-befektetéseket vizsgálva 2007-ben utolsó előtti helyen szerénykedik (Karsai 2009a). A KKV szektor érdekében változtatásokra volt szükség.

Az ötödik szakaszt a világszerte megjelenő gazdasági válság alakította ki, ami 2007-2008-ra tehető. A külföldi befektetők előszeretettel gyűjtöttek tőkét a kelet-közép európai régióban. 2008-ra a régióknk kockázatitőke-piaci „fejnehézzé” vált, mert a kisebb alapok nem tudták újjászervezni magukat, így a piacot az óriási alapok uralták. A regionális alapok az összegyűjtött tőkét nagy valószínűséggel még kihelyezték a térségben, de a regionális befektetések aranykora véget ért 2008-ra (Karsai 2009b).

Végül, az utolsó nagy egységként a pénzügyi válságot követő időszakot tekintem a jelenig. A globális tőkepiac romló feltételrendszerének eredményeként a régióba vetett bizalom megcsappant. Mindez a befektetések átmeneti visszaesését jelentette, de a jövőbeli kilátások azt sugallták, hogy rövid időn belül ismét növekedni fog a régióba érkező tőke mennyisége (Karsai 2009b). Középpontba kerültek a nehéz helyzetű vállalatokba fektető alapok és a kisméretű kivásárlásokat lebonyolító alapok. A 2009-es évet tekintve a HVCA (2010) statisztika szerint Magyarországon a kommunikációs szektor kapta a legnagyobb összegű investíciót, amely a befektetések mintegy 95%-át jelentette a nagy összegű kivásárlásoknak köszönhetően. Ezt követi a pénzügyi szektor, a legtöbb befektetést realizáló fogyasztási cikk előállítás és kiskereskedelem ágazat. 2009-ben a magyar piacon ritkának számító tőzsdai kilépésre is láthattunk példát.

2007-2009 között a kockázatitőke-befektetések növekedése figyelhető meg Magyarországon, abból adódóan, hogy a befektetők kihasználták a nyugati régióban már elkezdődő válság megtorpanását. Ezt követően a pénzügyi válság hazánkba is elért és az egyébként is gyenge magyar gazdaságot tovább sújtotta, így régiós szinten nagy visszaesés volt tapasztalható. Karsai (2012a) összegyűjtötte mindazon tényezőket, amelyek miatt a külföldi befektetők már nem szívesen fektetnek hazánkba. Ezek rendre a következők: az ország kis mérete, a privatizációs lehetőségek kimerülése, a tőzsde alacsony likviditása, az ország nagyfokú eladósodottsága, a GDP lassú növekedése és a kiszámíthatatlan gazdaságpolitika.

Mindeközben az Európai Bizottság felismerve a vállalkozások létfontosságú gazdasági és társadalmi szerepét és azok finanszírozási forrásokhoz való hozzájutásának nehézségeit 2007-től „Közös európai források a kis- és középvállalkozásoknak” (Joint European Resources

for Micro to Medium Enterprises, továbbiakban JEREMIE) címmel programot indított a kis- és középvállalkozók pénzügyi forráshoz való jobb hozzáféréseinek megteremtése érdekében. Ezen program keretében létrejött az Új Magyarország Kockázati Tőke program.

Magyarország legnagyobb támogatási keretét az EU regionális fejlesztési politikájának pénzügyi alapját képező Strukturális és Kohéziós alapok adták. A kis- és középvállalkozások fejlesztésének 2007-2013 közötti időszakának főbb célkitűzései között szerepelt a finanszírozási forrásokhoz jutás elősegítése és bővítése. Négy fő finanszírozási programot különítettek el a 2008-as jelentés alapján: kötött célú állami támogatások, hitelprogramok, garancia konstrukciók és tőkeprogramok (*Nemzetgazdasági Minisztérium 2009*).

A J.E.R.E.M.I.E. egy mozaikszó, amely angolul Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises kifejezéseket takar. A magyar megfelelője a Közös Európai Források Mikro- és Közepes Méretű Vállalkozásoknak. Az Európai Bizottság az Európai Beruházási Bankkal és az Európai Beruházási Alappal közösen együttműködve dolgozták ki, célja a finanszírozási nehézségek megkönnyítése a KKV szektor vállalatai körében¹⁰.

A kis- és középvállalkozások forrásbevonási lehetőségeinek javítása érdekében az adott ország és az Európai Unió közösen nyújtott támogatási segítséget. Ez egy teljesen új szemlélet volt, mivel visszatérítendő támogatásokat kínált a vállalkozásoknak pénzügyi közvetítőkön keresztül. Emellett a hazai tőkepiac fejlesztését is elősegítette azáltal, hogy a magántulajdonban lévő alapok társfinanszírozásán keresztül valósult meg a program. A cél az volt, hogy ösztönözzék a kisebb vállalkozásokba való befektetést (*Magyar Köztársaság Kormánya 2007*).

A JEREMIE program meglehetősen összetett és több formában is nyújtott segítséget. Igényelhettek a vállalkozások mikrohittel, vagy a garanciaeszközök alkalmazásának segítségével a hitelhez jutást tették lehetővé. Emellett a harmadik eleme az Új Magyarország Kockázati Tőke Program volt, amely a kockázattőke-alapok létrehozását és működtetését jelentette a magán és állami befektetők közös részvételével (*Béza et al. 2007*).

Ezzel egy időben hozták létre a Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt¹¹.-t (továbbiakban MV), azzal a céllal, hogy a program lebonyolítását végrehajtsa. Az Európai Unió által biztosított forrás alapszerűen működik, az előírt pénzügyi programokra szolgált, és közvetítőkön keresztül lehetett igénybe venni. A Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. feladatát pénzügyi vállalkozásként látta el, fő tevékenysége a kezességvállalás, mivel közösségi forrásról van szó, ezért nem hoz önálló döntést, hanem a Nemzeti Fejlesztési Ügynökséggel és a Gazdasági Minisztériummal közösen dönt. A MV Zrt. közvetlen partnere a nyolc

¹⁰ European Commission hivatalos honlapja alapján. Forrás: http://ec.europa.eu/index_hu.htm

¹¹ Az MV Zrt. 2015. június 30. napjával beolvad a Magyar Fejlesztési Bank Zrt-be.

kockázati tőke-alapkezelő társaságnak (5. táblázat), amelyeket pályázat útján választottak ki. A tőkealapkezelő-társaságok nemcsak tőkét folyósítanak a kiválasztott vállalatnak, hanem céljuk, hogy minél több magánbefektetőt is bevonjanak a programba. Az alapkezelőknek kiírt pályázat meghirdetésekor a rendelkezésre álló keretösszeg, amelyet az EU rendelkezésre bocsát 31,5 milliárd forint (*Pályázat 2010*), amelyhez a magánszektorbeli befektetőktől további, több mint 15 milliárd forint került kiegészítésre (*HVCA 2010*).

5. táblázat: Elnyert források összege és az alapok várható jegyzett tőkéje pályázónként

Alapok	Elnyert forrás (m Ft)	Alap mérete (m Ft)
Biggeorge's-NV EQUITY Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	2800	4000
Central- Found Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	3500	5000
DBH Investment Zrt.	3500	5000
Etalon Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	4000	4000
Finext Startup Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	5000	7360
Morando Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	4550	6506
Portfolion Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	3800	6800
Primus Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	4340	6200

Forrás: (HVCA 2010)

A JEREMIE befektetések hibrid jellegűek, mivel a költségvetési, Európai Unió és magánszektorbeli források alkotják a finanszírozás alapját. A pályázó alapkezelők szigorú követelményekkel szembesültek, meg kellett felelni annak a jogi formának, amit a törvény előírt az alapkezelésre alkalmas szervezetek esetében. Az alapkezelők kötelesek teljesíteni az elvárásokat és kötelezettségeket úgy, mint a közös alap keretében végzett tevékenységekről elkülönített nyilvántartást kell vezetni, az ellenőrzéshez szükséges adatokat rendelkezésre kell bocsátani, a szabályokat be kell tartani, a portfólióról egy írásbeli jelentésben kell beszámolni, tájékoztatni kell a kedvezményezetteket, és tölteni a folyamatos ellenőrzéseket. A létrehozott alapok mérete maximum 5 milliárd forint, de minimum 250 millió forintot már a létrehozáskor rendelkezésre kellett bocsátani (*Pályázat 2010*).

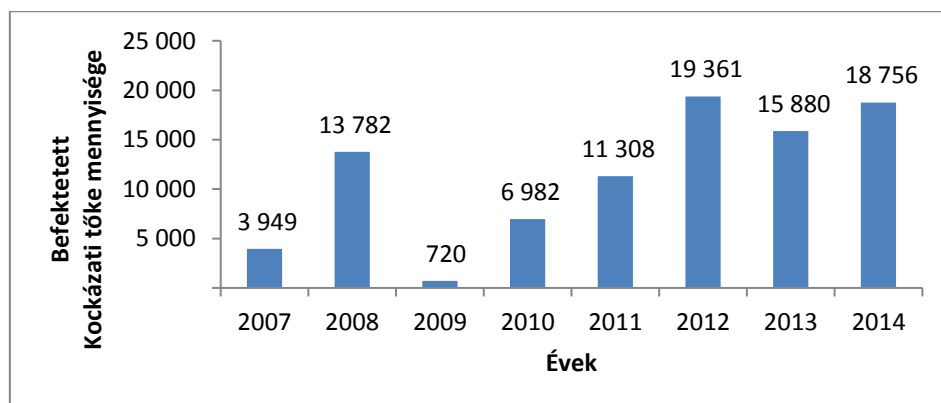
Miután kialakult a befektetők köre és a tőke nagysága, úgy a befektetések célpontjai is körülhatárolódtak. Ide vonatkozó néhány ismerv: a JEREMIE program célcsoportját elsősorban az egészségügyi, biotechnológiai, informatikai, energetikai cégek mellett, az internetmédia, alternatív energia és szolgáltatás területén tevékenykedő vállalkozások adják. Mivel a legnagyobb növekedési potenciállal ezek a szektorok rendelkeznek, és a technológiai fejlődés

rengeteg kiaknázatlan lehetőséget rejtegethet a befektetők számára. Az innovatív és magvető vállalatok aránya kötelezően a befektetési portfólióban minimum 30%, ezzel biztosítják a célkitűzések eléréséhez szükséges célcsoport finanszírozását. Földrajzi szegmentáció alapján is vannak követelmények, miszerint a források 90%-át a 6 felzárkózó régióban kell befektetni - Dél-Alföld, Dél-Dunántúl, Észak-Alföld, Észak-Magyarország, Közép-Dunántúl, Nyugat-Dunántúl- a maradék 10%-ot pedig Közép-Magyarország vállalatai szerezhetik meg (*Piac és Profit 2009*). Ehhez visszacsatolásként a 4.5. fejezetben kerül sor, ahol ismertetem a megvalósult befektetések főbb paramétereit.

A kedvezményezett vállalatok köre is meghatározott, magyarországi székhellyel kell, hogy rendelkezzenek, legfeljebb 5 éve kerülhettek megalapításra és éves nettó árbevételük egyszer sem haladhatta meg a másfél milliárd forintot. Nem használható a kihelyezett forrás továbbá meglévő társaságban részesedésszerzésre, hiteltörlesztésre és kereskedelmi célú ingatlanfejlesztésre (*Pályázat 2010*), vagyis nem mindegy mire megy el a forrás. Továbbá fontos elvárás a pénzügyi-számviteli átláthatóság, rendezett adózás, a jogkövető magatartás, jól működő cégirányítás, a határozott, és a jól körvonalazható jövőkép, amit az üzleti terv tartalmaz (*HVG 2009*). Hogy ne csak pár vállalat részesüljön a kihelyezett tőkéből, így legfeljebb egy vállalatba 1,5 millió eurónak megfelelő forint összeget lehetett befektetni (*Pályázat 2010*).

A bemutatott tőkeprogramot a továbbiakban „JEREMIE I”-nek fogom nevezni. A 2. diagramon látható, hogy folyamatos növekedés következett be a befektetett tőke mennyiségében a JEREMIE I programnak köszönhetően 2012-ig. 2009-hez képest körülbelül 26-szorosára nőtt a kockázati tőke-befektetések értéke hazánkban (*OECD 2016*).

2. diagram: A magyar kockázati tőke-befektetések mennyiségének éves megoszlása 2007-2014 között (millió HUF)



Forrás: *OECD (2016)*

Az adatok tükrében az is elmondható, hogy a 2011-es évre visszaállt a válság előtti helyzet és megindultak a befektetések a JEREMIE program által biztosított tőke mentén. Megfigyelhető azonban, hogy az állami szerepvállalás felerősödött a magyar kockázatitőke-piacon. Ennek jelei, hogy a Magyar Fejlesztési Bank Zrt. kivásárolt egy japán érdekeltségű alapot, továbbá az, hogy a költségvetési forrásokból létrehozták a Széchenyi Tőkebefektetési Alapot, amely arra hivatott, hogy 2015-ig régióként 2-2 milliárd forintértékben tőkekihelyezéseket hajtson végre (*Karsai 2012b*). Továbbá 2012-ben kiírásra került a JEREMIE program második üteme (közneve: JEREMIE II) (Új Széchenyi Kockázati Tőkeprogramok Közös Növekedési Alap Alprogramja, GOP-2012-4.3/B), amely magvető és növekedési fázisú vállalkozások finanszírozását célozta meg 22,5 milliárd forint összegben 3-3 közös növekedési alap részére. Hasonló feltételek és működés mellett, mint a JEREMIE I, így itt már ezekre nem térek ki (*Pályázat 2012*).

Egy rövid kitekintés erejéig szót kell ejteni az állami szerepvállalás kérdéséről, helytállóságáról. *Karsai (2013c)* tanulmányában arról írt, hogy az állami szerepvállalás fokozása a kockázatitőke-piacon köszönhető a rendszerkockázat növekedésétől való félelemnek és a kiemelt, innovatív tevékenységet folytató cégek tőke iránti kíváncsiságától. A rendszerkockázat csökkentése érdekében szigorúbb korlátozásokat vezethetnek be a pénzügyi szabályozások terén. Ilyen lehet például, hogy korlátozzák az intézményi finanszírozók kockázatitőke-piaci befektetéseit; vagy növelik az állami beavatkozás mértékét; vagy a kockázatitőke-alapkezelőire is új szabályozásokat vezetnek be. A kormányzatok a pénzügyi és gazdasági válságok után egy lehetséges megoldásnak tekintették a kockázatitőke-iparágat, amellyel élénkíthetik a gazdasági növekedést. Így az állam, mint közvetlen tőkefinanszírozó jelent meg a piacon, és feladata, hogy megtalálja azokat az innovatív befektetési projekteket, amelyek eddig tőkehiányban szenvedtek. *Karsai Judit* úgy véli, hogy a túlzó szabályozás negatívan hathat az iparág működésére, de ennek hatásáról még nehéz lenne nyilatkozni. Az újonnan bevezetett intézkedések negatív hatásai a következők lehetnek: csökkenthetik a hosszú távú befektetésre álló potenciális forrásokat; növelhetik a befektetők és a befektetésekben közreműködő alapok költségeit; merevebbé tehetik a piac működését; és visszafoghatják az ágazatban résztvevők érdekeltségét.

Karsai (2014) úgy fogalmazott a nemzetközi szakirodalom vizsgálata után, hogy az állami szerepvállalásnak van helytállósága. Az állami jelenlét kritériumai a kockázatitőke-ágazatban a következők: a részvételnek valódi pozitív hatást kell gyakorolnia a cégekre és a gazdaságra; piaci elégtelenségnek kell fennállnia az adott szegmensben; és ezt a piaci elégtelenséget a vonatkozó állami intézkedéseknek csökkenteniük vagy megszüntetniük kell.

Viszont az is ismert, hogy kismértékű állami beavatkozás is piactorzítást eredményezhet. Így az államnak arra kell figyelni, hogy a beavatkozás a lehető legrövidebb ideig tartson; legyen nyilvános és független értékelés kísérje.

Magyarországon egy olyan közvetett állami beavatkozás indult meg a JEREMIE program keretében, ahol állami tőkét pályáztak meg magánszektorbeli alapkezelők, így egy hibrid/ holdingkonstrukció jött létre. Azért jelentős ez a megjelenési forma, ahol az állam és a privát szektor együttműködik, mert ez a megoldás képes biztosítani az üzletileg életképes, perspektivikus projektek megfelelő, politikai befolyástól mentes kiválasztását; a finanszírozás időtartamának választási ciklusoktól független meghatározását; és a befektetések kezelésével megbízott menedzserek megfelelő szakértelmét és ösztönzését (Karsai 2014).

Becsky-Nagy – Fazekas (2015) tanulmányukban arra világítottak rá, hogy az előbb említett hibrid alapok ugyan előnyösebben működnek, mint a csak állami tulajdonú társaik, de kevésbé hatékonyak, mint a teljes piaci alapon működők a nemzetközi szakirodalom alapján. A szerzők szerint ezek a hibrid alapok (JEREMIE alapok) jó katalizátorok a hazai piacon, de hosszú távon nem ennek kell lennie a megoldásnak a kockázati-tőke-piac problémáira. Kritikus szemmel nézve az előbbieket ezek a hibrid alapok kiszoríthatják vagy akadályozhatják a tisztán magántulajdonú alapokat. A cikkben nem végeztek empirikus vizsgálatot ennek igazolására, inkább a szakirodalomra alapoztak. A szerzők leírták, hogy miért szükségesek a hibrid alapok a magyar kockázati-tőke-piac fejlesztése érdekében. Ennek igazolására a befektetésekből történő kiszállások (exit-k) megtérülése adhat választ. Ennek vizsgálata egy jövőbeli kutatási irányt vett fel.

A kitekintő után folytatom a kronológiai sort a magyar kockázati-tőke-ágazat legfőbb adatainak és jellemzőinek ismertetésével. Az *OECD (2016)* adatai tükrében elmondható, hogy a kiemelkedő 2012-es év után egy visszaesés látható, amelyet az magyaráz, hogy a JEREMIE-alapok csak szakaszosan jutottak hozzá az odaígért összegekhez, így a befektetések későbbi ütemezését okozták. 2013-ra jellemző, hogy 43 vállalkozás közel 57 millió eurós kockázati- és magántőke-befektetésben részesült és a kockázati tőkések 36 cégbe 17 millió eurót fektettek be (Karsai 2015).

Az állami és uniós források nem apadtak el, hanem tovább bővültek, mivel kiírásra került 2013-ban egy újabb pályázati lehetőség a kockázati tőke területén. Az Új Széchenyi Kockázati Tőkeprogramok Növekedési Alprogramjának keretében (GOP-2013-4.3/B) (köznevéen: JEREMIE III), amely keretén belül 4 új növekedési tőkealap jött létre, egyenként kb. 4,3 milliárd Ft tőkével, amiből alaponként 3 Mrd Ft az állami-uniós rész, és a maradék kb. 1,3 Mrd Ft a magántőke rész. Így összesen kb. 17,1 milliárd Ft új tőke jelent meg a magyar

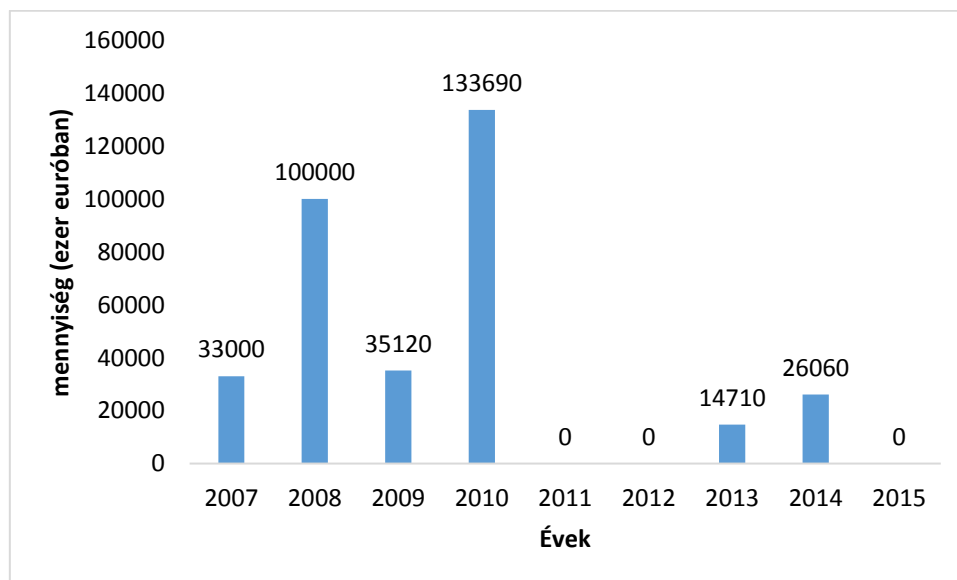
piacon, amelynek kihelyezésére 2015. december 31-ig volt lehetőség (*Pályázat 2013a*). Még 2013-ben kiírásra került egy újabb Növekedési Alprogram (GOP-2014-4.3/B) (köznevén: JEREMIE IV), amely 2 darab, 3-3 milliárd Ft uniós forrás pályázását jelentette (*Pályázat 2013b*). Ez azt jelenti, hogy összesen közel 130 milliárd Ft tőke keresi az innovatív projekteket.

Az MNB (2015) tanulmány részletes összefoglalást ad a magyar kockázati- és magántőke-iparág helyzetéről a 2010-2014-es időszakra vonatkozóan. Így ennek megismétlését feleslegesnek tartom. Továbbiakban a legfrissebb adatokkal folytatnám a 2014-2015-ös éveket illetően.

A HVCA (2016) kiadványa alapján 2014-re Magyarországon 160 millió euró összegű kockázati tőkét fektettek be 73 darab cégbe. Összehasonlításképpen az Európai Unióban ez az összeg 41,5 milliárd euró, míg a közép-kelet-európai régióban ez 1,3 milliárd euró. Az *Invest Europe* (2016) adatbázis alapján 2015-ben 11 darab kimondottan kockázati tőke-társaság létezik (az ő sajátos definíciójuk szerint), amelyek összesen 332,9 millió eurót kezelnek.

Az *Invest Europe* (2016) alapján a magyar magántőke-alapok igen tevékenyek voltak 2007-2010 között, ami az alapgyűjtést illeti. Viszont a 2011 és 2012-es években már nem voltak ilyen sikeresek, ez a pénzügyi válság begyűrűződésének tudható be, majd 2014-re azért megindult egy kis lendület, ami 2015-ig tartott (3. diagram).

3. diagram: A magántőke-alapok által gyűjtött tőke mennyisége 2007-2015 között



Forrás: *Invest Europe* (2016)

A 6. táblázat a magántőke-befektetések alakulását tartalmazza a portfólióvállalat finanszírozási szintje szerint. Ennek trendjéről elmondható, hogy hullámzó, 2009-ben mélypontra állt, majd 2012-re csúcspontra került a 2007-2015 közötti időszakban (*Invest Europe 2016*).

6. táblázat: A magántőke-befektetések alakulása Magyarországon 2007-2015 között

Az összegek ezer euróban értendők	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Kockázati tőke</i>	6112,25	10676,87	528,85	17900,29	30494,5	66839,97	17210,41	29896,94	23798,12
Növekedési célú befektetések	17993,13	23263	3318,04	10104,55	493,51	2929,3	1526,56	5017,08	0
Kivásárlások	23979,35	0	187424	17198,69	47123	34539	3359,76	65731,03	94200
Teljes befektetés	48084,73	33939,87	191270,9	45203,53	78111,01	104308,3	22096,73	100645,1	117998,1

Forrás: *Invest Europe (2016)*

Ezen időszak egyik kínzó kérdésének számított, hogy ki tudja-e helyezni a JEREMIE alapok a rendelkezésükre álló összes tőkét határidőre. *HVG (2015)* közleménye alapján 2010-ben indult JEREMIE programok 131,5 milliárd forintos forrásának 70 százalékát az EU biztosítja, a maradék 30 százalékot a tőkekezelőknek kellett hozzátenni. A kihelyezés határideje mind a négy esetben 2015. december 31. A Magyar Nemzeti Bank összesítése szerint viszont a nyertes 28 JEREMIE kockázati tőke-alap 2014 végéig együttesen csak 53 milliárdot tudott kihelyezni, ami az összeret alig 40 százaléka. Sok alap nem tudta teljesíteni a kiírt kötelezettséget, miszerint a rájuk bízott tőke legalább 75%-t kell kihelyezni, és ha marad, akkor azt vissza kell utalni Brüsszelnek. Ebből adódóan a kormányzat meghosszabbította a kihelyezések végső határidejét 2016. május 31-re.

HVG (2016) értesülése szerint 2016. április végéig több mint 280 cég kapott kockázati tőkét, a 2015. novemberi adatok szerint 101 milliárdos összegben, vagyis 4 milliárd akkor még hiányzott a minimális elváráshoz. Jelen dolgozatba már nem tudom leírni ennek kimenetelét. Viszont a *HVG (2015, 2016)* cikkek kitérnek arra, hogy a JEREMIE után is lesz új tőkeprogram, amely innovációval, kutatás-fejlesztéssel kapcsolatos, vagy éppen a KKV-k versenyképességének javítását célozza.

A magyar kockázatitőke-ipar egyik szegmense az intézményi kockázati tőkés, míg a másik az informális oldal. A következőkben ez kerül rövid ismertetésre¹². Történelmi okok miatt hiányoznak az informális kockázatitőke-befektetők, azaz az üzleti angyalok (business angels). Számuk Magyarországon körülbelül 2000 főre volt tehető a 2000-es évek közepe táján, befektetéseikkel a technológiai alapú cégek mellett a reorganizációs, terjeszkedési, vagy az induló fázist preferálták (Karsai 2009a). Továbbá kevés azon magánszemélyek száma, akik rendelkeznek a megfelelő volumenű forrásokkal e tevékenység végzéséhez. A rendszerváltás bizonytalansága és a korai piacgazdaság kialakulása során uralkodó piaci környezetben a megfelelő magánszemélyek kockázatvállalási hajlandósága sem volt adekvát az üzleti angyal szerep betöltésére. Akadályt jelentenek még a vállalkozói kultúra hiányossága, továbbá a tapasztalat, és az üzleti ismeretek hiánya. Az információszerzést megkönnyítő üzleti angyal hálózatok hiánya pedig növelte a tevékenység költségét, és csökkenti a kapcsolatok kiépítésének lehetőségét (Ácsné 2004). A korábbi állóvízhez képest némi fellendülés tapasztalható az üzletiangyal-piacon köszönhető a start-up boom kapcsán hazánkban is. A *Piac és Profit* (2015) megjelent cikkben arról írt, hogy hazai befektetők csoportja létrehozta/újra indítottak egy úgynevezett „Power Angels” Zrt. vállalkozást, amely startup befektetésekkel és angyal befektetői klub működtetésével foglalkozik. Az alapítók célja, hogy olyan korai fázisú startupokat keressenek, amelyek globális ambíciókat táplálnak. Ehhez az alapítók kizárólag magánvagyonukból 250 millió forintos kezdő tőkét raktak le, amit folyamatosan bővíteni szándékoznak. 2016. elején újabb öt vállalkozó csatlakozott a Power Angels Zrt.-hez¹³, így a törzstőke közel félmilliárd forintra nőtt. A *Piac és Profit* (2016) arról számolt be, hogy eddigi működésük alatt 6 befektetést valósítottak meg, amelyhez 225 millió forintot helyeztek ki. Ezévből pedig további 20 befektetés lezárására készülnek.

Európai viszonylatban a magyar befektetők kis mértékben finanszíroznak induló projekteket (Karsai 2009a). Fontos azt látni, hogy ez a tevékenység a magvető fázisú cégek tőkéhez jutásában kiemelkedően jelentős, mivel az üzleti angyalok készítik elő szakértelmükkel a kiválasztott cégeket a professzionális alapok által történő finanszírozásra. Így a professzionális alapok számára már viszonylag kevesebb kockázatot jelentenek ezek a projektek, és az értékhozzáadás nagy részét is elvégzik a magánbefektetők.

¹² Bővebben Kosztópulosz, A. – Makra, Zs. (2006): Az üzleti angyalok vállalkozásfinanszírozó és –fejlesztő tevékenysége, In: Makra Zsolt (szerk.): A kockázati tőke világa. AULA, Budapest, 123-152, és Makra, Zs. – Kosztópulosz, A. (2006): Híd a befektetők és a vállalkozások között: az üzleti angyal hálózatokról, In: Makra Zsolt (szerk.): A kockázati tőke világa. AULA, Budapest, 246-269

¹³ <http://powerangels.eu/>

Az informális befektetők hiánya mellett problémát okoz még az is, hogy az intézményi befektetők nem megfelelően viszonyulnak az innovatív cégekhez. Ehhez hozzájárul az a tény, hogy a magyar állam által innovációra szánt források mennyisége rendkívül alacsony mértékű volt (*Makra–Rácz 2006*). Ennek köszönhetően a KKV-k nem jutottak megfelelő mennyiségű forráshoz, amely a növekedésükhöz elengedhetetlen lenne, így alakult ki a finanszírozási rés. A kínált és a keresett tőke mennyisége nem egyezik meg, amelynek nem csak az lehet az oka, hogy nincs elégséges tőke, hanem nagyobb problémát jelent szerintem az, hogy a KKV-k nem ismerik ezt a finanszírozási formát. Úgy vélem a JEREMIE program keretében összegyűjtött tőkemennyiségen nem fog múlni, hogy a kockázatitőke-ipar fejlődjön. Mivel a fejlődéshez szükséges a megfelelő finanszírozható projektek száma, minősége, a kiszolgálni kívánt új piacokban rejlő lehetőségek, és a kilépések valószínűsége.

Így a következőkben röviden ismertetném a kockázatitőke-befektetések célpontjának ismérveit. Az európai viszonylatban kisebb forgalmat bonyolító magyar piacon kevesebb a kockázati tőkével finanszírozható, ígéretes cégek mennyisége, mint a nyugati potenciális lehetőségek száma. A magyar piacon nemzetközi viszonylatban kisebbek a hozamok a befektetési tevékenység hosszabb megtérülési időszaka miatt, és a nagyrészt külföldi alapok hozamkövetelményét a külföldi irányítás költsége és a belföldi iroda működési költsége is növeli (*Karsai 2007*).

A K+F tevékenység vonzza a kockázati tőkét, míg a magyar cégek kis hányada képes innovációra (*Ácsné 2004*). Ezenfelül, az induló cégeknél jelentős hátrányt jelent a működő cégek finanszírozásával szemben a szektor specifikus know-how hiánya és a magyar cégekről szerezhető információk csekély mennyisége (*Karsai 2009a*). Az induló vállalkozások nem rendelkeznek múltbeli tapasztalatokkal, ami növeli a csődbe jutás kockázatát. A múltbeli eredmények hiánya megnehezíti a kockázati tőkések döntését is a befektetések közötti választás során, mivel nincsenek meg a megfelelő pénzügyi adatok arra, hogy következtetéseket vonhassanak le a vállalat működéséről, jövőbeli növekedési lehetőségeiről.

A kockázatitőke-befektetők a jövőbeni adatok iránt is érdeklődnek. Az üzleti tervek színvonala és a menedzsment felkészületlensége miatt 100 ügyletből csak 2-3 befektetés realizálódott a pénzügyi válság előtt (*Karsai 2009a*).

Látható, hogy a KKV-k nem megfelelő felkészültséggel várják a kihelyezésre váró tőkét, így a kereslet és a kínálat nem talál egymásra. A kockázati tőkések túlzó, de megérthető bizalmatlansága és a kockázati tőke, mint finanszírozási forma viszonylagos ismeretlensége javítható lenne a kommunikációs csatornák fejlesztésével. A hazai innováció orientált vállalatok vezetőinek fele ismerte a kockázati tőkét, ezen rossz eredmény okaiként pedig saját

korlátaikat, az állami bürokratizmust, az üzleti tervek csekély színvonalát, a menedzsment felkészületlenségét, a gazdaságpolitikai támogatás hiányát és a korai fázisba történő befektetésektől való idegenkedést jelölte meg Karsai Judit (*Karsai 2009a*). A KKV-nak meg kell ismerni és érteni, hogy a kockázati tőkével való együttműködésből csak hasznuk származhat, amely első hallásra kockázatosnak tűnik, és némi lemondással jár (a vállalkozó elveszti teljes vagy részleges irányítását a saját cége felett), de hosszútávon a vállalati érték növelése érhető el.

2.A. Melléklet: A kockázati tőke aktivitás különbségeinek okai egyes országok példáin keresztül

A melléklet célja, hogy bemutassam milyen fejlődési utat jártak be a kiemelt területek (Egyesült Államok, Németország és Délkelet- Ázsia) kockázatitőke-piacai, és szemléltetést adjak azokra a magyarázó tényezőkre, amelyek hatással vannak az adott ország kockázati tőke aktivitására.

Az Egyesült Államokból ered a kockázatitőke-finanszírozás, ebből adódóan ez lesz az összehasonlításunk alapja (amerikai típusú kockázatitőke-modell), majd két olyan térséget választottam ki, amelyek feltételezhetően eltérőek ettől. Európai országok közül Németországra esett a választás, illetve egy távolabbi területre, Délkelet-Ázsiára. A melléklet további célja, hogy egyrészt megvizsgáljam, miben rejlik az amerikai kockázati tőke sikere, másrészt ezeket a sikertényezőket mennyire tudják alkalmazni más országokban. A kutatási kérdés megválaszolásához a nemzetközi szakirodalom szintetizálásán keresztül jutok el. Így az első részben mindhárom kiemelt területen működő kockázatitőke-iparág fejlődési útját mutatom be röviden, majd összevetem azokat a különbségek kiemelése érdekében. Ezt követően a szakirodalmi bázisra támaszkodva bemutatom az eltéréseket okozó tényezőket, hogy Németországban és Délkelet-Ázsiában mennyire adaptálhatók az amerikai sajátosságok. Természetesen a két példa kapcsán felmerülhet az olvasóban, hogy a két terület kockázatitőke-piaca mennyire tekinthető homogénnek. Erre a kérdésre egyértelmű nem a válasz, mivel Délkelet-Ázsia számos országból áll, így nem lehet teljes mértékben azonos, de hasonló igen a területek közötti függőség és hasonlóság miatt. Mindezt egy lehetséges példának szánom, hogy más területeken milyen fejlettségi szinten áll a kockázatitőke-ipar.

Az Egyesült Államok kockázatitőke-iparának kialakulásával kezdem, majd ezt követi a németországi és délkelet-ázsiai kockázatitőke-piacának fejlődéstörténete. Az amerikai kockázatitőke-finanszírozás gyökere az 1920-as és 30-as évekre tehető, amikor gazdag családtagok és tehetős magánemberek nyújtottak kezdőtőkét magvető vállalkozásoknak (Bygrave - Timmons 1992). Ebben az időszakban a vállalkozások nem ismerték a ma ismert tőkefinanszírozási formát, így a gazdag barátokat és rokonokat tekintjük az első kockázati tőkéseknek. Annak érdekében, hogy több fiatal, innovatív vállalkozás jusson ilyen lehetőséghez George Doriot felismerésére volt szükség. Intézkedései közé tartozott, hogy létrehozott egy társaságot, név szerint az American Research and Development Corporation-t (ARD), amely intézményi formában kockázati tőkét kínált. A társaság 1946-ban kezdte el működését és az első valódi kockázatitőke-társaságnak tekinthetjük. Az ARD formáját kevesen követték

akkoriban, mert számos hátrányossága volt, amelyeket azóta kiküszöböltek. George Doriot által bevezetett innováció nem változtatta meg egyik napról a másikra a világot (*Metrick 2007, Demaria 2013*).

A következő mérföldkövet az iparág fejlődésében az amerikai kormányzat által elfogadott törvényjavaslat jelentette. Az 1958-as Small Business Act lehetővé tette a kormány számára, hogy közvetlenül befolyásolja a kockázati tőkét. Azáltal, hogy létrehozott egy Small Business Administration-t, amely engedélyezte Small Business Investment Companies (SBICs) alapításokat. Ennek jelentősége abban állt, hogy a kormányzat közvetlen befektetőként, mint kockázati tőkés lépett a pénzügyi piacra (*Metrick 2007*).

Az olajembargó hatására a fejlődés 1970-től 1977-ig megakadt, de az 1978-as évtől újra virágozni kezdett. A kormányzat többféle intézkedést hozott az iparág fellendítése érdekében, amelyekkel a gazdasági környezetet befektetőbaráttá alakította át. Ezen törvényhozói intézkedések közé tartozott a jövedelem megadóztatásának átalakításáról szóló törvény, továbbá engedélyezték a nyugdíjbiztosítók kockázati tőkébe való befektetését, és kis vállalkozásokba való befektetésre ösztönző törvényt hoztak, mindezek teljesen átalakították a kockázati tőke-iparágot (*Bygrave - Timmons 1992*).

1979-ben újabb fordulat állt be, amikor is a befektetési szabályokban lazulás történt, méghozzá az amerikai nyugdíjbiztosítók befektetéseivel kapcsolatban. A nyugdíjbiztosítóknak megengedték, hogy kockázati tőke típusú befektetésekbe fektessenek be. A 2000-es évek elejére a nyugdíjbiztosító alapok adták a kockázati tőke-társaságok által kezelt pénz felét az Egyesült Államokban. A nyugdíjbiztosítók jelenléte más intézményi befektetőket is arra ösztönzött, hogy részt vegyenek a kockázati tőke-finanszírozásban. Az intézményi szereplők jelenlétével elkezdődött a modern kori kockázati tőke világa (*Metrick 2007*). A kedvező környezet hatására megindult a kockázati tőke-iparág gyors ütemű növekedése, 1987-ben közel 1729 vállalkozásba fektettek be kockázati tőkét (*Bygrave - Timmons 1992*). Ez az érték folyamatosan növekedett, 2000-ben a befektetések száma elérte a 8040 darabot, amely az IT szektor térnyerésének is köszönhető. Az ügyletek száma idővel csökkent, 2013-ban körülbelül 4000 befektetést valósítottak meg a befektetők (*NVCA 2014*).

Fontos összefüggés található a befektetők személye és a kockázati tőke aktivitása között. Azáltal, hogy az 1980-as évektől a nyugdíjbiztosító társaságok is befektethetnek az alapokba, robbanásszerű növekedés volt megfigyelhető az aktivitásban. A kockázati tőke-alapokat továbbá a klasszikus pénzügyi intézmények és a biztosítók is finanszírozták (*Metrick 2007*). A kockázati tőke-alapok olyan vállalkozásokba fektetnek be, amelyek a vállalati életciklus modellnek megfelelően a korai fázisban voltak. Az 1980-as évek elején a kockázati

tőkések elsődlegesen így a korai, magvető fázisú vállalkozásokat finanszírozták, és kis részben a már érettebb szakaszban lévőket. Az idő múlásával fokozatosan megváltozott a minta és előtérbe került azon vállalkozások finanszírozása, amelyek már a későbbi fázisban voltak. A trend fokozatosan elmozdult, a 90-es évek közepén inkább a növekedési fázisban lévőket támogatták. Összességében az látszik, hogy a kockázati tőke diverzifikálja a portfólióját. A befektetések célpontjai során nemcsak a vállalkozás életciklusa a meghatározó, hanem hogy melyik iparágban tevékenykedik. Hagyományosan az egészségügy és az informatika tekinthető kiemelt ágazatnak, mert ezen a területeken magas az innovációs hajlam, és magas a növekedési képesség (*Gompers – Lerner 2001*).

A következő részben röviden megismétlem a bevezetésben már említett sikertényezőket, amelyek jól leírják az amerikai kockázati tőke meghatározó jellegét. A kockázati tőke az amerikai kontinensről ered és világszerte tovaterjed, bár nem akkora intenzitási fokkal és akkora eredménnyel. A világ kockázati tőke-befektetéseinek több mint a fele az USA-ban történik. Nem tudni pontosan, hogy az eredményesség annak köszönhető, hogy a kockázati tőke-társaságok ennyire jól működnek, vagy a környezeti adottságok teszik lehetővé a „boldog vadászatot”. Több vizsgálat is kutatja (*Guy Fraser – Sampson 2007*), melyek azok a tényezők, amelyeknek a kimagasló eredmény köszönhető. Ezek a magvető fázisra való törekvés, a hazafutás szemlélet és a hozzáadott érték elemek, amelyek meghatározzák az amerikai modellt és az elemek egymásra hatása alakítja ki a kohézió egészet. A magvető fázis fogja megadni a lehetőséget a magas megtérülés elérésére és engedi meg, hogy a kockázati tőkés olyan vállalkozást építsen fel, amelyet elképzelt. A magvető fázis a kutatási, tervezési, vagy a koncepció kialakítási szakaszát jelenti a vállalkozások esetében, így a legkockázatosabb időszakban lépnek a cég életébe, hogy már kezdetektől fogva segítsék a növekedést. A másik tényező a „hazafutás” (*home runs*) kifejezés azt jelenti, hogy az amerikai kockázati tőkések alacsony számú, de nagyon magas megtérülési értékeket érnek el. A harmadik tényező az értékteremtés, amely alatt azt a képességet kell érteni, amellyel az amerikai kockázati tőkés rendelkezik annak érdekében, hogy növelje a portfóliójába tartozó vállalkozás értékét. Lényegében arról van szó, hogy a korai fázisban lévő vállalkozásnak szüksége van gondozásra olyan tapasztalt, szakszerű befektetőtől, mint a kockázati tőkés. A hozzáadott érték definiálása során egyszerűen olyan nem pénzügyi támogatásokat értünk, amelyeket a kockázati tőkés nyújt a portfólió vállalkozása számára.

A következőkben a németországi kockázatitőke-ipar fejlődésének a legfontosabb mérföldköveit ismertetem. A kockázatitőke-iparág egyre növekvő teret hódított meg globális szinten az elmúlt évtizedekben. Ha kockázati tőkéről beszélünk, akkor egyetlen egy irányadó modellel találkozunk a szakirodalom alapján és ez az amerikai minta, ahol a kockázatitőke-társaságok általában független társaságok, amelyeket nyugdíjbiztosítók és intézményi befektetők finanszíroznak. Ezzel szemben Európában a bankok leányvállalatai és vállalkozói fejlesztő tőkések biztosítják többségében a tőkét (*Bottazzi – Da Rin 2005*). Az Egyesült Államokon kívül is egyre nagyobb szerepet játszik a fiatal és növekedni képes vállalkozások finanszírozása, amely a gazdaság növekedését segíti. A 2000-es évek amerikai sikere mellett 2001-ben Németország lett az egyik legjobban teljesítő az európai országok között (*Bascha – Walz 2001*). Az 1990-es évek elejétől egy nagyon gyors növekedés volt megfigyelhető, mely két okra vezethető vissza. Egyrészt 1996-ban bevezetésre került a „Neuer Markt”, mint a német tőzsde egyik része, a fiatal és gyorsan növekvő vállalkozások számára, amely vonzó kiszállási módot biztosított a kockázati tőkések számára. Másrészt az iparág gyors növekedése köszönhető a kormányzati támogatásnak és annak is, hogy állami tulajdonú ügynökségek közvetve vagy közvetlenül fektettek be a fiatal vállalkozásokba. Bővebben ismertetném az előzőket.

A *Franke et al. (2003)* tanulmány alapján a német kockázatitőke-iparág eredetének útját a következő szakaszokra oszthatjuk. Az első szakaszként az 1960-as évek tekinthető, amikor is észlelték a kockázati tőke hiányát, és erre megoldásként létrehoztak tőke típusú befektetési társaságokat. Ilyen társaság volt a „KBGs”, amely hasonlóan, mint a befektetési alapok, összegyűjtötték a különböző befektetők tőkéit és befektették a társaság portfóliójába. Ezek a befektetések inkább a csendestárs konstrukcióhoz hasonlítottak, mivel a vállalkozásoknak nyújtott tőkét 5-10 év múlva visszafizették a vállalkozók. További jellemzőjük a KBGs-nek, hogy a bankok leányvállalataiként voltak alapítva. Ebből adódóan, mivel a bankok sem mertek úgy kockáztatni, ezért a KBGs társaságok is elsődlegesen már érett, közepes nagyságú vállalkozásokba fektettek be. Németország esetében a bankok szerepe domináns, míg a piac csak kisebb mértékben érvényesíti hatását. Ebből kifolyólag a német lakosság a megtakarításait a bankok által kínált betétekbe helyezték el, míg az amerikai lakosság jóval szívesebben fektetett be a tőzsdén. Így a tőzsde és a tőkepiac alacsonyabb fejlettségi szinten állt ekkor Németországban, mint az USA-ban. A tőzsde fejlettségi foka hatással van a magántőke befektetésekre, ezen belül is a kockázatitőke-iparágra.

A második szakasz kezdete az 1971-ben elindított kormányzati intézkedéshez kapcsolható. A programot az „ERP” névvel illették és célja az volt, hogy olyan pénzügyi

támogatást nyújtson a KBGs társaságok számára, amely arra ösztönzött, hogy kisvállalkozásokba is nagyobb számmal fektessenek be. Az ERP program nem hozott fellendülést, emellett számos akadályozó tényezőt lehetett felsorolni, amelyek visszafogták a magántőkére alapozott kockázati tőke fejlődését. Továbbá fontos megemlíteni, hogy a magántőkét kínáló nem vehettek részt a vállalkozás napi működésében, ezzel csorbította a kockázati tőke sajátosságát, az értékteremtő képességet (*Franke et al. 2003, Huberty 2006*).

A következő mérföldkőnek az 1983-as év tekinthető, amikortól a német kockázatitőke-piac nagyobb léptekkel növekedett a pozitív befektetői hangulatnak köszönhetően. Sorra alapították a tőketársaságokat, de fontos hangsúlyozni, hogy a bankok játszották a meghatározó szerepet az alapkezelői és a befektetői oldalon is. Emellett növekvő számban jelentek meg új befektetői forrásokat biztosítók, úgymint a magánszemélyek, biztosítótársaságok. Továbbá annak érdekében, hogy a nem intézményi befektetőket is ösztönözzék akár közvetett tőkebefektetésre, a német parlament 1987-ben törvénybe iktatott egy jogszabályt a tőkefinanszírozó társaságokról. Összességében elmondható, hogy a kockázati tőke aktivitása egyre szélesebb körűvé vált. Egyrészt az újonnan alapított kockázatitőke-alapok a technológiára orientálódott vállalatokat kezdték finanszírozni méghozzá a korai szakaszban (*Franke et al. 2003*).

A negyedik időszak legfontosabb intézkedésének az 1997-ben bevezetésre kerülő „Neuer Markt” jelentette (*Huberty 2006*). Ezzel megnyílt egy újabb kiszállási lehetőség a kockázati tőkések számára az eddigiek mellett, hiszen a tulajdonosi rész eladásával realizálódik a profit a kockázati tőkés számára. Az új lehetőség pedig egyedi növekedési lendületet adott a német kockázatitőke-iparágnak. Szoros összefüggést találtak a téma kutatói (*Black - Gilson 1998*) arra vonatkozóan, hogy a kockázati tőke fejlődésére hatással van-e a tőzsde illetve az első részvénykibocsátások száma (az IPO-k). Abban az esetben, ha a tőzsdei környezet nem alkalmas a megfelelő részesedés értékesítésére, akkor ez visszaveti a kockázati tőkés befektetési hajlandóságát, mivel nincs megfelelő út a megtérülésük realizálására. *Franke et al. (2003)* alapján az új tőzsdei szegmens bevezetése mellett megfigyelhetővé vált a befektetési minta egyre nagyobb hasonlósága az USA mintához, vagyis a régi iparágak mellett előtérbe kerültek az új, high-tech szektorok is. 1996-2000 között megindult a növekedés a magántőke típusú befektetések körében, és egyre nagyobb mértékben fektettek be kockázatitőke-alapok is. A nagyarányú növekedésre az internet boom is hatott.

Huberty (2006) tanulmányában arról írt, hogy 2000-2002 között a „Neuer Markt” rosszul teljesített köszönhetően a német gazdaság stagnálásának és a dot-com lufi kipukkadásának, amely odáig vezetett, hogy 2003-ban bezárták a „Neuer Markt”-ot. Ez

jelentősen meghatározta a német kockázatitőke-piac szerepét és helyzetét azáltal, hogy a befektetési aktivitás az 1991-es szintre esett vissza. A sokkra reagálni kellett és a befektetők átgondolták, hogy mit kellene másképp tenni, mint ezelőtt. Így 2003-2005 között azon volt a hangsúly, hogy hogyan tudnának új forrást és ezáltal új befektetéseket szerezni.

Ennek köszönhetően a kockázatitőke-befektetések volumene 2003-ról 2004-re majdnem 50%-kal nőtt, így 2004-re elérte a 1079,4 millió eurót. 2005-ben is pozitív volt a hangulat, hiszen láthatóvá vált a világ számára, hogy a német innovációba érdemes befektetni. A kormányzat hozott egy nem kívánatos adószabályt a hazai kockázatitőke-társaságokra, így sokan külföldön alapítottak cégeket (*Hauswiesner 2006*).

Új szabályozásokat alakítottak ki (2009-2010) annak érdekében, hogy modernizálják a kockázatitőke-finanszírozás keretfeltételeit, amely összhangban áll az Európai Bizottság döntésével. A korábbi szabályozás módosításával elérhető lett többféle adókedvezmény bevezetése, és az elfogadási és regisztrációs követelmények a kockázatitőke-társaságok számára (*Bauer 2013*).

A BKV (2016) egy 2015-ös statisztikai kiadványa alapján a német kockázatitőke-befektetési trendről elmondható, hogy hullámszerű volt 2010-2015 között. 2010-ben ez az érték 729 millió euró tőkét jelentett, míg 2015-ben 780 millió euró-t. Amennyiben a 2013-2014-es évek befektetési mennyiségét összevetjük más európai országokkal (nem áll rendelkezésemre frissebb adat), akkor azt kapjuk, hogy a német kockázati tőke a 2. helyen állt, egyedül az Egyesült Királyság előzte meg. Ha ugyanezt a GDP eloszlásban nézzük, akkor körülbelül 0,02%-t jelentett. A befektetési célpontokról általánosságban (2010-2015 között) az mondható el, hogy előszeretettel startupokat finanszíroztak, de nagymértékben keresték a késői szakaszban lévő vállalkozásokat is. A kiszállás módjára inkább a stratégiai befektetőnek, vagy egy másik tőkebefektetőnek történő eladás volt a jellemző.

Mindezek hozzájárultak, hogy kialakuljon egy sajátos német kockázatitőke-ipar. A következőkben ezen sajátos karaktereket sorolom fel. A német kockázati tőke finanszírozási forrásaiban tükröződik a hagyományos német befektetői struktúra, amelyre a banki finanszírozás a legmeghatározóbb (*Deutsche Bundesbank 2000*). A Mayer et al. (2002) tanulmány azt vizsgálta, hogy milyen összefüggés van az adott ország kockázati tőkés befektetési mintája és az alapok forrásai között. Eredményül azt kapták Németország esetében, hogy a bankok által finanszírozott kockázatitőke-alapok inkább későbbi szakaszban lévő vállalkozásokba fektetnek be, mint azon alapok, amelyeket magánszemélyek irányítanak. Ennek magyarázatául szolgálhat a kockázati tőke fogalmi körében meglévő eltérés is és a pénzügyi rendszer bankok általi dominanciája is. Mivel a későbbi szakaszban lévő

vállalkozásokra jellemző, hogy a kezdeti kockázat tekintetében konszolidálódott a vállalkozás, így a bankok által kialakított portfólióknak megfelelnek.

Továbbá a *Bascha-Walz (2001)* tanulmányban vizsgálták a kockázati tőkések viselkedését a kiszállás módjának a megválasztása tükrében. Németországban a kedvelt kiszállási forma a visszavásárlás, amely azt jelentette, hogy a kockázati tőkés részesedését az adott vállalkozás menedzsmentje, tulajdonosai vásárolták vissza. A német vállalkozók többsége azért fogadta el ezt a formát, mert ezzel visszaszerezheték a vállalkozásuk feletti irányítást. Azáltal, hogy bevezetésre került a Neuer Markt, ezzel új lehetőségek nyíltak a kiszállásra. Az új tőzsdei szegmens adta lehetőséggel ugyan nem sokan éltek, bár megnövekedett az IPO-k száma is, de sosem érte el az amerikai szintet.

La Porta et al. (1998) vizsgálták a jogi rendszer hatását az optimális pénzügyi szerződés kialakítása érdekében. Az eltérő jogi rendszer nagyban befolyásolja a kockázatitőke-társaságok tulajdonosi szerkezetét. Németországban a kockázatitőke-társaságok szoros együttműködésben álltak a kormányzati intézményekkel, így a tulajdonosi szerkezetre a kettősség a jellemző. A német kockázatitőke-piacon meghatározó szerep jutott a kormányzati szubvencióknak. Továbbá a tisztán állami alapon működő társaságok viselkedésének vizsgálata arra mutatott rá, hogy az állami tulajdonú alapok teret nyertek a magánkézben álló német kockázatitőke-társaságokkal szemben (*Antonczyk et al. 2007*).

Hauswiesner (2006) összesítette mindazon tényeket, amely miatt egy gyenge német kockázatitőke-piac alakult ki. Mondhatni a legfontosabb, az életképes kiszállási lehetőségek hiánya, amely az egész befektetés kulcsát adják, hiszen ha nem tudnak kiszállni, akkor nincs tőke, amit újra befektetnének, és ezáltal nyereséget teremtsenek az alapba fektetőknek. Továbbá sok start-up cég hezitált azon, hogy időt és pénzt áldozzon egy meggyőző üzleti terv megalkotására, hogy lenyűgözzön/meggyőzzön egy kockázati tőkést. Sok vállalkozó pedig attól félt, hogy a kockázati tőkés túl sok jogot von magához és elveszti az irányítást a saját cége felett. Egy nagyon egyszerű ok a következő, miszerint sokan nem ismerték a kockázati tőkét, mint finanszírozási formát. És végül rávilágított arra is, hogy a befektetők többsége kockázatkerülő, így nem mernek korai fázisú vállalkozásokat finanszírozni.

A melléklet harmadik aspektusát a Délkelet-Ázsiai országok kockázatitőke-iparágának fejlődéstörténete jelenti, amelyekről egy általános képet kívánok adni a következő részben. A fejezet ezen részének megírása során forráshiányba ütköztem, amely nem meglepő ebben a témában.

A globális felmérések alapján egyre több külföldi befektető célozta meg az ázsiai térséget köszönhetően például a kiaknázatlan új lehetőségeknek, az olcsóbb, de jó képességű munkaerőnek is (*Deloitte 2007*). Az elkövetkezőkben azt mutatom be, hogy a délkelet-ázsiai országokban hogyan alakult ki a kockázati tőke, és ami kialakult az tényleg a klasszikus értelemben vett kockázati tőke-e? *Naqi – Hettihewa (2007)* alapján már az elején fontos megemlíteni, hogy számos olyan tényező van, amelyek befolyásolhatják a kialakulást úgy, mint például a vállalkozások tulajdonosi szerkezete, amely mögött a kulturális akadályok állnak, vagy az intézmények hiánya. Az ázsiai vállalkozások többsége családi tulajdonban volt, ebből adódóan külső befektető bevonása a vállalkozásokba nagyon ritka. Így az 1970-es években, amikor is az első külföldi kockázati tőkések megérkeztek, az ázsiai vállalkozásoknak nehéz volt megérteni a finanszírozás lényegét, illetve a külföldi befektetők sem értették a helyi számviteli és jogi gyakorlatokat. Az 1980-as években Japán volt az első, aki kormányzati intézkedésekkel ösztönözte a kockázati tőke-finanszírozás elterjedését. Az ázsiai országok többségében a bankokat hitték kockázati tőkésnek, mint lehetséges befektetési formának. Ez köszönhető az információ nem megfelelő áramlásának. Az ázsiai kistigrisek gazdasági felemelkedésével együttjárt a kockázati tőke szükségessége, így az 1990-es években egyre több ázsiai kormány tett lépéseket a külföldi és a hazai kockázati tőke-befektetések ösztönzésére.

A globális trendek arra utaltak, hogy mindez jó irányba indult el, mivel 2013-ra a globális kockázati tőke-befektetések kb. 10%-a itt valósul meg, kicsivel elmaradva az Európai szinttől (*Ernst & Young 2014*).

Bruton et al. (2009) tanulmányban vizsgálták a vállalkozói környezetet, a kiválasztást, az ellenőrzést, a kiszállást és egyéb informális intézmények szerepét, amelyek mentén képet kaphatunk az ázsiai kockázati tőkéiről. Egyértelmű eredménye a kutatásnak az, hogy az intézményi különbségek számítanak a kockázati tőke aktivitási szintjében, továbbá rávilágítottak arra is, hogy ennek tudatában a kockázati tőkéseknek törekedni kellett arra, hogy egy ilyen környezetben is helytálljanak. Kiemelték a kiválasztási szakaszt, ahol a portfólióvállalatok teljes körű átvilágításához gyengék a szabályozási intézmények, így a kockázati tőkések közvetlen személyes kapcsolatokat építettek ki a vállalkozásokkal a megfelelő információk megszerzése érdekében. Vagy a kiszállás esetén a tőzsdai lehetőségek korlátozottak, így a stratégiai befektetőnek való értékesítés volt a domináns forma. A hozzáadott érték szemlélet kevésbé érvényesült az ázsiai térségben, mint a nyugati területeken ebből adódóan a kockázati tőke klasszikus fogalmi kerete sérült (*Bruton – Ahlstrom 2003*).

Előzőekben áttekintettem a legfontosabb mérföldköveket, amelyek befolyásolták az adott piac kialakulását. A következőkben azokat a tényezőket keressem, amelyek az eltéréseket okozhatják az amerikai modelltől. A következő négy tényezőt vizsgálták *Franzke et al. (2003)* tanulmányukban: az első tényező a gondolkodásmód, majd a jogi és intézményi akadályok, a harmadik az alternatív finanszírozási források megléte az alapok számára és végül a bankok szerepe. A gondolkodásmód esetén figyelembe kellett venni, ha a gazdasági környezet és annak szereplői nem fogadják el adott esetben a kockázati tőkét, akkor nehézségekbe fog ütközni annak fejlődése. A német pénzügyi környezet nem egészében adaptálta az amerikai modellt, mert hiányzott a német vállalkozói kedv és a kockázatvállalási hajlandóság továbbá a német vállalkozók sem akarták feladni a vállalkozásuk irányítása feletti jogukat. Mindez az ázsiai vállalkozásokra is igaz. Az intézmények fejlettségi szintje teljes mértékben meghatározza a kockázati tőke befogadásának képességét, így ezzel szorosan együtt jár az állami szerepvállalás magas szintje, amely az ázsiai térségben odáig jutott, hogy a kockázati tőkét újrafogalmazták (*Naqi – Hettihewa 2007*). Továbbá Németországban sokkal erősebb a kölcsönben való eladósodottság mértéke, mert a kisebbségi részvényesi jogok nem úgy védettek, mint az eseti jogalapú rendszerben (*Antonczyk et al. 2007*). A kockázati tőke-alapok finanszírozása egyedi, míg Amerikában a nyugdíjbiztosítók játsszák a legfontosabb szerepet, addig Németországban ez nem így történik meg, mivel a megtakarítások csak egy része jut el a tőkepiacra. Az ázsiai országokban többségében pedig államilag irányított intézmények, vállalkozások finanszírozzák az alapokat (*Naqi – Hettihewa 2007*). Végül a negyedik tényező a bankok dominanciája, amely mind a német mind az ázsiai térségre jellemző, ez adódik a pénzügyi rendszerük egyediségéből. Ezzel kapcsolatban *Black - Gilson (1999)* tanulmánya rávilágított arra is, hogy egy valós kockázati tőke-iparág előfeltétele egy tőzsde orientált tőkepiac.

Eddigiek alapján a kockázati tőkét meghatározó jellemvonásokat vettem össze. Amerikában nagyobb számban jelennek meg az alapok és az alapok önmagukban is meghatározó szerepet töltenek be. Az alapok elsősorban korai fázisban lévő és magas technológiai szintet megkívánó iparágakba fektetnek be. Ezzel szemben a német és ázsiai kockázati tőke inkább a kései szakaszba és alacsonyabb technológiai fokkal rendelkező iparágakba fektet be. További eltérések vannak a kiszállás módját tekintve is, mert Németországban a tőzsdei kiszállás háttérbe szorul és előtérbe kerül a visszavásárlási folyamat, Ázsiai térségekben a stratégiai befektetőknek való értékesítés a jellemző, míg az USA-ban az IPO az elsődleges forma.

A legfrissebb tanulmány alapján (*Yong et al. 2014*) elmondható, hogy a kockázati tőke aktivitása egyes országokban számos tényező függvénye, de a legfontosabb a nemzeti

intézmények szerepe és fejlettsége. A tanulmány külön vizsgálta az intézmények és a kultúra közötti kapcsolatot, és eredményül azt kapták, hogy ellentétes irányú. A kockázati tőkéseknek a befektetési célállomás kiválasztásánál az előbbi tényezőket is mérlegelni kell. Ebből adódóan nagyobb kihívással és nagyobb kockázattal szembesülnek.

Összegezve azon tényezőket, amelyek hatással vannak az adott térség kockázati tőke aktivitására *Metrick (2007)* alapján az a kiszállás, az üzleti környezet, a jog és pénzügy kapcsolata, az adott ország politikai és gazdasági helyzete, és a kultúra. Mindezek szorosan együtt járnak azzal, hogy a kiemelt három sikertényező, amely egyedivé és sikeressé tesz az amerikai modellt, részben tud és akar adaptálódni. Itt nem csak azt kell látni hogy a kockázati tőkés mit szeretne, hanem hogy mit tud kialakítani. Véleményem szerint, nem szabad azt állítani, hogy csak az amerikai modell a jó, mivel a német modell is hatékonyan működik, csak más szabályokkal illetve más szerepet tölt be az ország gazdaságában. Az ázsiai térség kockázati tőke-ipara még nagyon fiatal így folyamatos fejlődésen megy keresztül a sajátos egyedi szellemiségével együtt.

3. A kockázatitőke-befektetések folyamata és annak sajátosságai, kiemelten a kiválasztási szakasz

Az előző fejezetben azt vizsgáltam, hogy el tud-e terjedni egy az egyben az amerikai kockázatitőke-modell világszerte, vagy helyi sajátosságok mentén fejlődik/ alakul ki a nemzeti kockázati tőke. Ehhez a nemzetközi szakirodalmat használtam, majd szemléltetés céljából ismertettem az amerikai, a német, a délkelet-ázsiai és végül a magyar kockázatitőke-piacot. Az elmúlt 5 évben hazánkban is egyre népszerűbb ez a finanszírozási forma. Adott ország kockázatitőke-ipara adottságaihoz mérten tud/ tudott fejlődni, de mindegyikben közös irányelv a legjobb befektetés kiválasztása a legjobb eredmény realizálása érdekében. Egy átlagos befektetési folyamatról mindenkinek van elgondolása, de fontos már itt kiemelni, ahogy a kockázati tőke definíciójában is olvasható, hogy van egy speciális értékteremtő szakasz, amely egyedivé teszi ezt a formát. Továbbá, annak érdekében, hogy a legnagyobb hozamot realizálja a kockázati tőkés a kiszállás során szükséges egy alapos kiválasztás.

Így jelen fejezet központi témájaként a kockázatitőke-befektetések során alkalmazott kiválasztási folyamat és annak kritériumrendszere áll. A bevezető fejezetben megjelölt második kutatási kérdésre keresem a választ, hogy *milyen tulajdonságokkal (lépésekkel) jellemezhetőek a sikeres kockázatitőke-befektetési folyamatok?* A választ a nemzetközi szakirodalom tanulmányainak szintetizálásával kívánom megadni. További oka is van ezen fejezet relevanciájának. Mivel a következő fejezetben javasolni fogok három olyan értékelési mutatót/indexet, amelynek kialakítását ezen elméleti tényekre alapozom. Ezen fejezet belső struktúrája a kockázatitőke-befektetési körfolyamat négy fázisán alapul, amelyeket a következőkben fejtek ki.

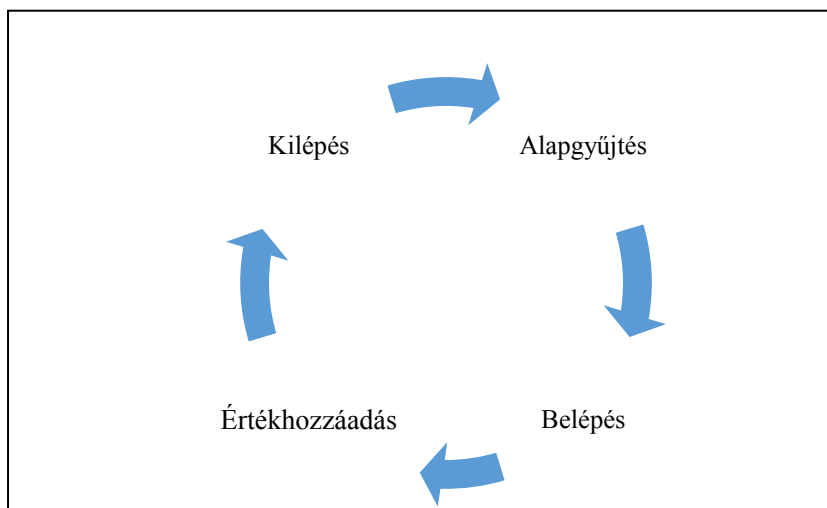
A kockázatitőke-befektetés által biztosított kockázati tőke szerepe nem ér véget a vállalkozásban való tulajdonrész megszerzésekor, mivel a kockázati tőkés részvétele egy vállalat irányításában felbecsülhetetlen előnyökkel jár. Ezért nem szabad a kockázati tőke értékteremtő tevékenységét háttérbe szorítani.

A kockázati tőkés teljes kapcsolatrendszerét felajánlja a cég számára, tapasztalata és sikerei garanciát jelentenek további külső finanszírozók megnyeréséhez. A kockázati tőkés a vállalkozás számára értéknövelő tényező. A kockázati tőkést a befektetésre a várható hozam ösztönzi. Az érték növekedése még önmagában nem elég, a nyereséget realizálni is kell (BÉT 2003). A realizálás körülményeit pedig a kiszállás határozza meg. Abban az esetben, ha a kockázati tőkés jól meghatározott körülményeket teremt a kiszálláshoz, még növelni is tudja a

vállalat értékét. Minden befektetés alapja egy megfelelően felépített stratégia, amely, mint egy vezérfonál, mutatja az utat a kockázati tőkésnek. A sikeres kiszállás esetében a kockázati tőkés tovább növeli a meglévő alapját és lehetősége nyílik újabb befektetésekre.

A kockázatitőke-alapok sikeres tranzakcióik révén évről évre növelni tudják alapjaik nagyságát. Az alapok gyűjtése nem csak annyiból áll, hogy befektetik a magántőkét, majd eltelt idővel kiszállnak az üzletből megfelelő hozam mellett, hanem ehhez egy jól megtervezett stratégiát használnak fel. A kockázatitőke-befektetések fázisai egy körfolyamatot alkotnak, amelyet az *1. ábra* illusztrál. A befektetés forrása az eddig összegyűjtött alap, ezt azzal a céllal fektetik be, hogy tovább növeljék annak méretét. *Maunula (2006)* tanulmányában a következő közbülső lépéseket különböztette meg „a belépés, az értékteremtés és a jól meghatározott kilépés”. A megfelelő stratégia megvalósulásával érhető el a kitűzött cél, az alap önmagát növelve bővül. A körfolyamat pedig újra és újra elindul, minden egyes befektetésnél (*Maunula 2006*).

1. ábra: A kockázatitőke-befektetés körfolyamata



Forrás: Maunula (2006) alapján

Az *1. ábráról* leolvasható, hogy a belépés és a kilépés között egyetlen egy állomás van feltüntetve, ez pedig az értékteremtés. A folyamat elemzésénél kitüntetett szerepet kell tulajdonítani az értékteremtésnek. Nem lehet elégszer hangsúlyozni, hogy egy sikeres befektetés alapja nem csak egy jó kiválasztás és kiszállás eredményeként valósul meg, hanem nagyban hozzájárul a kockázati tőkés személyes közreműködése, együttműködése is a portfólióvállalattal (*Maunula 2006*).

Az értékteremtés, mint fázis, angol megfelelője a „value added” kifejezés. Ennek magyar megfelelője a szakirodalom által a hozzáadott érték kifejezés, amely egy absztrakt terminus, így nem lehet egyértelműen definiálni, képlettel leírni vagy mértékegységet hozzárendelni. A szakirodalomban (*Maula 2001, Maunula 2006*) eddig megjelent meghatározások alapján a „hozzáadott érték minden olyan nem pénzügyi előny, amelyet az adott portfólióvállalat fogad a kockázati tőke-befektetőtől”. A hozzáadott érték nagysága, amelyet a kockázati tőkés szolgáltat, függ attól, hogy mekkora az eltérés a vállalkozás szükségelt erőforrása és a már meglévő között (*Maunula 2006, Fried-Hisrich 1995*). Az értékteremtés mértékének nagyságát nehéz meghatározni, mivel a hozzáadott érték nagysága csak a kockázati tőke kiszállása során realizálódik, de ekkor sem lehet egyértelmű, pontos számadatokkal bizonyítani, hogy a megtérüléséből mennyi köszönhető a kockázati tőke-befektetőnek. A vállalati érték növekedéséhez nagyban hozzájárul a kockázati tőkés értékteremtése, mivel ha összehasonlítjuk a kockázati tőke-befektetés előtti és utáni időszakot, akkor kitűnnek azon értékteremtő folyamatok, amelyek révén a vállalat értéke növekedett méghozzá a kockázati tőkés által. A későbbiekben rövid bemutatásra kerülnek majd azon tényezők, amelyek befolyásolhatják a hozzáadott érték mértékét.

Az alapgyűjtés mellett az árfolyamnyereség megszerzése is célként szerepel a kockázati és magántőke számára. A minél magasabb értékű megtérülési ráta (IRR) megszerzése nagy kockázattal jár az alapok számára. A kockázat csökkentése érdekében az alapok diverzifikálják portfóliójukat. A célok megvalósításához az első lépcső a kockázati tőkés elvárásainak megfelelő vállalkozás keresése, majd a vállalat értékének növelése érdekében, pénzügyi támogatás mellett a kockázati tőkés aktív szerepet vállal a vállalat működtetésében. Az értékteremtő tevékenysége révén tovább növeli a vállalat értékét. A cél csak így valósítható meg.

Ilyen és más esetekben is a kockázati tőke-alapok nemcsak pénzüket, hanem tudásukat, kapcsolatrendszerüket is a vállalkozás rendelkezésére bocsátják. Ezen nem pénzügyi támogatások tovább növelik a vállalat értékét. A támogató tevékenységeket értékteremtési folyamatoknak, hozzáadott értékeknek nevezzük, amely a 3.3. fejezetben bővebb tárgyalásra kerül.

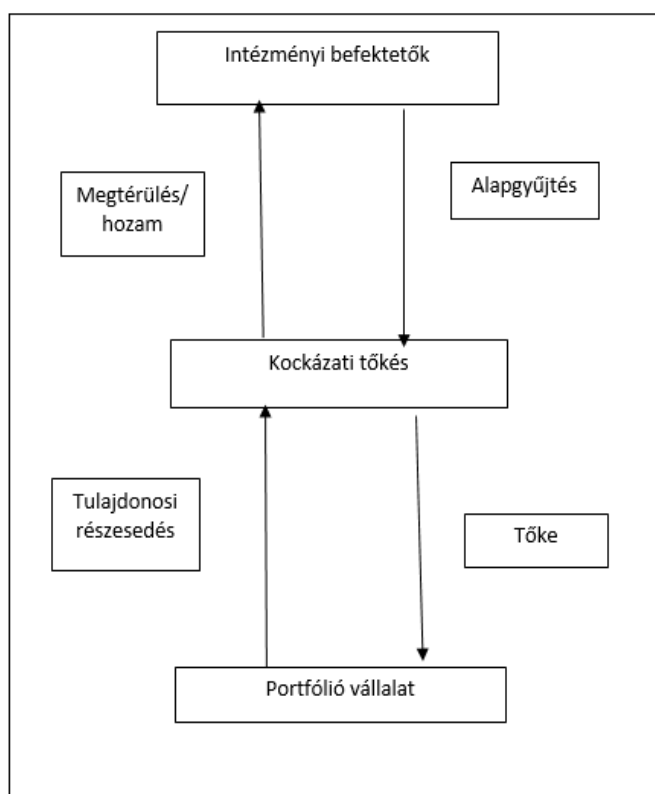
A kockázati tőke és a kockázati tőkés is értékteremtő szerepet tölt be a portfólióvállalatban. Ez egy nagyon fontos és jelentős képesség, amivel más finanszírozási formák nem rendelkeznek. Vegyünk egy általános hitelfinanszírozást, ahol az ügyfél/vállalat beadja a kívánt dokumentumokat (például az üzleti tervet, az éves beszámolókat, cégkivonatot) majd a bank a belső értékelési rendszere által elbírálja mindezt. Ha minden rendben van, akkor

a vállalkozás hitelképes és biztosítanak számára egy hitelkeretet a megfelelő kamattal és futamidővel. Amikor úgy látja a vállalkozás, hogy szüksége van a hitelre, akkor lehívja és elkölti, amire felvette, és a jövőbeli teljesítmény alapján próbálja mindezt a megfelelő ütemezés mellett visszafizetni. A bank csak monitoring tevékenységet végez, nem segíti a vállalkozást a projekt megvalósítása, működése során. Ha minden jól megy, akkor a vállalkozás vissza tudja fizetni a felvett hitelt kamattal együtt, ha nem, akkor ennek egyéb menete van. Ezzel arra kívánok rávilágítani, hogy a banknak, vagyis a bankárnak nem feladata a hitelfelvevő szakmai és mentori támogatása. Ha számviteli tekintetben nézzük a finanszírozási kérdést, akkor a hitel kötelezettségként jelenik meg a vállalkozás könyvében, míg a kockázati tőke az a jegyzett tőkét növeli. Azért ez mindjárt más kiinduló helyzetet jelent a vállalkozásnak.

Osman (2006) tanulmányában azt emelte ki, hogy a kockázati tőke-befektetés siker esetén drágább lehet a hitelnél, de a kudarcnál sokkal olcsóbb. Röviden ez azt jelenti, hogy a kockázati tőkés résztulajdonossá válik a finanszírozott cégben, ezzel csökkentve az eredeti tulajdonos jogkörét, de csökkentve a jövőbeli kockázatát is. Így ha minden rendben van a projekttel és szépen hozza, amit elvárnak akkor az eredeti tulajdonos többet áldoz fel, mint egy hitel esetében. Ha viszont a projekt megbukik, akkor az eredeti tulajdonosnak nem kell visszafizetni a kockázati tőkét, de a hitelt mindig vissza kell. A *HVCA (2016)* tanulmányban összehasonlítják a hitel és a kockázati tőke-finanszírozás jellemzőit. A már leírtakon túl kiemelték, hogy abban az esetben, ha a vállalkozás fizetéseképtelenné válik, és felszámolás alá kerülne, akkor a kockázati tőkés ugyan olyan szinten helyezkedik el az eredeti tulajdonosokkal a kifizetési sorban, vagyis nincs biztosíték a megtérülésre. Míg a hitel esetében a hitelező előrébb helyezkedik el a tulajdonosnál a kielégítési sorrendben. Illetve a kockázati tőkés érdekében áll, hogy mindent megtegyen az esetleges kudarc elkerülésében, míg a bank csak újabb biztosítékot kér a veszteségek enyhítésére.

Továbbiakban részletesen jellemzem az egyes befektetési fázisokat, fókuszban a belépési szakasz kiválasztási lépését és az értékteremtés folyamatát. Előzetesként egy egyszerű ábrával (2. ábra) szeretném illusztrálni a kockázati tőke-befektetés általános folyamatát *Gompers – Lerner (1999:9)* munka alapján.

2. ábra: A kockázati tőke-befektetés általános folyamata



Forrás: Gompers – Lerner (1999:9) alapján

Látható, hogy a folyamat körbe halad, kiinduló pontja az alapgyűjtési esemény, amely az intézményi befektetők és a kockázati tőkés között zajlik. Majd a kockázati tőkés kihelyezi az összegyűjtött tőkét és rendelkezésre bocsátja a portfólióvállalatnak, de cserébe tulajdonosi részesedésben részesül. Ha minden jól halad a befektetés során, akkor a kockázati tőkés kiszáll/eladja meglévő részesedését, amiből teljesíti a vállalt megtérülési kötelezettséget az intézményi befektetők felé (2. ábra). Természetesen ez jóval összetettebb folyamat, sok egységre osztva. A jelen fejezet bevezetőjében már ismertetett négy lépést még ki lehetne egészíteni, a kilépés után, az alap felosztásával, amivel nem kívánok foglalkozni. Céлом ebben a fejezetben csak azon lépések bemutatása, amely a kockázati tőkés és a portfólióvállalat között zajlik. Ugyan az alapgyűjtés nem e két szereplő jelenlétével folyik, mégis úgy vélem, hogy célszerű az elejéről elkezdni a befektetés folyamatát és nem a közepébe belevágni.

3.1. Alapgyűjtés

A befektetési folyamat célja, amelyért a kockázati tőkés és a vállalkozó együttműködik, azaz, hogy hosszú távon kialakítsa és realizálja az értéket maga, a vállalat, a közösség és más érdekelték számára. A folyamat központi magját a vele járó kockázat átvállalása és annak menedzselése jelenti. A kockázati tőkés az innovációkat, újdonságokat „kiszagolja”, hogy a jövő iparágaivá fejlessze. Mindehhez a kockázati tőkésnek megvannak azok a tulajdonságai, képességei, amelyek révén képes új iparágakba belépni, ide sorolható a tapasztalati és szakmai tudás, üzleti gyakorlat és rendelkezik megfelelő kockázati tőkével is. A folyamat dinamikus áramlásához a vállalkozóra, a lehetőségre, a befektetőre és a tőkére van szükség (*Bygrave - Timmons 1992*).

A következőkben ismertetésre kerülő folyamat leírásához számos szakirodalom áll a rendelkezésre, ezek közül csak néhányat használtam fel például *Ramsinghani (2014)*, *Demaria (2013)*, *Klonowski (2010)*, *Metrick (2007)* és *Szlovák (2006)*.

Az első lépés az új alap létrehozásának indoka, amely több minden lehet, például piaci igény, vagy a megfelelő piaci körülmény, vagy a meglévő alap futamidejének közelgő lejáratát (*Szlovák 2006*). A kockázatitőke-alapok a tőkéjüket az intézményi befektetők által allokalják (forrásgyűjtési szakasz). Az irodalom e szereplőket „limited partners” (LPs) nevezik (*Metrick 2007*), magyarul alapok befektetői, de gyakran inkább az angol kifejezést használnálják. Intézményi befektetők körét a következő csoportok alkotják, de ezek megoszlása országonként eltérhet: nyugdíjbiztosító alapok, alapítványok, biztosítótársaságok, bankok, vállalatok, családi alapkezelők és magánszemélyek (*Ramsinghani 2014*). A limited partners befektetési motivációja egyrészt a magasabb pénzügyi megtérülés és az eszközök diverzifikációja. Általánosan elmondható, hogy egy kockázatitőke-alapba történő befektetés legalább kétszer akkora hozamot ígér, mint egy részvény vásárlása. *Ramsinghani (2014)* alapján egy intézményi befektető több szempontot is figyelembe vesz, amikor döntést hoz arról, hogy befektessen-e egy kockázatitőke-alapba. A szempontok a következők: az alap eddigi teljesítménye és az alapot kezelő menedzsment háttere, továbbá az alap befektetési stratégiája, a menedzserek tapasztalata és a piaci körülmények.

A forrásgyűjtést követően kezdődik az alap által preferált szempontok szerinti befektetési szakasz. A kockázati tőkés így kiválaszt egy innovatív, high-tech iparágat, amelyből az optimális befektetési lehetőségeket keresi. Előtérbe kerülő iparági csoportok például az IT szektor, PC software, biotechnológia és egyéb innovatív iparágak. Majd összeírásra kerül mindazon befektetési lehetőségek csoportjai, amelyre össze kívánják gyűjteni a zártvégű alapot

(Metrick 2007). Az intézményi befektetők (limited partners) megnyeréséhez megfelelő üzleti tervet és alapkezelési szabályzatot készítenek egy új alap létrehozásakor (Szlovák 2006).

Az alapgyűjtés egy hosszú és fáradtságos folyamat, amely eltarthat akár 18 hónapig is, persze ez lehet rövidebb vagy hosszabb is (Klonowski 2010). Jelen leírás során egy sikeresen kivitelezett folyamat lépéseit mutatom be, és rávilágítok a nehézségekre is. Nem könnyű a megfelelő számú befektető meggyőzése, ezért fontos, hogy az alapok múltbeli teljesítménye és hírneve magáért beszéljen. A kockázatitőke-alapok zártvégű alapok, átlagosan 10 évig működnek és a későbbiekben nem lehet újabb befektetőt bevonni. Egy kockázatitőke-társaság nem várja meg, hogy egy alapja kifusson, hanem újat hoz létre 3-5 évente (Ramsinghani 2014).

Az eddigieket összegezve az intézményi befektetők magas hozam reményében befektetnek egy kockázatitőke-alapba, majd az alapot a kockázatitőke-társaság díjazás ellenében kezeli (2. ábra). A kockázatitőke-társaságoknál többféle szereplő dolgozik, ilyen a professzionális befektető, az alapkezelő, más néven a „general partners” (GPs) (Metrick 2007), aki felelős a befektetési döntések meghozatalában, a kialakított portfólió kezelésében és a hozamok biztosításában. Az alapkezelő számára a két legfontosabb szempont a biztos tőkeerő és a tőke teljesen legális forrásból származzon (Szlovák 2006). Továbbá vannak igazgatók, munkatársak és elemzők, akik tevékenykednek a kockázatitőke-társaságban.

Ahogy az alap összegyűlt a kockázati tőkések nyomás alá kerülnek, hogy olyan befektetéseket válasszanak ki, amelyből a legnagyobb megtérülés származik, és így az allokált tőke megtöbbszöröződik (Demaria 2013). Így át is lépünk a következő fázisra a belépésre, amely annyit jelent előzetesen, hogy a megfelelő legjobb befektetéseket választják ki. Ez már az alapgyűjtésnél is hosszabb folyamat, átlagosan 3-5 évet is igénybe vehet, míg az allokált tőke kihelyezésre kerül és felépítik a portfóliót (Ramsinghani 2014). Tényadatokat az átlagos portfólió méretéről, összetételéről nem adok, mert ez országonként, alaponként eltér.

3.2. Belépés

Mielőtt a jelzett struktúra mentén továbbhaladok, előtte meg kell jegyeznem a szakirodalom alapján, hogy ahány szerző, annyi féle lépésre osztják a befektetési folyamat alapgyűjtés utáni egységeit. Persze vannak közös pontok, így a továbbiakban ezeket is szem előtt tartva ismertetem majd a befektetési folyamat további lépéseit. Ezen eltérő folyamatokat nem fogom értékelni, csupán ismertetem. Annak érdekében, hogy összehasonlíthatóak legyenek folyamatábrákat készítettem hozzá, továbbá ennek alapján javasolok egy sikeres befektetési folyamatot.

Klonowski (2010) először ismertette azokat az egyszerűbb folyamatokat, amelyek már a szakirodalomban megtalálhatók, majd ezek alapján javasolt egy új folyamatot. Az első kísérlet a kockázati tőke-befektetési folyamatának leírására az 1990-es évek közepén történt meg. Ebben az esetben 5 részre osztották a folyamatot: üzlet keletkezésére, keresésre/szűrésre, értékelésre, üzlet felépítésére és utó-beruházási tevékenységekre (3. ábra).

3. ábra: Az első kísérlet a kockázati tőke-befektetés folyamatának felépítésére



Forrás: Klonowski (2010) alapján

A második kísérlet során nagyobb hangsúlyt, részletezést tettek a döntéshozói szakaszban. Központba került egy első körös döntéshozatal, és a döntéshozatali kritériumok meghatározása. Így a befektetési folyamat 6 részre oszlott (4. ábra): keletkezés, speciális szűrés, általános szűrés, első körös értékelés, második körös értékelés és zárás (Klonowski 2010).

4. ábra: A második kísérlet a kockázati tőke-befektetés folyamatának szerkezetére



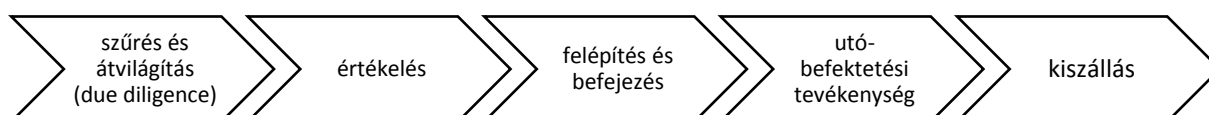
Forrás: Klonowski (2010) alapján

Klonowski (2010) ezektől jóval átfogóbb befektetési folyamatot javasolt, amely a következő 8 fázisból áll: üzlet alkotás, kezdeti szűrés, a due diligence 1. fázisa és belső visszacsatolás, elsődleges jóváhagyás befejezése, a due diligence 2. fázisa és belső jóváhagyás, üzlet lezárása, monitoring és kiszállás. A szerző által javasolt modell egyik egyedi tulajdonsága az, hogy számos jóváhagyási folyamatot határoz meg, amelyen a kockázati tőkésnek végig kell menni annak érdekében, hogy lezárja az üzletet. A kockázati tőke-társaságban elkülöníthetünk jóváhagyási testületeket, úgy, mint befektetési bizottság, és felügyelő bizottság. A legjobb döntéshez pedig folyamatos tárgyalás szükséges a felek között. A másik jellegzetesség, hogy a befektetési folyamat alatt rengeteg dokumentációra van szükség, hogy a megfelelő jóváhagyást biztosítsa, ezáltal minden átláthatóvá és számonkérhetővé válik, és a későbbi döntések során is vissza lehet tekinteni.

Klonowski nem az első, aki sajátos befektetési folyamatot határoz meg. Hairston (2013) tanulmányában a kockázati tőke körüli változásokról és a befektetési folyamatról írt. Az alapgyűjtésen felül, amiről nem tesz említést ugyanúgy 4 egységet említ, ezek rendre a keresésszűrés, kiválasztás, ellenőrzés, és kiszállás.

Golis et al. (2009) az alapgyűjtés meglététől számítva 5 részegységet különít el: szűrés és átvilágítás (due diligence); értékelés; felépítés és befejezés; utó befektetési tevékenység; és végül a kiszállás (5. ábra).

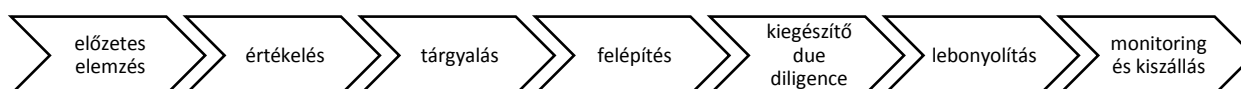
5. ábra: Golis et al. (2009) által meghatározott folyamat



Forrás: Golis et al. (2009) alapján

Demaria (2013) a következő 7 lépésre osztotta a folyamatot: előzetes elemzés; értékelés; tárgyalás; felépítés; kiegészítő due diligence; lebonyolítás; monitoring és kiszállás (6. ábra).

6. ábra: A belépési szakasz lépései Demaria (2013) szerint



Forrás: Demaria (2013) alapján

Cumming – Johan (2014) a befektetési folyamatot 7 egységre osztotta: due diligence; az iparág és a vállalkozás életciklusának kiválasztása, ahol a befektetést végezni kívánják; a tőkebefektetési körök számának meghatározása; értékelés; egyéb befektetők bevonásának megfontolása; az igazgatósági tagságban való részvétel jogának a meghatározása; szerződéskötés.

A folyamatábrákból látható, hogy sokan sokféleképpen tagolják a folyamatot, ezért célokom ezeket figyelembe véve alkotni egy „tökéletes” befektetési-folyamatot. A már korábban vázolt négy lépésből álló körfolyamatot alapnak tekintem, ahol az alapgyűjtés általában minden szerzőnél megegyezik, így ezen nem módosítok, hasonlóan a kiszállással. Néhány szerző például Cumming – Johan (2014) nem is tekinti a kiszállást szerves részeként a befektetési folyamatnak, pedig fontos lesz már az elején is foglalkozni vele. Így a belépés és hozzáadott érték fázisok lesznek azok, amelyeket további részletekre bontok az előbbi szerzők munkái alapján.

A fent említett szerzők írásaiból a következő alfolyamatokat különítem el, és a következő sorrendbe építem fel: keresés és szűrés (screening) a lehetséges portfóliók között, majd lesz egy átvilágítási (due diligence), egy értékelési és kiválasztási szakasz, de ezek más-más megoszlásban, gyakorisággal jelennek meg. Ezek után lesznek olyan egységek, mint az üzlet felépítése (structuring) és tárgyalás lebonyolítása (7. ábra).

7. ábra: A javasolt kockázati tőke-befektetés belépési szakaszának folyamatábrája



Forrás: Saját Szerkesztés

Onnan indulok, hogy a kockázati tőke-társaság számára rendelkezésre áll a kihelyezhető tőke nagysága és vannak előzetes céliparágak. Így már csak a lehetséges portfólióvállalkozásokat kell felkeresni, és majd ezek között szűrést végezni. A megfelelő üzlet felkutatását kétféle stratégia mentén végezhetik a kockázati tőkések. Az egyik az úgynevezett passzív stratégia, ami azt jelenti, hogy a kockázati tőkések az interneten, hálózati eseményeken és hirdetésekön keresztül kapnak ajánlatokat. Majd az így kapott üzleti terveket alávetik egy elsődleges átvizsgálásnak, értékelésnek, majd ha ennek megfelel, meghozzák a döntést és elkezdődhet a tárgyalás. Fontos, hogy ez még nem jelenti azt, hogy tényleges szerződéskötésre kerül sor. A másik az úgynevezett pro-aktív stratégia, ennek esetén a kockázati tőkések előre

meghatározzák azokat a kritériumokat, amely mentén a megfelelő üzletet keresik, és maguk mennek az üzlet után. De az is előfordulhat, hogy egy csapatot hoznak létre, akik az ideális befektetést felkutatják (*Hairston 2013*).

A megfelelő célprojekt szűrésénél az egyik, vagy lehet a legfontosabb szabály a kockázati tőkés számára, hogy az egyik szemével mindig a vásárlásra, míg a másikkal pedig annak eladására fókuszál. Mivel a befektetett tőke csak a kiszállással realizálódik és így tud teljesíteni az intézményi befektetők felé. Így a kiszállás lehetőségének útja nagyban közrejátsszik a szűrés, kiválasztás során. A szűrési folyamat kezdő lépése a beérkező üzleti tervek áttekintése és annak meghatározása, hogy megéri vagy sem egy személyes találkozást. A kockázati tőkésnek jó, ha van egy listája, arra vonatkozóan, hogy miket kell egy elsődleges szűrés folyamán vizsgálni. Ezek a tényezők lehetnek: a piac mérete, az üzlet versenyelőnye, a menedzsment csapat, a tőkeigény, és a vállalkozás múltja (*Golis et al. 2009*).

A befektető sikerét nagyban meghatározza, hogy mennyire alkalmas a megfelelő/jó projekt lehetőség megtalálására. Ehhez egy jól kiépített információs hálóra van szüksége, amelyen keresztül értesülhet a lehetőségekről. Ha van egy lehetőség, akkor megindulhat az előzetes elemzési szakasz, amelynek célja, hogy kialakuljon egy kölcsönös bizalmi kapcsolat a menedzsment csapata és a kockázati tőkés között. Mindezt számos munkamegbeszélés, prezentáció, információ csere, és a vállalat helyzetének elemzése mentén. Többször tesznek látogatást a projektcégnél, és ha minden rendben találnak, akkor egy első jelentést vázolnak. Ez a jelentés segíti a kockázati tőkést annak meghatározásában, hogy van-e értele a további elemzésnek (*Demaria 2013*).

Ha kellő mennyiségű üzleti terv halmozódott fel ilyen vagy olyan úton, akkor ideje ezeknek az elemzésére. Az átvilágítási (due diligence) szakasz során határozzák meg a befektetésben rejlő kockázatok mértékét. Sok olyan tényező van, amely kockázatot rejt egy befektetés során, így ezek átvilágítása elengedhetetlen. Kockázatot hordozhat: a kifejlesztett termék, szolgáltatás gyártása; a piac; a menedzsment; a pénzügyek; az értékelés; és a kiszállás. Emellett számos dokumentum készül a vizsgált vállalkozásról, illetve a partnerek közötti megállapodásokról, díjazásokról (*Gerken – Whittaker 2014*).

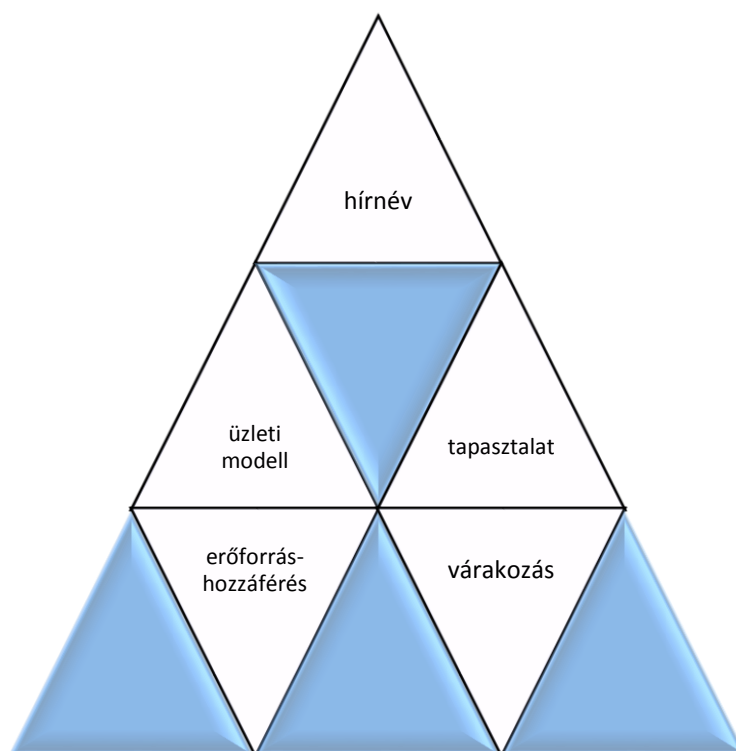
Amennyiben az előzetes lépésekkel odáig jutnak, hogy egy ajánlatot tennének, előtte fontos, hogy a vállalat értékét meghatározzák. A vállalat értékének meghatározása azért fontos, mert ennek alapján képzik a jövőbeli várt megtérülés értékét. Emellett nemcsak a befektetés előtti értéket kell meghatározni, hanem a kiszálláskor is, amely nem könnyű feladat a megannyi kiszámíthatatlan tényező miatt. Ennek jogosultsága abban áll, hogy a kiszállási érték mentén fektetik le a célokat és annak megvalósítási útjait (*Demaria 2013*).

Ehhez megannyi pénzügyi és számviteli mutató (P/E mutató), számítás (diszkontált cash flow módszer) áll a rendelkezésre. Viszont nem minden vállalatot lehet könnyedén értékelni, hiszen egy start-up vagy egy spin-off nem rendelkezik múltbeli adatokkal, amelyekből lehetne a jövőre következtetni (Golis *et al.* 2009).

Úgy tartják, hogy a kockázatitőke-finanszírozás egy művészet és nem egy tudomány. A kockázati tőkés nagy odafigyeléssel választja ki a potenciális befektetéseit, mivel egy rossz döntés végzetes is lehet. Egy befektetés kiválasztásához első körben 4 tényezőt vizsgálnak meg: a menedzsmentet, a piacot, a terméket és a pénzügyeket. Az emberi tőke értékelése a legnehezebb feladat, mivel a többi tényezőre már vannak jól bevált értékelési modellek. *Hairston (2013)* az emberi tényezőnél két aspektust tart fontosnak: az egyik, hogy mennyire motivált a menedzser/tulajdonos és a másik, hogy mennyire képzett. Emellett azt is érdemes vizsgálni, hogy mennyire rátermett vagy tehetséges a vállalkozás tulajdonosa/ vezetője. A kiválasztási egység során fontos még, hogy hatékony legyen a szellemi tulajdon kérdésének átvilágítása.

A klasszikus kockázatitőke-befektetés kritériumai közé a piaci potenciál előtérbe helyezése, a megfelelő minőségű menedzsment előnyben részesítése és a vállalat által biztosított technológia tartozik. A befektetőnek nagy körültekintéssel, alaposággal kell eljárnia a potenciális vállalkozás kiválasztása során. Professzionális szakembereket alkalmaz az átvilágítások során, ezáltal is csökkentve a hibás befektetések kockázatát. Az *EVCA (2007)* által készített empirikus kutatást az európai kockázatitőke-befektetések trendjéről és a befektetések sikerességéről. Ez alapján elmondható, hogy az előbb felsorolt kritériumok egyben a befektetés sikertényezői is. A *8. ábrán* a kockázati tőkés sikertényezőinek bemutatása látható egy piramisforma segítségével. A piramis csúcsán a kockázati tőkés hírneve helyezkedik el. A hírnév ebben az esetben egyaránt a jövőbeli célok elérését biztosítja, azaz alapgyűjtést, másrészt jelzésértékű az adott piac szereplői felé. Egy erős és pozitív hírnév eléréséhez tapasztalat, várakozás, erőforrás-hozzáférés és sikeres üzleti modell szükséges, amelyeket a piramis alapjának szegmensei reprezentálnak (*EVCA 2007*).

8. ábra: A kockázati tőkés sikerpiramisa



Forrás: EVCA (2007) alapján

A befektetés időhorizontján elindulva a tényleges befektetés előtti időszakban már megkezdődik a kockázati tőkés jelenlétének pozitív hatása. Hogy a potenciális vállalkozás felhívja magára a kockázati tőke figyelmét, ahhoz a vállalkozásnak attraktívnak kell lennie. A megfelelő vállalkozási kép kialakításához javító tevékenységeket, úgymint átszervezési intézkedéseket szükséges végrehajtani, így a vállalkozás értéke növekedési pályára kerül (Luukkonen-Maunula 2006, Maunula 2006).

A kockázati tőkés értékteremtő tevékenységének mértéjéhez a megbízó-ügynök elmélet szolgál alapul. Az információs aszimmetria csökkentése érdekében a kockázati tőkés aktív szerepet vállal (Black 1998). A kockázati tőke-alapok az átvilágítás végrehajtása és az ezt követő „due diligence” (kellő óvatosság elve) kiválasztási folyamat során szembesülnek az információs aszimmetria problémájával (Alemany-Martí 2006). Az átvilágítási, kiválasztási mechanizmusok, mint a kockázati tőke értékteremtő tevékenységei csökkentik az aszimmetriából adódó nehézségeket és növelik a kiválasztott vállalkozás értékét is (Maunula 2006). Előljáróban megjegyezném, hogy a vállalkozás érték-növekedésének mértékét csak a kiszállás által lehet realizálni, amelyet nehéz előre megbecsülni.

A következőkben a befektetési körfolyamat kiválasztási fázisát ismertetem *Tybjee - Bruno (1984)* alapján. Abból indultak ki, hogy az alapkezelő összegyűjti a megfelelő tőkemennyiséget, így a kiválasztási folyamat első szakasza elkezdődik, amely abból áll, hogy a kockázattőke-befektetők az egyes üzletekre, cégekre befektetési lehetőségként tekintenek. Legjobb esetben több száz vállalkozástól érkezik be üzleti terv, amely alapján az első körös szűrés elvégezhető. Így át is léptünk a második szakaszba, ahol a befektetési lehetőségek számát kezelhető mértékűvé szűkítik mélyebb értékelés alapján. Általában ezek olyan befektetések, amelyekben megvan a kellő potenciál a növekedésre, és így érdemes további időt és pénzt áldozni a tárgyalások megkezdésére. A szerződés aláírását még egy lépés előzi meg, ezt nevezzük értékelési szakasznak. Ebben a fázisban két lépést végeznek el, még hozzá a megfelelő mennyiségű és minőségű információ megszerzését és ennek az értékelését a sajátos kritériumrendszer alapján. A megfelelő információt *Fried és Hisrich (1994)* szerint például a következő forrásokból tudják beszerezni a befektetők: a vállalkozás vezetőivel való megbeszélések és a vállalat által készített pénzügyi előrejelzések mélyvizsgálata. Így a rendelkezésükre álló információkat értékelik a sajátos kritériumrendszerük alapján. A szakirodalom alapján összesítettem a legfőbb kritériumokat táblázatos formában (7. táblázat).

7. táblázat: A kiválasztási kritériumok összesítése a szakirodalom alapján

	WELLS (1974)	POINDEXTER (1976)	TYBJEE & BRUNO (1984)	MACMILLAN ET AL. (1985)	MACMILLAN ET AL. (1987)	GOMPERS, KAPLAN ÉS MUKHARLYAMOV (2015)	EMLÍTÉSEIK SZÁMA
Kockázati-tőke-társaság elvárásai							
Kiszállási lehetőségek		x	x	x			3
Tulajdonrészesedés		x					1
Technológiai, termék és piaci jártasság			x				1
Pénzügyi információk rendelkezésre állása			x				1
Földrajzi elhelyezkedés			x				1
Befektető kontrollja		x					1
Befektetői csoport	x						1
Megtérülés		x					1
Kockázat		x					1
Befektetés mérete		x	x				2
A vállalkozás fejlődési szakasza	x	x	x				3
Az ajánlat jellemzői							
További anyagok szükségessége	x						1
A terv állapota	x						1
A vállalkozó/menedzsment jellemzői							
Kockázat-felmérési képesség				x			1
A vállalkozás átlátottsága					x		1
Háttér/tapasztalat	x	x			x	x	4
Hosszantartó erőfeszítésre való képesség				x			1
Vezetői képességek	x	x	x	x	x	x	6
Vezetői elkötelezettség	x					x	2
Referenciák	x						1
Érdekltség a cégben	x						1
Az ajánlott üzlet természete							
Termék/piac megfontolás	x		x				2
Üzleti terv						x	1
Az ajánlat iparágának gazdasági környezete							
Piac vonzósága			x	x		x	3
Potenciális méret	x						1
Technológia	x						1
Veszélyeknek való ellenállás			x				1
Az ajánlott üzlet stratégiája							
Termékdifferencia			x				1
Szabadalmazott termék	x			x	x		3

Forrás: Fried - Hisrich (1994); Hall - Hofer (1993); Khanin et al. (2008); Kollmann - Kuckertz (2009); Macmillan et al. (1985); Tyebjee - Bruno (1984); Gompers et al.(2015)

Ebből kiemelnék néhány kritériumkört, amelyet a későbbiekben felhasználok a 4.2. fejezetben; ilyen a vállalkozó személyisége, elkötelezettsége, képessége, tapasztalata, továbbá a vállalkozás tulajdonságai, vagyis milyen a termék/ szolgáltatás karaktere, illetve fontosak a piaci viszonyok, és természetesen az adott pénzügyi rendszer fejlettsége. A kritériumok közötti rangsor befektetőnként eltér, de egyöntetű egyetértés figyelhető meg abban a tekintetben, hogy legfontosabb szempont a befektetőnek mégis a vállalkozó rátermettsége, tisztességessége, tapasztalata. Ez igen szubjektív tényező, de a kockázati tőkések mindig olyannal működnek együtt, aki szimpatikus. Mindemellett további fontos szempont a kiszállás lehetőségének kérdése, a piaci növekedés mértéke, vagy a termék karaktere.

Egy friss amerikai felmérés (*Gompers et al. 2015*) szerint, amelyben 79 magántőke-társaságot kérdeztek meg a befektetéseik értékelése kapcsán, a következő tényezőket rangsorolták a befektetések közötti választás esetén. A kérdőívben résztvevők szerint a legfontosabb szempont a potenciális vállalkozás üzleti modellje. Ezt követi közel azonos súllyal a menedzsment csapat minősége, a kockázati tőkés képessége az értékteremtésre és maga a vállalati érték. A potenciális cég iparága és az, hogy hogyan illik bele a cég a magántőke alapjába a legkevésbé fontos tényezők voltak.

Az információ beszerzése a mai világban már nem olyan nehéz, köszönhetően az internetnek. A gyakorlati tapasztalatok alapján egyéb új eljárásokat is használnak egy potenciális befektetés kockázatának megítélésénél. Ilyen lehet például a tulajdonos korábbi vállalkozásainak teljesítményének értékelése, illetve a közösségi oldalak elemzése.

Amennyiben a megfelelő értékelés alapján zöld utat kap a befektetés, akkor az üzlet felépítésének, vagyis a pénzügyi támogatás és a tulajdonosi jogok mértékének cseréjét létfontosságú meghatározni. Mivel minél több tőkét helyez ki a kockázati tőkés, annál nagyobb ellenőrzési jogkört, aktív beleszólást kér cserébe (*Demaria 2013*).

Ebben a szakaszban a legfontosabb felismerés az, miszerint a kockázati tőkés és a cégtulajdonos céljai különbözőek. Ezalatt azt értem, hogy a cégtulajdonos kevés tulajdonrészt akar adni sok pénzért cserébe, míg a kockázati tőkés kevés pénzért sok tulajdonrészt vár el. Mindemellett muszáj a közös cél elfogadása, mert e nélkül csak mindkét fél rosszul jár. A közös cél a vállalkozás értékének megsokszorozása kell, hogy legyen, melynek elérési módja esetenként eltérhet. Ha sikeres a megegyezés az ügylet felépítésében, akkor ezt írásba is foglalják egy úgynevezett „term sheet” magyarul befektetői szándéknyilatkozat keretében. Ebben fogalmazzák meg a legfontosabb kikötéseket, úgy, mint például a megegyezés kilépési mechanizmusát vagy az igazgatósági tagság által biztosított jogokat és feladatokat (*Golis et al. 2009*).

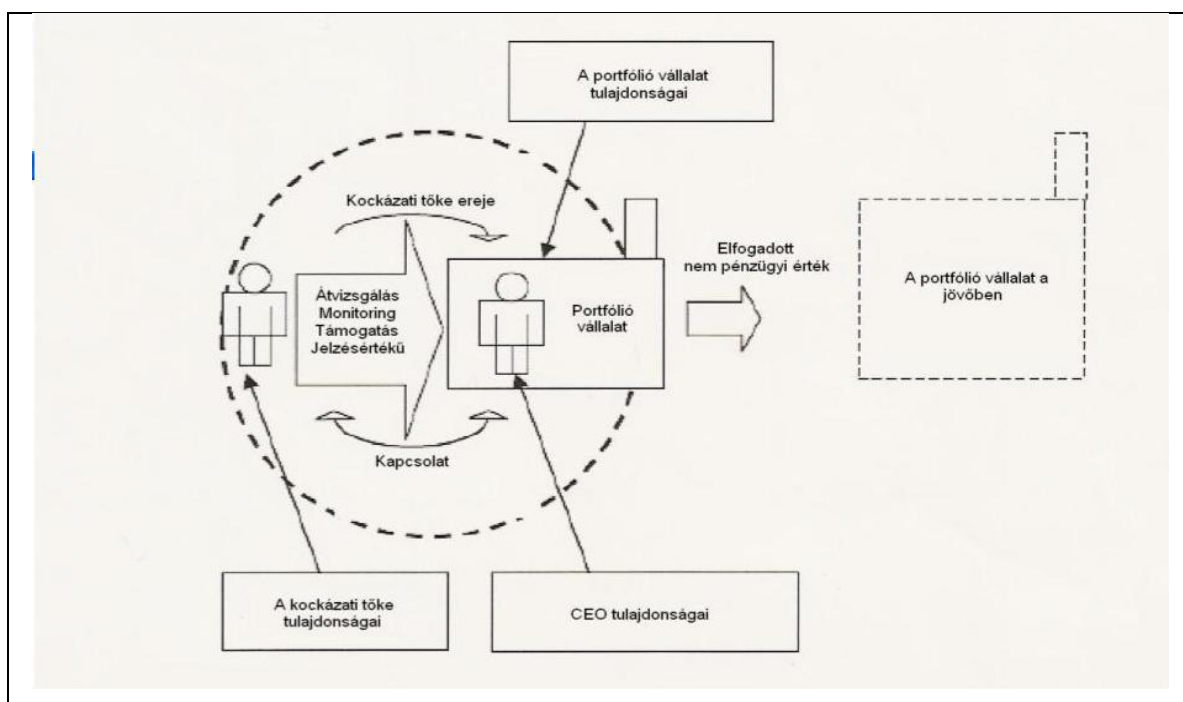
A fennmaradó kérdések megválaszolására van még lehetőség az úgynevezett kiegészítő due diligence szakasz esetén. Ez azt jelenti, hogy felülvizsgálják a pénzügyet, a gazdasági környezetet, társadalmat, adózást és egyébeket. Végül elérkeztünk az utolsó egységhez, a tárgyaláshoz és annak lebonyolításához. Ebben a szakaszban a feleknek mindent meg kell tenniük, hogy csökkentsék a véletlen változókat és a legjobb tudásukat biztosítsák a cég számára. Ha minden rendben van, és meg tudnak egyezni, akkor megírásra kerül a „term sheet”, amelyet a projekt cég akár vissza is utasíthat vagy akár a kockázati tőkés is visszaléphet. A lebonyolítási szakasz során a jogi dokumentumok előállítása történik meg és ezzel a befektetési szakaszt lezártak lehet tekinteni (*Demaria 2013*).

A tekintetben, hogy megkötetik a szerződés és elindul a közös munka, ez tekinthető egy egység, a belépés lezárásának, ezután következik a befektetés utáni tevékenységnek nevezett rész. Ide tartozik a kockázati tőkés aktív szerepvállalása által megvalósuló értékteremtés, amely átvezet a befektetési körfolyamat harmadik fázisára, a hozzáadott értékre. A kutatások alátámasztják, hogy a kockázati tőkés jelenléte a portfólió vállalkozásban hatással van annak teljesítményére. Két dolgot említ *Hairston (2013)*, ami miatt jelentős a jelenlét. Az egyik, hogy ezáltal csökken az aszimmetrikus információból adódó költség a portfólió cég és a kockázati tőkés között. A másik, hogy olyan képességekkel rendelkezik a kockázati tőkés, amellyekkel a vállalat értékét növelni tudja. Ezt hozzáadott érték teremtésnek nevezik. Így át is lépnek a következő nagy részegységbe, a hozzáadott érték fázisba.

3.3. Értékteremtés

Többféle értékteremtési utat lehet elkülöníteni korábbi empirikus vizsgálatok (Meerkatt et al. 2008, Private Equity Council 2007a, Private Equity Council 2007b, Rosenstein et al. 1993, Sapienza et al. 1996) alapján. Az eredmények átláthatósága érdekében Maunula (2006) által összegyűjtött tanulmány segítségével kategorizálom az értékteremtési mechanizmusokat. A 9. ábrán bemutatásra kerül ezen értékteremtő folyamatok és ennek teljes körű mechanizmusa. Négyféle értékteremtési utat különítettek el, úgymint átvilágítás, szűrés; monitoring és kormányzás; jelzés (signalling) és egyéb nem pénzügyi támogatások.

9. ábra: A kockázati tőkés értékteremtő mechanizmusa



Forrás: Maunula (2006) alapján

Az értékteremtési folyamat meghatározó elemei közül ki kell emelni a portfólióvállalat tulajdonságát, a vezérigazgató személyét (CEO/Chief Executive of Officer), a kockázati tőke és a vezérigazgató közötti kapcsolatot és a kockázati tőkés által nyújtott értéket, amelyet a portfólióvállalat felé közvetít. Mindezen elemek mellett megjelennek a fentebb említett átvilágítási, monitoring, támogatási és jelzésértékű folyamatok, amelyek erősítik a kockázati tőke-befektető által közvetített értékek megvalósulását. Végeredményül egy nagyobb értékkel rendelkező vállalatot kapunk (Maunula 2006). Az értékteremtő folyamatok bemutatása és összehasonlítása előtt kitérek az ügylet megvalósulásának menetére.

A következőkben a kockázati tőke-befektetés folyamatábráját használva ismertetésre kerül a kockázati tőkés hozzáadott értékteremtő mechanizmusa elméleti megközelítésben. Ahhoz, hogy sikeres legyen a befektetés, a kockázati tőkének sokkal többet kell nyújtania, mint egyszerű pénzügyi injekció. A kockázati tőkés aktív szerepe lehetővé teszi számára, hogy növelje a portfólióvállalat versenyképességét azáltal, hogy javítja a belső vállalati működést. *Private Equity Council (2007a)* arra az eredményre jutott, hogy a magántőke-piac befektetéseinek elemzése során a befektetések bukását elsősorban az okozta, hogy a kockázati tőkés képtelen volt fundamentális javítást végrehajtani a vállalat működésében. A kockázati tőke tapasztalatot szolgáltat, megfelelő környezetet alakít ki, irányítási és működési tevékenységek biztosít és egy hatékony tulajdonosi szerkezetet épít fel.

Az *Ernst&Young (2007)* elemzése szerint, amely amerikai és európai cégeket vizsgált meg, a kockázati tőke-befektetők egy új lendületes stratégiai tervet vezetnek be a portfólióvállalatnál a minél gyorsabb növekedés és siker érdekében. A stratégiai terv új üzleti modell felállítását és új menedzsment kiválasztását jelenti. Az új üzleti modell jelentősége, mint a befektetés sikerkritériuma abban áll, hogy egy jól meghatározott, átlátható növekedési pályát teremtet a portfólióvállalkozások számára, amely betartására a kockázati tőkés aktív részvétellel reagál. Az új üzleti modell felállítása egybeesik a kockázati tőkés színrelépésével a vállalatvezetésben. A vállalkozás vezetésében való részvétel jelentősége abban áll, hogy a kockázati tőke általi korábbi átvilágítás során fel nem derített információk most felszínre kerülnek, és egyúttal lehetőség nyílik a menedzsmenttel való szoros együttműködésre a hatékony terv megvalósítása érdekében (*EVCA 2007*).

A fentebb említettekhez a kockázati tőkés aktív jelenléte elengedhetetlen. Mivel a vállalati teljesítménymodell a vállalkozás és a vállalkozó tulajdonságainak problémájára helyezi a hangsúlyt, így a kockázati tőkés, mint a stratégia-alkotó aktív értékteremtő tevékenysége révén fejti ki hatását, azáltal, hogy kiegészíti a vállalkozás kompetenciáit (*Becskyné Nagy 2008*). *Gorman-Sahlman (1989)* tanulmánya bizonyította, hogy a kockázati tőkés az idejének a felét ellenőrzéssel és befektetéssel kapcsolatos tevékenységekkel tölti a portfólióvállalatnál (*Maula 2001, Private Equity Council 2007b*).

A kockázati tőkés értékteremtésének másik útja a megfelelő mennyiségű pénz biztosítása mellett a szoros kapcsolat kiépítése és fenntartása a portfólióvállalat menedzsmentjével. A kockázati tőke-befektetőket a vállalati jelenlétük milyensége alapján lehet kategorizálni. A kockázati tőke által képviselt partnerek vagy teljes körűen részt vesznek, vagy egyáltalán nem kívánnak élni felügyeleti és beleszólási jogukkal (*Sapienza et al. 1996*).

A kockázati tőke-befektetések egyik problémája az információs aszimmetria jelenlétéből adódik, mivel a hivatalban lévő menedzsment nem osztja meg az összes rendelkezésre álló információt. A probléma megoldásának eszköze a kockázati tőkés nagyobb fokú szoros monitoring tevékenysége, az irányításra való kényszer és az aktív részvétel a befektetésben (*Gompers 1995, Lerner 1995*).

Azáltal, hogy a kockázati tőkés részt vállal az emberi erőforrás menedzsmentben, hozzájut nem publikus információkhoz a vezetők képességeiről és képzettségeiről egyaránt. A vállalat értéke függ a felső vezetés tudásától, képességétől és tapasztalatától. A kockázati tőkés aktív részvétele az új menedzservonal kiválasztásában, toborzásában elengedhetetlen, mivel a kapcsolati hálója alapján professzionális szakembereket tud biztosítani a portfólióvállalat részére. A jól megválasztott menedzser a kockázati tőkés által növeli a társaság hatékonyságát és ennek következtében csökkenti a várható menedzseri kockázatot (*Calomiris et al. 2006*).

Az ellenőrzés és kormányzás minősége, mint értékteremtési mechanizmus vállalkozásonként eltérő formában jelenik meg. A kockázati tőkés és a vezérigazgató közötti személyes viszony határozza meg a befektető irányításban és ellenőrzésben való részvételét. A megbízó-ügynök modellből adódó információs aszimmetria kockázatának csökkentése érdekében a kockázati tőkés növeli a monitoring tevékenységét (*Wijbenga et al. 2003*). A rendszeres beszámolók és jelentések készítése a problémák gyorsabb felderítése által növelik a vállalat hatékonyságát. A vezérigazgató és a kockázati tőkés közötti hosszabb távú munkaviszony enyhíti a megbízó-ügynök problémát és csökkenti az ellenőrzői tevékenység fokát (*Sapienza et al. 1996*).

Nagyon gyakran használt eszköz a teljesítmény ellenőrzésére a hatékony beszámoló rendszer kiépítése mellett a teljesítményösztönző rendszer alkalmazása, amely lényegében a kockázati tőkés és a menedzsment között létrejövő írásbeli szerződést jelent az ügynöki költségek, és a bizonytalanság csökkentése érdekében (*Maunula 2006*).

A kockázati tőkés további ellenőrzést szolgáló eszköze az igazgatósági tagság. Az igazgatóságban való szerepvállalás azt jelenti, hogy egyrészt közvetlen tanácsokkal tud szolgálni a menedzsment számára, másrészt közvetlenül tudja felügyelni a vezetőség munkáját. A tanácsadás ebben az esetben, mint értékteremtő tevékenység jelenik meg. A kockázati tőkés értékes tudása, tapasztalata, kapcsolati rendszere révén hasznos javaslatokat ad problémákra. Abban az esetben, ha a kockázati tőkés tagja az igazgatóságnak, akkor nemcsak a befektetett tőkéje után vállal felelősséget, hanem az összes érdekeltnek biztosítékot nyújt. A felelősség csökkentése végett, néhány esetben csak képvisellel bír az igazgatóságban (*Maunula 2006, Luukkonen-Maunula 2006*).

A kockázati tőkés jelenléte az átvilágítást követően az adott befektetés piacán jelzésértékkel bír más befektetők, alapok számára (*Alemany-Martí 2006*). A vállalkozás pozitív pozíciója a piacon elősegíti a jövőbeli kiszállás (tőzsdére történő bevezetés vagy szakmai befektetőnek való értékesítés legjobb megvalósítását, mivel a kockázati tőke jelenléte növeli az adott portfólióvállalat értékét. A bizonytalan környezetben a vállalkozás felé egyfajta megerősítéssel bír a kockázati tőke jelenléte (*Maunula 2006*). Korábban már utaltam a kiszállás során realizálható várható értéknövekedés mértékének meghatározására, most újra jelzem, hogy a jelzésérték szerepe is csak a kiszállási terv megvalósulása során érzékelhető.

Az értékteremtés modellje az évek során egyre komplexebbé és kifinomultabbá vált. Lényegi eleme pedig az alapvető értékteremtés. A versenyhelyzet kiéleződése miatt a magántőke-alapoknak tovább kell fokozniuk az értékteremtő tevékenységeket és még professzionálisabb képességekkel kell rendelkezniük (*Meerkett et al. 2008*).

Azok a vállalatok, amelyek kockázati tőke-finanszírozásban részesülnek, nemcsak anyagi forrásnak tekintik a kockázati tőkét, hanem mint egy „intelligens” forrást is (*Alemany-Martí 2006*). Nemcsak a kockázati tőkés tevékenysége az, amely értékteremtő, hanem maga a kockázati tőke is az értékteremtés forrása. Mivel a befektető nagy mennyiségben és kevesebb megkötéssel szolgáltatja a kockázati tőkét a vállalkozásnak, mint a bank a hitelt, így az új tőkestruktúra létrejöttével hatékonyabb tőkefelhasználás valósítható meg. A biztosított tőke mellett a magasabb hatékonyság elérésére a kockázati tőkés pénzügyi kapcsolatait, tudását is a vállalat rendelkezésére bocsátja (*Private Equity Council 2007b*).

Az előbb már utaltam a nem pénzügyi támogatásokra, amelyeket a kockázati tőkés aktív részvétele biztosít a vállalkozás számára. A kockázati tőkés értékteremtő tevékenységéről szóló tanulmányokból széles irodalom áll rendelkezésre (*Fredriksen et al. 1997, Ehrlich et al. 1994, MacMillan et al. 1988, Rosenstein et al. 1993, Maunula 2006, Maula 2001, Luukkonen-Maunula 2006, Alemany-Martí 2006, Meerkett et al. 2008*). Egy összesítő táblázat összeállítása segítségével kívánom felvázolni az elméletből megismert legfontosabb értékteremtő tevékenységeket. A 8. táblázat tartalmazza azon tanulmányok legfontosabb adatait, amelyek alapján átfogó képet kívánok nyújtani a kockázati tőkés sokszínű tevékenységéről.

8. táblázat: A kockázati tőkések értékteremtő tevékenységei

Kutatók (év)	Válaszadók	A kockázati tőkések értékteremtő tevékenységei
MacMillian et al. [1988]	Kockázati tőkések	Tanácsadó testület Alternatív forrás a tőkefinanszírozásban Pénzügyi és működési teljesítmény ellenőrzése
Gorman-Sahlman [1989]	Kockázati tőkések	Alternatív források biztosítása Stratégia és működés tervezése Új menedzsment toborzása
Timmons-Sapienza [1992]	Vállalkozói vezetők	Tanácsadó testület Pénzügyi tanácsadó Mentor és edző Barát és bizalmas Új menedzsment toborzása Szakmai kapcsolatok
Harrison-Mason [1992]	Kockázati tőkével finanszírozott vállalatok	Üzleti és stratégiai modell kifejlesztése Tanácsadó testület Pénzügyi és működési teljesítmény ellenőrzése Személyes motiváció Humán erőforrás menedzsment Elemző tevékenységek nyújtása
Fredriksen et al. [1992]	Menedzsereket és kockázati tőkések	Üzleti fejlődés Partner Humán erőforrás menedzsment Tudása révén beleszól a termelésbe
Rosenstein et al. [1993]	Vezérigazgatók	Tanácsadó testület Pénzügyi és működési teljesítmény ellenőrzése Vezérigazgatók toborzása, áthelyezése
Erlich et al. [1994]	Kockázati tőkével finanszírozott vállalatok	Tanácsadó testület Alternatív forrás a tőkefinanszírozásban Pénzügyi teljesítmény ellenőrzése Stratégia-tervezés
Fried-Hisrich [1995]	Kockázati tőkések és menedzsment	Humán erőforrás menedzsment Vállalati teljesítmény ellenőrzése Kapcsolatrendszer nyújtása Támogatást és üzleti tudás biztosítása Növeli a vállalkozás megítélését

Forrás: Fredriksen et al. (1997) és Maunula (2006) alapján

Az értékteremtő tevékenységek összefoglalását megelőzően a megkérdezett válaszadók összetettségét szeretném kiemelni. A kockázati tőkések értékteremtő tevékenységéről érdeklődtek magától a kockázati tőkéstől, a portfólióvállalat vezérigazgatójától és menedzsmentjétől. A válaszadók személyétől függően találunk megegyező és eltérő eredményeket egyaránt. Így a feltételezhető eltérések, amelyek az egyéni érdekek miatt állnak fenn, a minta heterogenitásából erednek.

A kutatási eredmények értékteremtő tevékenységeit külön csoportokra tagolhatjuk szerepkörök alapján, amelyet a 9. táblázatban tüntettem fel. Így megkülönböztettünk stratégia szerepkört, támogató szerepet és kapcsolati hálóval rendelkező szerepet.

9. táblázat: Kiemelt értékteremtő tevékenységek csoportosítása

Stratégia szerep	Támogató szerep	Kapcsolati hálóval rendelkező szerep
Tanácsadó testület	Mentor/Tréner	Menedzsmenttoborzó
Stratégia tervezés	Barát/Bizalmas	HR tevékenység
Pénzügyi szakértő		Ipari és szakmai kapcsolatok
Pénzügyi és működési tevékenység ellenőrzése		Tapasztalat, tudás

Forrás: Fredriksen et al. (1997) és Maunula (2006) alapján

Az egyik legelterjedtebb és a legtöbb értéket biztosító tevékenységet a kockázati tőkés a *tanácsadói szerep* betöltésével nyújtja, *MacMillian et al. (1988)*, *Rosenstein et al. (1993)*, *Erlich et al. (1994)* kutatások mind ezen állítást igazolják.

Gorman-Sahlman (1989), *Fredriksen et al. (1992)* és *Erlich et al. (1994)* által végzett vizsgálatok alapján elmondható, hogy a megkérdezett kockázati tőkések és a vállalatok szerint egyaránt az üzlet és stratégia tervek kidolgozása és tervezése során a kockázati tőke értékteremtő tevékenységet folytat, mivel egy jól felépített üzleti tervvel a vállalkozás növekedési pályára kerül és a vállalati érték nő.

A pénzügyi és működési teljesítmény ellenőrzését *Gorman-Sahlman (1989)* és *Fredriksen et al. (1992)* tanulmányok kivételével értékteremtő tevékenységként határozták meg. Az ellenőrzés az egyik legerősebb és leghatékonyabb eszköz a vállalkozás felügyeletére. Már korábban is utaltam ennek jelentőségére. A szoros ellenőrzés és felügyelet mellett, mint *bizalmas barát* jelenik meg a kockázati tőkés a vezetőség számára. *Fredriksen et al. (1992)* a támogató szerepvállalást tekinti értékteremtőnek az ellenőrzéssel szemben. A kockázati tőkés és a vállalati vezérigazgató közti kölcsönös bizalom elengedhetetlen.

A kockázati tőkés kapcsolatrendszere által új hatékonyabb menedzsment kialakításával a vállalat eredményessége mutatkozik meg *Gorman-Sahlman (1989)*, *Fredriksen et al. (1992)*, *Rosenstein et al. (1993)* és *Fried-Hisrich (1995)* által készített tanulmányokból. A kockázati tőkés human erőforrás menedzsment tevékenységek ellátásával hozzájárul a meglévő vezetőség javításához is.

A kockázati tőkés pénzügyi és egyéb kimagasló tudással, kapcsolatrendszerrel rendelkezik, amely a menedzsment munkáját segíti elő. *Fried-Hisrich (1995)* és *Fredriksen et al. (1992)* kutatási eredményei támasztják alá a kockázati tőkés szakmai tudása által nyújtott értékteremtő képességet.

Külön kiemelném *Fried-Hisrich (1995)* kutatási eredményét, miszerint a kockázati tőkés önmagában pozitív jelzéssel bír az adott piac szereplői felé, amely a vállalat megítélését növeli.

Továbbá kockázati tőkével finanszírozott vállalatok szerint a kockázati tőkés személyes részvétele motivációs erővel bír.

A kockázati tőkés jelenléte a vállalkozás életciklusához igazodva változik. A korai szakaszban lévő vállalkozások számára, amelyek kevesebb tudással, tapasztalattal rendelkeznek, a kockázati tőkés láthatóan jóval nagyobb értéket tud teremteni, mint egy érettebb státuszban lévő cégnél (*Maunul 2006*).

Sapienza et al. (1996) kutatása alapján a legtöbb értéket a stratégiai szerep betöltésével éri el a kockázati tőkés, legkevesebbet pedig az operációs szintű (menedzsment, kapcsolati háló) tevékenységével. Érdekes hangsúlyozni, hogy a kockázati tőkés magasabb fokú értéket teremt abban az esetben, ha a csoport-motiválásról vagy akár a vezérigazgatóval való viszonyáról beszélünk. Általánosságként arra a következtetésre jutottak *Sapienza és szerzőtársai*, hogy a kockázati tőkésnek nem feltétlenül szükséges részt venni az üzemi tevékenységben.

Az eddigi kutatásokat összegezve elmondható, hogy a kockázati tőke-befektetők értéket adnak tanácsadással, a hálózati kapcsolat alkalmazásával és elsődleges hírnevükkel, amely ajtókat nyit meg a vállalkozás előtt (*Maula 2001*).

A hozzáadott érték nagyságát befolyásolja a kockázati tőkés sokoldalúsága és a részvételének foka (*Maunula 2006*). A vállalkozás sikere nemcsak attól függ, hogy a kockázati tőkés mennyi értéket nyújt a vállalkozás számára, hanem attól is, hogy a menedzsment team mennyire képes hasznosítani ezen hozzájárulásokat. Abban az esetben, ha a menedzsment kevesebb tudással rendelkezik, akkor jobban elfogadja a kockázati tőkés tanácsait. Továbbá a működési és operatív támogatás értéke nagyobb, ha a feladatok bonyolultabbak és bizonytalanabbak (*Barney et al. 1996*).

Fried-Hisrich (1995) észlelték, ha kisebb tőkeerejű a vállalkozás, amelyet finanszíroz a kockázati tőkés, akkor a pénznek jóval nagyobb hatása volt a vállalkozásra, vagyis erősebb függőségi kapcsolat alakult ki a befektető és a vállalkozás között. A személyes viszonyok közti erősséget a menedzseri bizalom és a befektető véleményének tisztelete határozta meg.

Sapienza (1992) kutatótársaival a környezet-specifikus tényezőket továbbá a kockázati tőkés és a vezérigazgató közti viszonyt vizsgálták meg, mint az értékteremtést befolyásoló elemeket. Környezet specifikus tényezők alatt a vállalat életkorát, az innovációs törekvés mértékét, a versenysztratégiát, a környezeti bizonytalanságokat, a tapasztalatok szintjét, minőségét és a földrajzi távolságot értjük. Az értékteremtő folyamatot befolyásolja a kockázati tőkés és a vezérigazgató között megvalósuló megbeszélések gyakorisága és nyitottsága, a jövőbeli elképzelések különbözősége.

Sapienza et al. (1996) tanulmánya bizonyította, hogy a kockázati tőkések akkor nyújtják a legtöbb hozzáadott értéket a vállalatok számára, ha a vállalkozás már érett, vagy ha magas fokú bizonytalanság állt fent. *Maula (2001)* tanulmányában a következő érdekes vizsgálati eredményekről számol be. A vállalat stratégiájába való beleszólás pozitív kapcsolatban áll a kockázati tőkés igazgatóságban való részvételével. A nyitottság és az őszinteség nagyobb foka a vezérigazgató és a tulajdonosok között pozitív hatású a teljesítményre. A monitoring és a kontroll mértéke függ az üzleti és ügynöki kockázat szintjétől. *Maula (2001)* az aszimmetrikus információt kapcsolatba hozza az ellenőrzés növekvő gyakoriságával. A kockázati tőkebefektető kiválósága és a vállalkozás bizonytalansága bizonyítható hasznokat eredményez.

Összegzésképp elmondható, hogy ahány tranzakciós ügylet, annyiféle befolyásoló tényezőt lehet találni. Nem lehet általánosítani, hogy most melyik a legjobb vagy leghatékonyabb értéknövelő tényező (*Maunula 2006*), mivel egyedi esetekről beszélünk minden vállalkozás esetén. A vállalat tulajdonságaival kapcsolatban a vizsgálatok azonban azt mutatták, hogy minél fiatalabb, kockázatosabb, és kevesebb tapasztalattal rendelkezik egy vállalkozás, annál szívesebben fogad odafigyelő segítséget a kockázati tőkéstől (*Maula 2001*).

3.4. Kiszállás

Egy sikeres befektetés értéke a kiszállás révén realizálódik. Ehhez elengedhetetlen a kockázati tőkés kiszálláshoz való képessége (*Ernst&Young 2007*). Így az utolsó kritérium egy sikeres befektetéshez a kiszállás alapos megtervezése.

A kilépési lehetőségek tervezése során számos tényező együttállása határozza meg a kiszállás végső formáját. Így nem lehet elég korán kezdeni a tervezést valamint a kilépés megtérülésének biztosítását. A biztosítékokról (elsőbbbségi részvényről, opciókról) már a befektetési szerződésben is megállapodhatnak (*Becskyné Nagy 2008*). Azáltal, ha a kockázati tőkés több energiát fektet a vállalkozás menedzselésére, teljesítményének növelésére és a jó hírnévre, akkor nagyobb esélye van a sikeres exit megvalósítására (*Wall-Smith 1999*).

A befektetési stratégia megalkotása a jövőbeli célok figyelembevételével jön létre. A kilépési fajták közti választás lehetőségét befolyásolja a tőkepiac helyzete és a vállalkozás szűkebb piaci környezete. A kiszállást akadályozó külső tényező lehet a tőzsde érzékenysége az első nyilvános részvénykibocsátás esetén vagy a stratégiai befektető találásának a nehézsége. A kiszállás esetén további probléma forrása lehet a menedzsment és a tulajdonosok rossz együttműködése (*Becskyné Nagy 2008*). A kiszállási problémák közé tartozik az időzítés és a kiszállás módjának megfelelő megtervezése, amit nem lehet elég korán elkezdni. Említettem korábban, hogy a kockázati tőkés fél szemmel mindig a kijáratot, vagyis az exit-et keresi, így annak lehetséges kimenetelére már a befektetés megkezdésekor alternatívákat gyárt, és ezzel felkészül arra, hogy ha időközben valami váratlan történik, akkor újra lehet tervezni (*Gompers – Lerner 1999*).

Az érdekeltek érdekének összhangja határozza meg, hogy a kiszállás megvalósítása milyen körülmények között történik. Az érdekeltek között vannak az igazgatósági tagok, az alapítók és CEO-k illetve a közönséges részvényesek. Természetesen az igazgatóság gyakorolja a legnagyobb befolyást, de más érdekeltek is fontos szerepet kapnak a kiszállás tervezésében. *Ramsinghani (2014)* öt kiszállási előfeltételt ismertet, amelyek közül az egyik az érték felhajtása, melynek kedvező feltétele a gyors értékesítés és terjeszkedés, illetve a piacon vezető pozíció betöltése, míg kedvezőtlenül hathat az érték növekedésére a lapos növekedés, lassulás. A következő előfeltételt az igazgatóság és a befektetők közötti összhang jelenti, továbbá szükséges még az összhang az igazgatóság és a menedzsment között is. Emellett szükséges még a piaci kereslet, vagyis vásárlók sokasága, amelyhez szorosan kapcsolódik a makrogazdasági helyzet pozitív alakulása.

A kiszállási módokról részletesen *Becskyné Nagy – Biczók (2006)* tanulmány ad mélyreható ismeretet, amely kiemeli az egyes módok előnyeit és hátrányait és rávilágít arra, hogy a legnagyobb hozamkilátások az IPO-val (első nyilvános tőzsdei kibocsátással) érhetőek el, amellett hogy a legköltségesebb és a leghosszabb ideig tart. A hátrányokat leszámítva a tőzsdén keresztül történő kiszállás egy fontos jelzéssel bír a piaci szereplők számára és a kockázati tőkésnek pedig nagy elismerést kölcsönöz, hogy sikerült egy IPO-t véghezvinni. Így egyéb kiszállási módokról (stratégiai befektetőnek történő értékesítés (trade sale), menedzsment általi kivásárlása) nem kívánok írni, hiszen erről számos tanulmány született.

Az *Ernst & Young (2013a)* és *Ernst & Young (2013b)* című tanulmányok alapján a kiszállás tervezésénél a következő három lépést lehet megkülönböztetni. Az első a tervezési szakasz, amiben a cég szorgalmas felkészülése zajlik, amely során elkészít egy megvalósíthatósági tanulmányt és hajlandóságot mutat arra, hogy ellenőrizze az üzletet és a pénzügyeket, valamint a piacot. A következő a végrehajtási vagy megvalósítási szakasz, ahol a helyes vezetési és tanácsadó csoportok felállítását; pénzügyi infrastruktúra és számviteli, adózási, üzemeltetési és informatikai folyamatok és rendszerek értékelését végzik; vállalati struktúrát és irányítást hoznak létre; és befektetői kapcsolatokat, a vállalati kommunikációs stratégiákat és terveket kezelnek. Végül a vállalat eléri a megvalósítási fázist, ahol a részvények beárazódnak és az IPO tranzakció lezárul. Mielőtt a cég ténylegesen kilépne a tőzsdére, azelőtt 1-2 évvel végig kell gondolnia, hogy felkészültek-e arra, hogy nyilvános piacra lépjenek. Ehhez a következőket kell elvégezni: először készíteni kell egy meggyőző üzleti tervet, amely a tőzsdére menetelt megelőző és azutáni időszakot is felöleli. Majd átfogó elemzést kell készíteni a vállalkozás teljesítményéről. Meg kell vizsgálni a vállalat növekedési ütemét, értékesítési teljesítményét, nyereségességét, és a piaci részesedését. Ha mindez megvan, feltehető a kérdés, hogy ez a cég készen áll-e a tőzsdére lépésre. Ehhez a meggyőző üzleti háttérnek és az üzleti tervnek igazolnia kell, hogy a növekedési kulcs az új befektetők bevonása által valósítható meg.

A kockázati tőkés és a vállalat menedzserei/tulajdonosai számára a kiszállási terv jó előkészítése és majd megvalósítása a befektetés záró lépése. Ennek következtében a kockázati tőkés valamilyen úton (például IPO vagy stratégiai partnernek történő értékesítés) eladja a tulajdonosi részesedését és remélhetőleg ezzel a befektetett tőke többszörösét kapja vissza. A kilépéssel realizálja a hozamát, amelynek egy részét a kockázati tőke-alapba fektetőknek továbbítja. Ezzel teljes a befektetési körforgás. Pozitív kimenet esetén a kockázati tőkés újabb, és nagyobb alapot tud létrehozni és elindulhat egy újabb befektetési folyamat, kezdve az alapgyűjtéssel, belépéssel, értékkeremtéssel és kiszállással.

4. Magyar mikro- és kisvállalkozások vizsgálata kockázati tőke kiválasztás szempontjából

A dolgozat 2. fejezetében egy általános áttekintést adtam a kockázati tőke globális térnyerésének vizsgálatáról, majd a 2.3. fejezetben külön ismertettem a magyar kockázati tőkeiparágat és annak sajátosságait a JEREMIE program kapcsán. Abból a célból, mert a jelen fejezetben vizsgálatokat végzek a hazai mikro- és kisvállalkozások jellemzői és a kockázati tőke kiválasztása kapcsán. A kutatási célomat az motiválta, hogy a szakfolyóiratokból, és a kereskedelmi médiából is ismert, hogy nagy összegű friss kockázati tőke került kihelyezésre a társaságoknál, amelyeket idén májusig kénytelenek voltak végrehajtani. Ebből adódóan felmerült a kérdés, hogy milyen eszköz/ mutató lehet hasznos a kockázati tőkéseknek a megfelelő befektetés kiválasztásában.

Így 2011 tavaszán Szobonya Péter¹⁴ és Szabó-Morvai Ágnes¹⁵ megkeresett, hogy segítsék egy kutatásban, amelynek fókuszában az állt, hogy mennyire nyitottak a hazai vállalkozások a kockázati tőke iránt, illetve mennyire ismerik a kockázati tőkét, mint külső tőkebefektetési formát. Amiből a későbbiekben a *Futó – Szobonya (2012)* tanulmány született. Úgy véltük, hogy a témafelvetés nagyon aktuális és a kockázati tőke kutatási területen még nem készítettek ilyen irányú elemzéseket. Karsai Judit és a HVCA is beszámolt már arról, hogy kik a nyertes befektetések, milyen összegben kaptak tőkét, de mélyebb statisztikai elemzést nem végeztek a kiválasztás kapcsán. Ezt a tudományos rést kívánom betölteni a dolgozatommal.

Jelen fejezetben az alábbi két kutatási kérdésre kívánok választ adni.

Milyen eszközöket, mutatókat lehet megnevezni, 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?

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?

¹⁴ Szobonya Péter okleveles agrármérnök, jelenleg a gazdaságfejlesztési vezető az EDC Debrecen Urban and Economic Development Centerben és emellett tőketanácsadással foglalkozó Compleo Kft. ügyvezetőjeként, és a Kockázati tőke blog szerzője.

¹⁵ Dr. Szabó-Morvai Ágnes közgazdász, a HÉTFA Elemző Központ vezető elemzője.

A kérdések megválaszolása, és a legfontosabb eredmények megfogalmazása céljából először az elemzés mintájául szolgáló kérdőívet, az elemzéshez használt magyarázó változókat, és az elemzések módszertanát ismertetem (4.1. fejezet). Az alapozó fejezet után arra a kérdésre válaszolok, hogy milyen mutatókat lehet létrehozni, amelyek relevánsak lehetnek a kockázati tőkésnek a potenciális vállalkozás kiválasztásában. Ehhez javasolunk (közös munka Péterrel és Ágnessel) három indexet (4.2. fejezet).

Szeretném megjegyezni, hogy a vállalkozó személyiségéhez kapcsolódó mutató meghatározása szubjektív dolognak tűnik. Ennek oka abból ered, hogy a kockázati tőke alapjaiban sok szubjektivitást hordoz magában a befektetési folyamat során. Van úgy, hogy ha nem szimpatikusak a felek egymásnak, akkor nem valósul meg az üzlet, bármennyire is lenne pénzügyileg sikeres. A kockázati tőke-befektetés során a tisztán pénzügyi adatok mellett nagy szerep jut a szubjektív tényezőknek is. Így a mutató kialakításánál sem lehet ezt megkerülni. Ismereteim szerint erre vannak speciális pszichológiai módszerek, amelyekkel lehetne ezt árnyalni, így egy jövőbeli kutatás kapcsán a mintavételezés és vizsgálat előtt mindezt pótolni érdemes. Jelen esetben nem én végeztem az adatbázis felvételét.

Ezt követően a már említett adatbázis vállalkozásaira kiszámítom az értékelésben használható indexeket és statisztikai vizsgálatokat végzek, hogy megtudjam, milyen kapcsolat van a kapott index értéke és a vállalkozások jellemzői között (4.3. fejezet). Majd a 4.4. fejezettel arra adok választ, hogy *milyen módszerek vannak a potenciális vállalkozások minősítésére, illetve arra, hogy a vállalatokat tipizáljuk abból a szempontból, hogy mennyire alkalmasak kockázati tőke-finanszírozásra?* A tipikus csoportok kialakításához klaszteranalízist használok. Végezetül egyfajta visszacsatolásként, a dolgozat elején ismertetett JEREMIE program kapcsán, jellemzést adok a JEREMIE I nyertes céltársaságainak főbb paramétereiről (4.5. fejezet).

A statisztikai eszközökkel végzett elemzések a kockázati tőke témájában hazánkban nem szokványosak (kivétel például Mikesy (2015), amelyet a 4.3. fejezetben összevetem a saját elemzésemmel), ezért önmagában az a tény, hogy ilyen módszereket használok az elemzéshez, hozzáadott értéknek tekinthető.

4.1. Mintavétel módja, a felhasznált és képzett változók, és az elemzési módszerek bemutatása

A dolgozatomban bemutatásra kerülő elemzésekhez az alapot a Hétfa Kutatóintézet¹⁶ Bizalom és Vállalkozás Program kérdőíves felmérésének adatbázisa adja. (A teljes kérdőív a *Futó – Szobonya (2012)* tanulmány mellékletében található meg.) 2011 tavaszán a HÉTFA Kutatóintézet felmérést végzett az 5-49 főt foglalkoztató mikro- és kisvállalatok között országosan, kivéve a mezőgazdasági tevékenységet végző szervezeteket. További kikötés volt, hogy legalább 5000 fős lélekszámú városokban működő vállalkozások közül válasszanak. A célszemélyek a vállalkozások tulajdonosai, ügyvezetői voltak. A célcsoportok körében a következő témákban tettek fel kérdéseket: a vállalkozások közti együttműködés; a vállalkozói értékek, a foglalkoztatás adminisztratív terhei, nehézségei; a pályázati lehetőségekről való tájékozottság, pályázási attitűdök az Új Széchenyi Terv fényében.

A mintavétel módszerül a rétegzett mintavételt választották, és a minta összeállításánál a következő rétegező szempontokat vették figyelembe, hogy reprezentatív legyen. Az első szempont a létszám, így 2 kategóriát alkottak 5-9 fős, ill. 10-49 fős vállalkozások, a második a földrajzi terület, ahol 7 várost emeltek ki (Budapest, Zalaegerszeg, Debrecen, Szekszárd, Szeged, Miskolc, Dunaújváros) és végül az ágazati szempont. Az alapsokaság nagysága, így 25500 cég, ez a mintanagyságra levetítve 320 interjút jelentett (+/- 2 %). Magát a lekérdezést a BellResearch munkatársai végezték személyes megkeresések során. A kérdőív összeállításában és annak lekérdezésében nem vettem részt. A kérdőívezés során felmerülhetnek olyan esetek, amikor a megkérdezett nem körültekintően válaszol, amely a minta torzításához vezet. Úgy vélem, ilyen esetekkel nem kell foglalkoznom az elemzés során.

A kutatás teljessége érdekében a kérdőív kérdései mellett a cégek adószámait is megkaptuk, így ennek segítségével letöltöttem az éves beszámolójukat, hogy pénzügyi adatokat is hozzáadjak az elemzéshez. Az éves beszámolókat az Igazságügyi Minisztérium honlapjáról¹⁷ töltöttem le, mivel ez mindenki számára ingyen elérhető, ha tudja az adószámot, vagy a cégnév egy részét. Legvégül 300 vállalkozás került az adatbázisba, amelyekről a kérdőíves adatokat SPSS file-ban kaptam meg. Az egyes vállalkozásokat nem tudom, és nem is akarom beazonosítani az elemzés során.

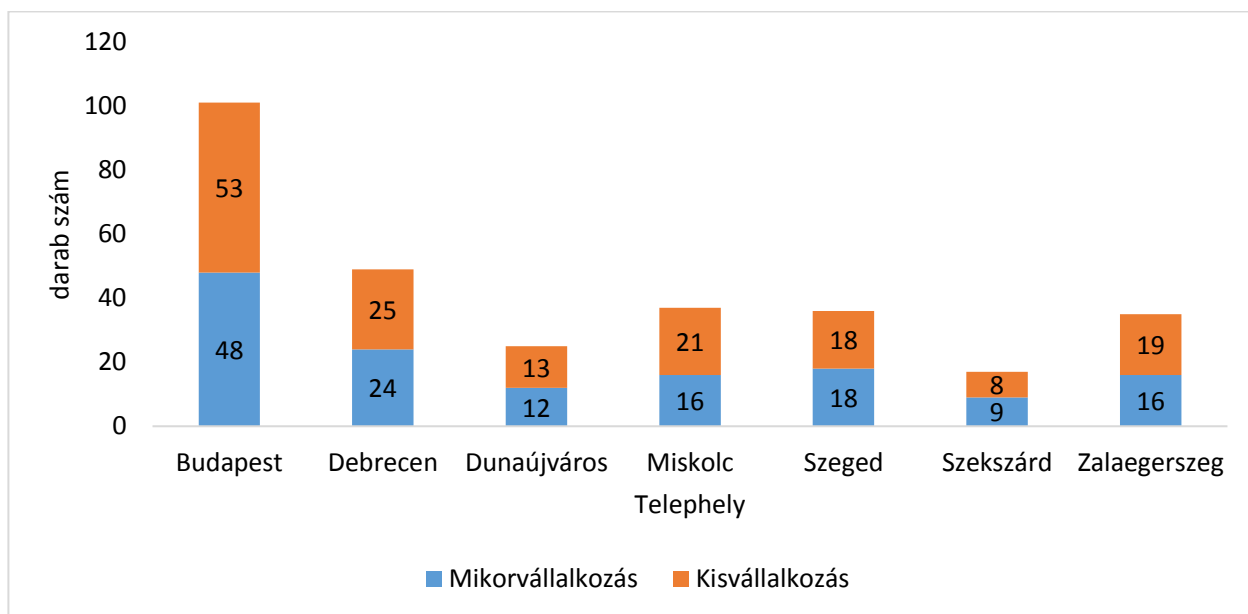
¹⁶ <http://hetfa.hu/hetfaismerteto/>

¹⁷ <http://e-beszamolo.im.gov.hu/>

Az elvégzendő elemzésekhez magyarázó változók szükségesek, így a következőkben azokat ismertetem. A magyarázó változókat a kérdőívből és a számviteli beszámolóból gyűjtöttem ki. Az *1. számú mellékletben* az összes magyarázó változót szerepeltettem egy összefoglaló táblázatban a legfontosabb leíró statisztikai adatokkal együtt.

A változók bemutatását kérdéskörönként teszem meg. Az első kérdéskör, hogy „a vállalkozás melyik településen működik”, melyre a válaszok: Budapest, vagy Debrecen, vagy Dunaújváros, vagy Miskolc, vagy Szeged, vagy Szekszárd, vagy Zalaegerszeg. A következő változókat „a hány fős a vállalkozás” kérdés adja, így mikro- vagy kisvállalkozás változókat kaptam. A *4. diagramon* a minta eloszlása látszik a telephely és a vállalkozás létszáma szerint. A minta 101 eleme Budapesten tevékenykedik, amelyek közül 53 vállalkozás kisvállalkozás. Szekszárról került be a legkevesebb elem a mintába.

4. diagram: A telephely és vállalkozás típusa szerinti megoszlása a mintának



Forrás: Saját szerkesztés

A következő a „melyik ágazatban tevékenykedik”, amely során az ipari, vagy kereskedő, vagy szolgáltató esetek lehetségesek. Ennek megoszlását a mintán belül a *10. táblázat* mutatja. A minta 39%-a a szolgáltató szektorban működik.

10. táblázat: A tevékenység típusa szerinti megoszlása a mintának

Ágazati kör		Frequency	Percent
Valid	1. Ipar	88	29,3
	2. Kereskedelem	95	31,7
	3. Szolgáltatás	117	39
	Total	300	100

Forrás: Saját szerkesztés

A „hány éve működik a vállalkozás”, és „hány éve vállalkozó a megkérdezett” esetben folytonos változóink vannak, a felvett legkisebb és legnagyobb értékek az *1. számú melléklet*ből leolvashatóak.

A változók másik része tematikusan a megkérdezettre vonatkozik, hiszen nagyon fontos a tulajdonos személyisége mind a megbízhatóság, mind a nyitottság kérdésében. „A tulajdonos dolgozik-e a vállalkozásában” kérdésből dummy változót készítettem, és a „ki a megkérdezettnél” is. A válasz vagy a tulajdonos vagy nem a tulajdonos, ekkor a menedzser adta a választ. Ennek megoszlása a mintában a következő: 242 elem esetén a tulajdonos adta a választ, míg 50 esetben a menedzser és 8 nem válaszolt (*11. táblázat*).

11. táblázat: Ön egyben a cég tulajdonosa is? kérdésre adott válaszok megoszlása

		Frequency	Percent
Valid	Igen	242	80,7
	Nem	50	16,7
	Nem válaszol	8	2,7
	Total	300	100,0

Forrás: Saját szerkesztés

Ezen témakörben további változókat alakítottam ki: a megkérdezett életkora, iskolai végzettsége, családi állapota, vallásos-e, van-e gyereke, milyen nemű, tagja-e valamilyen vállalkozói szervezetnek, és milyen a jövedelmi helyzete kérdésekből. A megkérdezett életkora folytonos változó (*1. számú melléklet*) és az iskolai végzettségénél 3 esetet különböztetnek meg, amelynek megoszlása a mintában: 11 szakmunkás végzettségű, 97 érettségivel rendelkező, és 192 fő felsőfokú végzettségű (*12. táblázat*).

12. táblázat: Mi az Ön legmagasabb, befejezett iskolai végzettsége? kérdésre adott válaszok megoszlása

		Frequency	Percent
Valid	Szaktanulmányozó	11	3,7
	Érettségi	97	32,3
	Felsőfokú végzettség	192	64,0
	Total	300	100,0

Forrás: Saját szerkesztés

A megkérdezett jövedelmi szintjét 1-10-ig terjedő skálán kellett bejelölni, ahol 1 szegényt, míg a 10-es gazdagot jelent. A mintában összesen 1 megkérdezett ítélte jövedelmi helyzetét szegénynek illetve 10-es értéket szintén egy megkérdezett adott. Többség 5-7 között értékelte a jövedelmi szintjét (13. táblázat).

13. táblázat: A megkérdezettek válasza a jövedelmi szintjükre

jövedelmi szintek					
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	1	0,33	0,34	0,34
	2	4	1,33	1,38	1,72
	3	10	3,33	3,45	5,17
	4	17	5,67	5,86	11,03
	5	94	31,33	32,41	43,45
	6	72	24,00	24,83	68,28
	7	60	20,00	20,69	88,97
	8	28	9,33	9,66	98,62
	9	3	1,00	1,03	99,66
	10	1	0,33	0,34	100,00
	Total	290	96,67	100,00	
Missing	System	10	3,33		
Total		300	100,00		

Forrás: Saját szerkesztés

Ezekből készítettem 3 csoportot, akik 1-3-ig jelölték jövedelmi helyzetüket, azok kerültek a szegény csoportba, akik 4-7-ig azok átlagosak, és végül, aki 8-10-ig jelölték be az értékeket, azok lettek a gazdagok.

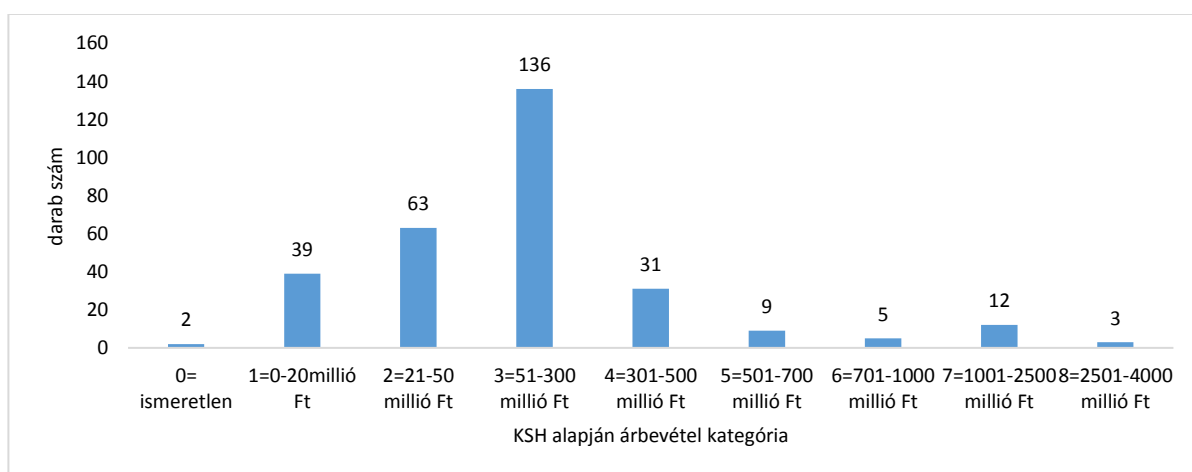
A kérdőív mellett a vállalkozások pénzügyi adatai is fontosak, így a rendelkezésemre bocsátott adószámok alapján letöltöttem az éves beszámolókat és ebből kimentettem például az árbevételt és az összes eszköz értékét, amelyekből folytonos változók adódtak. Ezeknek a legkisebb és legnagyobb felvett értéke a mintában az 1. számú melléklet tartalmazza. A

kiegészítő mellékletből pedig a tulajdonosi szerkezetről gyűjtöttem információt. A mintában összesen 294 vállalkozás csak belföldi tulajdonossal rendelkezik, míg 6 esetben van külföldi tag is.

Mivel a kérdőíves lekérdezés 2011 tavaszán zajlott, így visszamenőleg gyűjtöttem össze a beszámolókat. Az éves beszámoló minden vállalkozás számára kötelező, és annak nyilvánosságra hozatala is, amelyet az Igazságügyi Minisztérium honlapjáról¹⁸ bárki letölthet, ha tudja az adószámot, vagy a cégnév egy részét. A feltöltött beszámolók tekintetében annyi probléma adódott, hogy a 2010-es évre vonatkozó beszámolók sok esetben még nem kerültek feltöltésre, így hiányos lett volna ez az év, ezért nem is töltöttem le. Ezért maradt a 2009, 2008, 2007-es évek adatai. Megjegyzem azért arra is figyelni kell, hogy van olyan vállalkozás, amely 1-2 éve működik, így sok esetben hiányosak az adatok.

A kérdőívben volt olyan kérdés, amely a vállalkozás 2010-es és 2011-es éves árbevételre vonatkozott, így ezeket még hozzáadtam a teljesség kedvéért. Megjegyzem, hogy ezek kerekített értékek millió forintban, illetve a megkérdezett a 2011-es árbevételt csak becsülte. Az előbbi értékek kategorizálásra kerültek minden vállalkozásnál, még hozzá úgy, hogy a kategóriákat a KSH árbevétel kategóriái alapján határozták meg (5. diagram), amellyel újabb változó adódott.

5. diagram: A KSH alapján képzett árbevétel kategóriákra adott válaszok



Forrás: Saját szerkesztés

¹⁸ <http://e-beszamolo.im.gov.hu/>

Továbbá a következő 6 változót emelném ki még: a működési évek számának standardizált értéke, a vállalkozói évek számának standardizált értéke, a megkérdezett életkorának standardizált értéke, jövedelmi szint standardizált értéke, Árbevétel 2009_standardizált érték, Összes eszköz 2009_standardizált érték, mivel ezeket az eredetiből transzformáció útján képeztem a későbbi elemzések érdekében. Ezek többsége folytonos értékeket vesz fel és ebből nominális (0-1 közötti) változót képeztem. Mind a 6 esetben az átalakítás menete ugyanaz volt. Standardizálásról van szó, így megnéztem minden esetben a maximális értékeket és ezekkel osztottam be az adott változókat vállalatonként.

4.2. A javasolt kockázati tőke indexek/mutatók az értékeléshez

Ahhoz, hogy értékelni lehessen egy befektetést számos kritériumnak kell megfelelni, amelyet a szakirodalmi részben (3.2. fejezet) bővebben is kifejtettem. A következőkben ehhez nyújtok segítséget azzal, hogy javasolok olyan indexeket, amelyekkel könnyebben lehet értékelni egy-egy potenciális befektetést. Az indexekről teljes terjedelemben a jelen fejezetben írok. Ahol ismertetem mindazokat a mögöttes kérdéseket, amelyek az egyes indexeket felépítik, majd ezt követően a rendelkezésre álló mintán elvégzem az indexek képzését és ismertetem, értelmezem a kapott eredményt. Megválaszolandó kérdés, hogy hány vállalkozás felelne meg a mintában az indexek elfogadási kritériumának.

A kockázati tőke-befektetési folyamatának részletes ismeretése során (3. fejezet) a belépési szakasz egyik fontos lépése a lehetséges befektetési portfóliók közötti választás. A szakirodalom által bemutatott ennek folyamatát és a használt lehetséges kiválasztási kritériumokat. Azonban az is látszik, hogy vannak olyan kritériumok, amelyek a vállalkozás tulajdonosának személyiségét jellemzik, amelyek elég szubjektívek, így ezek értékelése nem könnyű. Jelen fejezetben a kockázati tőkés számára javasolok három indexet, amelyek relevánsak lehetnek a potenciális vállalkozás kiválasztásában. Az indexek képzését, kialakítását Szobonya Péterrel közösen végeztem, amelyről a *Futó – Szobonya (2012)* kutatási jelentésben elsőnek beszámoltunk.

A korábban ismertetett kiválasztási kritériumokat figyelembe véve a következő három indexet javaslom. Az egyik a *simlis index*, amelyben arra keressem a választ, hogy mennyire megbízható a vállalkozó, mennyire lesz hajlandó becsületesen együttműködni a kockázati tőkéssel. Ha a két fél nem tud együttműködni, akkor a közös célt, a vállalati érték növelését nem tudják megvalósítani és csak egymás idejét vesztegetik. A második index a *nyitottsági index*, amellyel a vállalkozó nyitottságát kívántam mérni. Ez azért fontos, mert egy idegent (külső befektetőt) kell tulajdonosi részesedéssel és jogkörrel beengedni az eddigi saját vállalkozásba. A harmadik index a *beruházási index*, amely arról ad információt, hogy milyen beruházási célja van a vállalkozásnak és ezt miből kívánja finanszírozni.

A javasolt indexek kialakítását a rendelkezésünkre bocsátott kérdőív kérdéseiből kezdtem meg. A kérdőív összesen 86 kérdésből állt a fentebb említett témakörökben. Korábban említett nehézség ellenére az általam kritériumnak tekintett szempontok mentén 16 kérdést tudtam kiválasztani, mint az indexeket megalapozó kérdések (2. számú melléklet). A 14. táblázat tartalmazza, hogy melyik indexhez mely kérdések tartoznak.

14. táblázat: Az egyedi indexeket megalapozó kérdések

Index neve	Megalapozó kérdések a kérdőívből
Simlis index	A következő állításokról mondja meg, hogy azokat mindig megengedhetőnek tartja-e vagy soha meg nem engedhetőnek tartja, vagy valami a kettő között.
	• Állami juttatásokat jogtalanul igénybe venni.
	• Csalni az adóval, ha van rá mód.
	• Csúszópénzt elfogadni kötelességének teljesítése során.
Nyitottsági index	• Számla nélkül fizetni az ÁFA kikerülésére.
	Van-e a cégben legalább 10 százalékos üzletrésszel bíró külföldi (rész) tulajdonos?
	Ítélt meg, hogy igazak-e az Ön cégére?
	• A vállalkozásban a tulajdonos valamely családtagja is dolgozik?
	• Már korábban is vontunk be pénzügyi befektetőt a cégbe?
	A következő állításokat ítélt meg, hogy ezeket egyáltalán nem igaznak, inkább nem igaznak, inkább igaznak vagy teljes mértékben igaznak tartja őket.
	• Nem tudnám elviselni, hogy más kezébe kerüljön a cég, még akkor sem, ha jó árat fizetne érte.
	• Nem tudnám elviselni, hogy egy külső pénzügyi befektető tulajdonostársként beleszóljon a cég irányításába.
	• A cég növekedése érdekében elképzelhetőnek tartom a kockázati tőke bevonását.
	• Egy pénzügyi befektető elsősorban abban érdekelt, hogy a cég eredményesen működjön.
	• Ha holnap visszavonulnék, a cég nélkülem is működne tovább.
	Ön mennyire vallja Önmagának a következő célokat?
	• Szeretné, ha gyerekeim továbbvinnék a vállalkozást.
	Tervei szerint miből finanszírozza a fent említett bővítést?
	• Külső befektető bevonása a bővítések finanszírozásához.
Beruházási index	Milyen bővítést tervez a vállalkozás a következő évben?
	Miből finanszírozza a fentebb említett bővítést?

Forrás: Futó és Szobonya (2012) alapján

A simlis index esetében olyan állításokra kell felelni, amely az egyén törvényi és etikai megbízhatóságát tartalmazza. A nyitottsági indexnél 10 kérdést tartottam megfelelőnek a nyitottság értékeléséhez, így ide olyan típusú kérdéseket raktam, mint „Nem tudnám elviselni, hogy más kezébe kerüljön a cég, még akkor sem, ha jó árat fizetne érte.” vagy „Nem tudnám elviselni, hogy egy külső pénzügyi befektető tulajdonostársként beleszóljon a cég irányításába.” vagy „a cég növekedése érdekében elképzelhetőnek tartom a kockázati tőke bevonását.” Végül a beruházási indexben a vállalkozás jövőbeli beruházási terveihez és annak finanszírozásához kapcsolódó kérdések állnak.

A megfelelő kérdések kiválasztásában segítséget kaptam Szobonya Pétertől, aki több kockázati tőke-tárgyaláson vett részt, mint közvetítő fél, így ismerettel, tapasztalattal rendelkezik a kockázati tőkék szokásairól, elvárásairól. A következőkben ismertetem az egyes kérdések skálázási módját, és ezek indexben betöltött szerepét. Majd végezetül leírásra kerül, hogy hogyan alakultak ki a rendelkezésre álló mintában szereplő vállalkozások végső index értékei.

A simlis index 4 kérdésből áll (14. táblázat) és mindegyik arra vonatkozik, hogy a tulajdonos-menedzser mennyire tart elfogadhatónak bizonyos szabálytalanságokat, például a csúszópénz elfogadását vagy az adócsalást. A kérdések skálázási módja egyforma, és 1-től 10-ig terjedő skálán kellett bejelölni az állítás igazságát. Az 1 érték „a soha meg nem engedhető”, míg a 10 „a mindig megengedhető” jelenti. A kérdőív felajánlotta minden kérdés esetében, hogy a megkérdezett, vagy „nem tudja”, vagy „nem válaszol” opciót válassza. Ez a végső értékelésnél további figyelmet igényel. Az index végső értéke a 4 kérdésre adott válasz súlyozott átlagából jött ki, így a simlis index értéke [1,10] között bármilyen tört értéket felvehet. A simlis index azt méri, hogy mennyire megbízható a vállalkozás tulajdonosa/menedzsere, így az értékelés során csak az 1-es értéket felvett mutatókkal rendelkező vállalkozásokat javaslom elfogadásra a kockázati tőkésnek. A szigorú megkötést azért teszem, mert a megbízhatatlanság növeli az információs aszimmetriából adódó kockázatokat, amely alááshatja a befektetés sikeres kimenetelét.

A következőkben, a mintában szereplő 300 magyar mikro- és kisvállalkozásra fogom kiszámítani a simlis index értékét, hogy megtudjam, ők megfelelnek-e a felállított kritériumnak. Először ismertetem a vállalkozások megkérdezettjeinek az egyes kérdésekre adott válaszait (15. táblázat), majd az ezekből képzett simlis indexeket.

15. táblázat: A simlis indexet alkotó kérdésekre adott válaszok

Hogyan gondolja? Megengedhető? - Állami juttatásokat jogtalanul igénybe venni			
		Frequency	Percent
Valid	Soha	273,00	91,00
	2,00	11,00	3,67
	3,00	6,00	2,00
	4,00	1,00	0,33
	5,00	2,00	0,67
	6,00	1,00	0,33
	Mindig	1,00	0,33
	Nem tudja	2,00	0,67
	Nem válaszol	3,00	1,00
	Total	300,00	100,00

Hogyan gondolja? Megengedhető? - Csalni az adóval, ha van rá mód			
		Frequency	Percent
Valid	Soha	237,00	79,00
	2,00	27,00	9,00
	3,00	12,00	4,00
	4,00	5,00	1,67
	5,00	10,00	3,33
	6,00	1,00	0,33
	Nem tudja	2,00	0,67
	Nem válaszol	6,00	2,00
	Total	300,00	100,00

Hogyan gondolja? Megengedhető? - Csúszópénzt elfogadni kötelességének teljesítése során			
		Frequency	Percent
Valid	Soha	265,00	88,33
	2,00	14,00	4,67
	3,00	10,00	3,33
	4,00	1,00	0,33
	5,00	3,00	1,00
	7,00	1,00	0,33
	Nem tudja	2,00	0,67
	Nem válaszol	4,00	1,33
	Total	300,00	100,00

Hogyan gondolja? Megengedhető? - Számla nélkül fizetni az ÁFA kikerülésére			
		Frequency	Percent
Valid	Soha	227,00	75,67
	2,00	26,00	8,67
	3,00	13,00	4,33
	4,00	6,00	2,00
	5,00	12,00	4,00
	7,00	2,00	0,67
	8,00	2,00	0,67
	Mindig	1,00	0,33
	Nem tudja	2,00	0,67
	Nem válaszol	9,00	3,00
	Total	300,00	100,00

Forrás: Saját szerkesztés

Mindebből azt a tanulságot tudom levonni, hogy a minta több mint 2/3-a 'a soha nem megengedő' választ adta a részkérdésekre. Kitűnik a négy kérdés közül a „csalni az adóval, ha van rá mód” állítás, mivel ebben az esetben a minta 18,33%-ka eltérő mértékben, de csalna. És rosszabb az arány az „Számla nélkül fizetni az ÁFA kikerülésére” kérdésnél, mivel itt 20,66% válaszolta, hogy megengedhető számára ez a fajta magatartás. A tulajdonosok legjobban, abban a kérdésben teljesítettek, hogy soha nem megengedhető „állami juttatás jogtalan igénybevétele”.

Érvényes válasz alatt azt értem, ha 1-10 közötti értékeket vesz fel. Kivételes esetnek azok számítottak, ahol a megkérdezett nem mindegyik részkérdésre adott érvényes választ, így az átlagolásnál a súlyt módosítani kellett annak megfelelően, hogy hány kérdésre adott érvényes választ. Amennyiben a négyből csak egyre vagy egyre sem adott érvényes választ, úgy a simlis index végső értéke üresen maradt, vagyis nem tekintettem értékelhetőnek. Mindössze 5 mintaelemet vesztettem el a 300-ból. Amennyiben az index 1-et vesz fel, akkor az mondható, hogy a vállalat tulajdonosa megbízható, ettől magasabb érték megbízhatatlanságot jelez. Ha a rendelkezésre álló mintára vonatkozó simlis index értékek eloszlását tekintjük (16. táblázat), akkor a minimális érték 1, míg a maximális érték 5,25 lett.

16. táblázat: A simlis index értékének alakulása a minta vállalkozásaira vonatkozóan

Felvett érték	1	1,25	1,33	1,5	1,67	1,75	2	2,25	2,5	2,75	3	3,25	3,75	4	4,25	4,33	5	5,25	Hiányzó érték
Gyakoriság	206	21	2	14	1	9	15	3	3	3	7	2	2	2	2	1	1	1	5
Százalékos megoszlása a mintában	68,7	7,0	0,7	4,7	0,3	3,0	5,0	1,0	1,0	1,0	2,3	0,7	0,7	0,7	0,7	0,3	0,3	0,3	1,7

Forrás: Saját szerkesztés

A gyakorisági táblázatból látható, hogy a minta 68,667%-a 1-es értékkel bír, amely azt jelenti, hogy mind a 4 részkérdésre a soha meg nem engedhető választották. *Futó és Szobonya (2012)* tanulmányban jelent meg a kutatás alapjai és abban arra jutottunk, hogy azok a vállalkozások/ mintaelemek, amelyek 1 és 2 közötti értékeket vesznek fel azok tulajdonosát/ menedzserét tekintjük nem simlisnek. Ha a mintát tekintjük (17. táblázat), akkor 268 vállalkozás esik ebbe az intervallumba. Véleményem szerint ennél a lehető legszigorúbban kell értékelni a simlis indexet, méghozzá csak azokat a vállalkozásokat tartom megbízhatónak, amelyek simlis indexe 1-et vesz fel ez, ami mindössze 206 vállalkozás.

17. táblázat: A simlis index értékeinek leíró statisztikája

Statistics		
Simlis index		
N	Valid	295
	Missing	5
Mean		1,3285
Median		1,0000
Std. Deviation		0,71869
Variance		0,517
Minimum		1,00
Maximum		5,25
Sum		391,91
Percentiles	25	1,0000
	50	1,0000
	75	1,2500

Forrás: Saját szerkesztés

A 17. táblázatban a legfontosabb, alap statisztikákat gyűjtöttem ki a mintában felvett simlis index értékekre. A simlis index átlagos értéke 1,328, a szórása 0,718 és a medián 1,000. A mintabeli vállalkozások menedzsmentjéről/ tulajdonosairól elmondható, hogy ha az átlagot tekintjük, akkor ez az jelenti, hogy nem megbízható az elfogadási kritérium szerint.

A simlis index használata során a kockázati tőkés olyan következtetéseket tud levonni, hogy az együttműködés alatt a tulajdonos nem keresi a kiskapukat, és törvényesen jár el. Az index-el hozzájárulok ahhoz, hogy a kockázati tőkés értékelhesse a tulajdonos/ menedzser megbízhatóságát.

A nyitottsági index 10 kérdésből áll össze. Az előzőhöz képest itt az egyes részkérdések skálázása eltért egymástól. Így az első feladat a közös értékelési rendszer kialakítása volt. Azt találtam a legjobbnak, hogy először az egyes kérdésekre/ állításokra adandó válaszokat kategorizáljam aszerint, hogy mennyire járul hozzá a tulajdonos/menedzser nyitottságához. Három kategóriát alakítottam ki: egy pozitívat, egy semleget és egy negatívát. Mind a 10 kérdésnél elvégeztem a kategorizálást, majd értékeket adtam az egyes kategóriáknak: ha pozitív a válasz, akkor 1-et ér; ha semleges a válasz, akkor 0-t ér; és végül, ha negatív, akkor -1-et ér a válasz. Itt is körültekintően kell bánni a „nem válaszol” és a „nem tudja” esetekkel. Így úgy döntöttem, ha e válaszok közül bármelyik felmerül, akkor a semleges kategóriába kerül, vagyis 0 értékkel járul hozzá az összértékhez. Majd a legvégén összegeztem egyedenként a válaszokat, és így kaptam meg a nyitottsági index végső értékét.

A dolgozatomban javasolt indexek kialakítása során azért nem használtam súlyozást, mert célom egyszerű, ám remélhetően univerzálisan alkalmazható indexek létrehozása volt. Ez egy természetes technika mivel számos makroökonómiai indexnél és rangsornál szokásos, ahol ugyanilyen módszerrel, egyszerű „átlagindexet” készítenek. Az indexek képzésénél ugyanis az motivált, hogy előre rögzített tulajdonságokra, amelyek a szakirodalmon alapulnak, gyártsak alkalmas indexeket és ezt követően ezeket teszteljem le. Tehát nem az volt a motiváció, hogy adott változócsoporthoz alapján például „komponenseket” képezzek alkalmas többváltozós statisztikai módszerrel (pl. adatredukciós módszerrel), mely valóban súlyozott indexeket is eredményezne, ám más tartalommal és más célra. Ráadásul egy ilyen eljárással kapható együttthatók (súlyok) csak az adott populációra lennének jellemzőek, tehát populációfüggőek lennének vélhetően. Továbbá az indexeket alkotó kérdések azonos skálázottsága, és különösen két index esetében (simlis és beruházási) az indexeket alkotó kérdések alacsony száma alapján is ez a (súlyozás nélküli) megközelítés tűnt logikus útnak. Így az eredeti célom, azaz univerzálisan használható (pl. más országokban) konkrét tulajdonságokat leíró indexek alakítsak ki, nem valósulna meg. A súlyozás vizsgálata --alkalmas többváltozós statisztikai módszerek segítségével-- természetesen érdekes lenne és egy kapcsolódó, ám az általam felvetett kutatási kérdéssel nem azonos kérdést vizsgálna, tehát nem ez volt a kitűzött kérdésem. A jövőben azonban megfontolandó esetleg (bővebb) változócsoporthoz például a nyitottsági indexre a fent említett többváltozós módszerek használata, komponensek elkülönítésére.

A következőkben a 18. táblázatban összegzem az összes kérdés esetén, hogy az előbb leírt átalakítások hogyan zajlottak.

18. táblázat: A nyitottsági indexet alkotó kérdések átskálázása

Index	Megalapozó kérdések a kérdőívből	Skála átértékelése
Nyitottsági index	Van-e a cégben legalább 10 százalékos üzletrésszel bíró külföldi (rész) tulajdonos?	- ha a válasz 1=igen=pozitív indukció - ha a válasz 2=nem= semleges indukció
	Ítéld meg, hogy igazak-e az Ön cégére?	
	A vállalkozásban a tulajdonos valamely családtagja is dolgozik?	- ha a válasz 1= igen=negatív indukció - ha a válasz 2=nem=semleges indukció
	Már korábban is vontunk be pénzügyi befektetőt a cégbe?	- ha a válasz 1=igen=pozitív indukció - ha a válasz 2=nem=semleges indukció
	A következő állításokat ítéld meg, hogy ezeket egyáltalán nem igaznak, inkább nem igaznak, inkább igaznak vagy teljes mértékben igaznak tartja őket.	A következő 5 állításra igaz, hogy 4 fokozatú az értékelés, 1=egyáltalán nem igaz, 2= inkább nem igaz, 3= inkább igaz, 4= teljes mértékben igaz
	Nem tudnám elviselni, hogy más kezébe kerüljön a cég, még akkor sem, ha jó árat fizetne érte.	- ha a válasz 1 vagy 2 = pozitív indukció - ha a válasz 3 vagy 4= negatív indukció
	Nem tudnám elviselni, hogy egy külső pénzügyi befektető tulajdonostársként beleszóljon a cég irányításába.	- ha a válasz 1 vagy 2 = pozitív indukció - ha a válasz 3 vagy 4= negatív indukció
	A cég növekedése érdekében elképzelhetőnek tartom a kockázati tőke bevonását.	- ha a válasz 1 vagy 2 = negatív indukció - ha a válasz 3 vagy 4= pozitív indukció
	Egy pénzügyi befektető elsősorban abban érdekelt, hogy a cég eredményesen működjön.	- ha a válasz 1 vagy 2 = negatív indukció - ha a válasz 3 vagy 4= pozitív indukció
	Ha holnap visszavonulnék, a cég nélkülem is működne tovább.	- ha a válasz 1 vagy 2 = negatív indukció - ha a válasz 3 vagy 4= pozitív indukció
	Ön mennyire vallja Önmagának a következő célokat?	
	Szeretné, ha gyerekeim továbbvinnék a vállalkozást.	- ha a válasz 5= szeretné, ha a gyerekei továbbvinnék a vállalkozást= negatív indukció - ha a válasz bármi más csak nem 5= semleges indukció
	Tervei szerint miből finanszírozza a fent említett bővítést?	
	Külső befektető bevonása a bővítések finanszírozásához.	- ha a válasz 8-as= külső befektető bevonását jelenti= pozitív indukció - ha a válasz bármi más csak nem 8-as= semleges indukció

Forrás: Saját szerkesztés

Az első részkérdés a „Van-e a cégben legalább 10 százalékos üzletrésszel bíró külföldi (rész) tulajdonos?”, amely szerintem egy nagyon fontos jellemvonása lehet egy vállalkozás tulajdonosának nyitottságára. Egy külső befektető bevonása mindig nehéz, de ha ez még külföldi szereplő is, akkor ez sok mindenről árulkodhat. Egyrésztől egyfajta nyitottságot jelent, másrésztől pedig megbízhatóságot, átláthatóságot feltételez a tulajdonosról. Amennyiben a válasz igen, tehát van legalább 10% üzletrésszel bíró külföldi tulajdonos, akkor ennek jelentése a nyitottságra pozitív, így plusz 1 értékkel járul hozzá az összértékhez. Míg ha nincs legalább 10% üzletrésszel bíró külföldi tag, akkor ez semmi esetre sem negatív, hanem inkább semleges, mivel nem tudhatom az okát, hogy miért nincs, és ebből a nyitottságra nem tudunk egyértelműen következtetni.

A következő „A vállalkozásban a tulajdonos valamely családtagja is dolgozik?” kérdésnél az igen válasz negatív indukciót jelent a számomra, mivel ez azt sejteti, hogy a vállalkozás tulajdonosai kívülről nem kívánnak új tagot behozni, hanem családi utódlással megoldani. Ez zárkózottságot jelent, így -1 levonást eredményezhet az összértékben. Míg ha a válasz nem, akkor viszont a semleges kategóriába soroltuk. Úgy véltem, hogy egyértelműen nem tehető a pozitív esetbe, így a semleges marad.

A „Már korábban is vontunk be pénzügyi befektetőt a cégbe?” kérdésnél, ha igen a válasz az jelezhet nyitottságot, így pozitív kategóriába kerül, míg nem válasznál a semlegesbe esik. Ezzel is azt kívántam elkerülni, hogy ne büntessem a végső értéket, csak azért mert nem tudom a pontos indokát annak, hogy nem vont be már korábban pénzügyi befektetőt, illetve a jövőben ezt még megteheti, vagyis semmi esetre sem negatív eset.

A következő 5 kérdésnél 4 fokozatú skálán kellett a válaszokat bejelölni, ezek rendre 1=egyáltalán nem igaz, 2= inkább nem igaz, 3= inkább igaz, 4= teljes mértékben igaz. Az 'egyáltalán nem igaz' és 'inkább nem igaz' válaszok között nem tettem értékelési különbségeket, ugyanez vonatkozik az 'inkább igaz' és a 'teljes mértékben igaz' válaszokra is. Ennek tükrében a „Nem tudnám elviselni, hogy más kezébe kerüljön a cég, még akkor sem, ha jó árat fizetne érte.” állításnál az a tulajdonos a nyitottabb, aki az „egyáltalán nem igaz” vagy „inkább nem igaz” válaszokat adja, így ezen esetek pozitívan járulnak hozzá a nyitottsághoz, míg ellentétes válaszok esetében negatív, vagyis elzárkózást jelent. A „Nem tudnám elviselni, hogy egy külső pénzügyi befektető tulajdonostársként beleszóljon a cég irányításába.” állításnál az előbb leírt értékelés érvényes. „A cég növekedése érdekében elképzelhetőnek tartom a kockázati tőke bevonását.” esetben, amennyiben a válaszadó az „egyáltalán nem igaz” vagy „inkább nem igaz” válaszokat adta úgy a nyitottság tekintetében ez elzárkózást jelent. Míg negatív kategóriába soroltam ezt a két választ, míg ha „inkább igaz” vagy „teljes mértékben

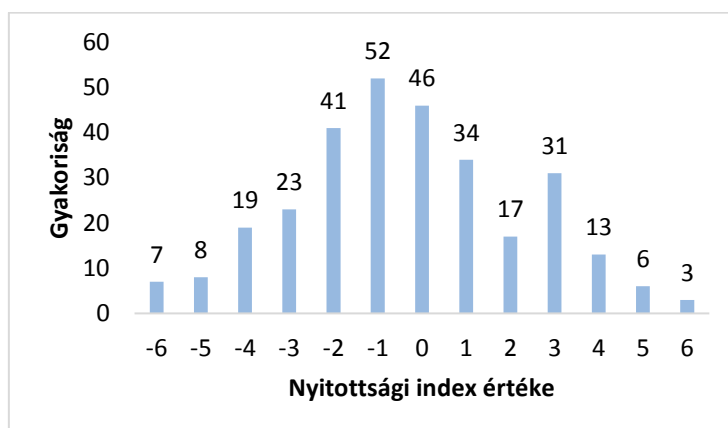
igaz” válaszokat adott, akkor arra következtethetők, hogy nyitott egy ilyen irányú befektetés tekintetében, így pozitívan járul hozzá az összképhez, vagyis a nyitottsághoz. „Egy pénzügyi befektető elsősorban abban érdekelt, hogy a cég eredményesen működjön.” állításnál a nyitottsági szándékot az „inkább igaz” vagy a „teljes mértékben igaz” válaszok jelzik, így pozitívan értékeltem, míg ellentétes esetben negatív kategóriába tartozik. „Ha holnap visszavonulnék, a cég nélkülem is működne tovább.” állításnál a tulajdonos nyitottságát jelzi az igenlő válasz, hiszen át tudja adni nyugodt szívvel másnak az irányítást. Ha a válaszok „egyáltalán nem igaz” vagy „inkább nem igaz”, akkor megint a zárkózottság figyelhető meg, így negatív kategóriába soroltam.

Az utolsó két kérdés eltér a többitől, mert itt a kérdésre több választ lehetett adni és a nyitottsági indexbe csak egy-egy választ fogadok el és csak azt értékeltem, ha bármi más választott az a semlegességet jelezte számomra. Így ha „Szeretné, ha gyermekei továbbvinnék a vállalkozást” válaszolta az negatív jelzéssel bír, míg a finanszírozási forrás típusát illetően ha „Külső befektető bevonása a bővítések finanszírozásához.” választja, az már pozitívan járul hozzá a nyitottsághoz.

Az értékelési kritérium megválasztásához ismét Szobonya Péter segítségét kértem. A variációs lehetősége a nyitottsági indexnek elég széles intervallumban mozog. A legideálisabb esetben az index érték maximálisan 8-at, míg minimálisan -7-et vehet fel. Véleményem szerint azok a vállalkozások, amelyek negatív értékkel bírnak azokat zárkózottnak tekintem, a 0-t elérték inkább bizonytalanok, hiszen kiütötték a pozitív és negatív válaszok egymást, így maguk sem tudhatják, hogy mit szeretnének. Egy kockázati tőkésnek az értékelés során azon vállalkozásokkal érdemes további elemzéseket elvégezni, amelyeknek a nyitottsági indexe pozitív, ez egyértelmű. Emellett mégis tennék egy szűkítő feltételt *Futó – Szobonya (2012)* tanulmánya alapján, hogy legyen a nyitottsági index abszolút értékben 3-nál nagyobb. Vagyis mivel minél nagyobb a nyitottsági index, annál nyitottabb a vállalkozás tulajdonosa egy új külső befektető befogadására. Személy szerint viszont ezt a későbbiekben kicsit lazítom és azokat a vállalkozásokat fogadom el nyitottság tekintetében, amelyek pozitív értéket vesznek fel.

Ennek mentén a minta minden elemét egyedileg végignéztem és kialakítottam a végső nyitottsági index értéket. A mintában szereplő vállalkozások esetében a nyitottsági index [-6; 6] közötti értékeket vesznek fel. A 6. *diagramból* leolvasható, hogy ezen intervallumon belül milyen gyakorisággal vették fel az értékeket. Pontosan a minta fele (50%) negatív értékekkel bír, 15,33% a semleges értéket 0-t veszi fel, és a pozitív tartományba így 34,66% tartozik.

6. diagram: A nyitottsági index gyakorisági megoszlása a mintában



Forrás: Saját szerkesztés

A 19. táblázatban a leíró alapstatisztikát foglaltam össze a nyitottsági index értékére vonatkozóan. A mintabeli értékekre a következő a jellemző. A nyitottsági index átlagos értéke -0,33 és a szórása 2,582. Elmondható így, hogy egy átlagos vállalkozás inkább zárkozott, mint nyitott a mintában az elfogadási kritérium szerint.

19. táblázat: A mintabeli nyitottsági index értéket leíró alapstatisztika

Statistics		
Nytottsági index		
N	Valid	300
	Missing	0
Mean		-,33
Median		-,50
Std. Deviation		2,582
Variance		6,664
Minimum		-6
Maximum		6
Sum		-100
Percentiles	25	-2,00
	50	-,50
	75	1,00

Forrás: Saját szerkesztés

A kiválasztási kritériumok szakirodalmának szintetizálása során több tanulmány is kiemelte, hogy milyen fontos az, hogy a potenciális vállalkozás innovatív, gyors növekedési potenciálú legyen. Erről információt gyűjteni egyedül a válaszadó jövőbeli finanszírozási tervéről tudtam, illetve, hogy milyen forrásból kívánja mindezt a bővítést finanszírozni. Mivel a kérdéseknél több lehetséges válasz is adható, ezért a beruházási index kialakításánál erre is figyeltem. Mivel nem egyszerű skálázásról van szó, így a következő eljárással határoztam meg a beruházási indexet. A „Milyen bővítést tervez a vállalkozás a következő évben?” kérdésnél elfogadható válaszok az új szolgáltatást, és/vagy új terméket, és/vagy új gép/eszközpark bővítését, cseréjét, és/vagy az egyéb területet, mégpedig kutatás-fejlesztést. Amennyiben az előbb felsoroltak közül egy vagy mindegyik válaszként adódott, akkor a vállalkozás 1 pontot kapott. Majd a „Miből finanszírozza a fentebb említett bővítést?” esetben egyedül a külső befektető bevonása az elfogadható, ha ezt válaszolta, akkor ismét kapott 1 pontot. Mindkét kérdés kimaradt válaszai és a nem tudja, nem válaszol is 0-t érnek. A végső beruházási index meghatározása úgy alakul ki, hogy összeadtam a két kérdésre adott pontokat. Mindössze három lehetséges értéket vehetnek fel az összesítéssel 0-t, 1-et, és 2-t. Úgy gondoltam, hogy a kapott értékek alapján a vállalkozásokat csoportba sorolom.

Így három kategóriát különböztettem meg: „egyáltalán nem megfelelő”, „közepesen” és „erősen” megfelelő. Az „egyáltalán nem megfelelő” csoportba azok a vállalkozások kerültek, amelyek nem terveznek bővítést, vagy a kockázati tőke által általában nem finanszírozott beruházást terveznek, például foglalkoztatás-bővítést. A „közepes” minősítést kapták azok a cégek, amelyek kutatás-fejlesztést és/vagy új szolgáltatást, új termék bevezetését és/vagy gépek bővítését, cseréjét tervezik, de ezt első körben nem külső befektető bevonásával kívánják finanszírozni. Az „erősen megfelelő” kategóriába azok jutottak be, amelyek megfelelő (előbb felsorolt) beruházást terveznek, és mindezt külső befektető bevonásával kívánják finanszírozni. A későbbiekben nehezebb lenne csoportnevekkel elemzést végezni, így egyszerűen értékeket adtam az egyes csoportoknak, és nincs jelentősége, hogy milyen értéket kaptak. Az erősen megfelelő kapta az 1-et, a közepesen megfelelő csoport a 2-t és egyáltalán nem megfelelő csoport a 3-at. A beruházási index elfogadási kritériuma egyértelmű, csak azt lehet elfogadni, amely az erősen megfelelő csoportba tartozik. Mindezt nézzük meg, hogy alakult a mintában szereplő vállalkozások esetén.

A két kérdésre adott válaszok gyakoriságából látható, hogy beruházás tárgya sok esetben megfelelhet, de a kívánt finanszírozás forrás mindössze 6 válaszadónál jelent meg (20. táblázat).

20. táblázat: A beruházási indexet alkotó kérdésekre adott válaszok

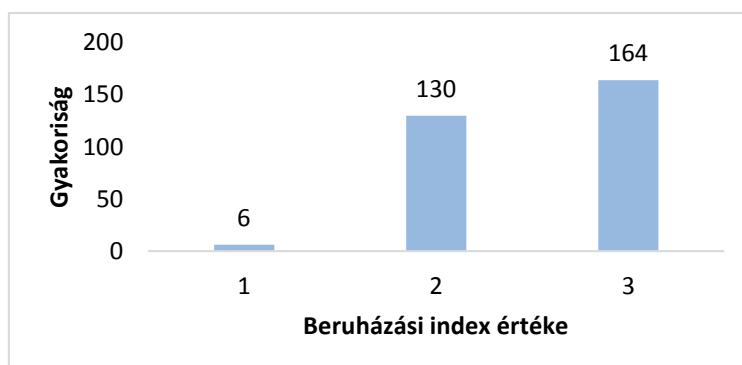
Tervezi-e a következő évben a vállalkozás bővítését az alábbi területek valamelyikén?		
		Frequency
Valid	Új szolgáltatás bevezetése	53
	Új termék bevezetése	48
	Gép/eszközpark bővítése, cseréje	107
	Nem terveznek bővítést	133
	Nem tudja	8
	Egyéb terület: kutatás, fejlesztés	1

Tervei szerint miből finanszírozza a fent említett bővítést?		
		Frequency
Valid	Külső befektető bevonásával	6

Forrás: Saját szerkesztés

Az 7. diagramban összesítettem a minta által felvett beruházási indexek értékeinek eloszlását. A kockázati tőkés szempontjából csak azon vállalkozások fogadhatók el, amelyek az erősen megfelelő csoportba tartoznak. A minta tekintetében ez mindössze 6 vállalkozást jelent. Míg a minta több mint a fele az egyáltalán nem megfelelő csoportba esik. A közepesen megfelelő vállalkozásokkal azért érdemes foglalkozni, hiszen az hogy nem válaszolta a külső befektető bevonását a finanszírozási forrás megjelölésére az nem jelenti azt, hogy később nem kíván ezzel élni.

7. diagram: A beruházási index gyakorisági megoszlása a mintában



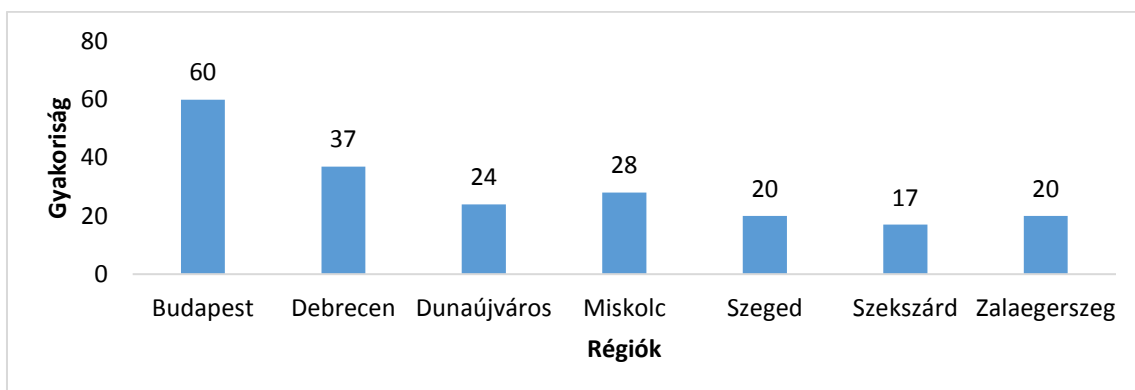
Forrás: Saját szerkesztés

Miután bemutattam az indexek mögötti tartalmat és a rendelkezésre álló mintára kiszámoltam az értékét, a következő lépés, hogy meghatározzam hány vállalkozás felel meg a mintában az általam kialakított elfogadási kritériumoknak. Fontos megjegyezni, hogy vannak olyan dolgok, tények, amelyeket tudományosan nem lehet alátámasztani egy döntés során. Például, ha egy kockázati tőkésnek nem szimpatikus a potenciális vállalkozás tulajdonosa/menedzsere, de a vállalkozás üzleti terve megfelelő, akkor sem folytat további tárgyalásokat a jövőbeli együttműködési nehézségek kockázata miatt. Jövőbeli kutatási tervek között szerepel az indexek validálása. Ehhez egy utókövetést kívánok majd elvégezni, ahol olyan vállalkozásokat értékelek a mutatókkal, akik nyertek már kockázati tőkét. Két irányból lehet megközelíteni majd a vizsgálatot. Vagy a kockázati tőke-társaságokat keresem fel, vagy azokat a vállalkozásokat, akiket kockázati tőkével finanszíroztak. Hazánkban ennek megvalósítása idő-, és költségigényes folyamat.

Mindhárom indexet figyelembe véve az értékelés során a következő elfogadási kritériumokat alakítottam ki kockázati tőke szakértő bevonásával és az eddigi szintetizált nemzetközi kiválasztási szakirodalom alapján. Egy potenciális vállalkozást, akkor tekintek megfelelőnek, ha a simlis index értéke 1, a nyitottsági index értéke legfeljebb 1, és a beruházási index értéke 1-t vesz fel. Amennyiben együttesen tekintjük az elfogadási kritériumokat, akkor mindössze 2 db vállalkozás van, amely megfelel a javasolt indexeknek. Mindkét vállalkozás esetében elmondható, hogy Budapesten folytatja tevékenységét, az egyik mikrovállalkozás a másik pedig kisvállalkozás. Tevékenységi körüket tekintve az egyik a szolgáltató szektorban, míg a másik a kereskedelemben működik. Árbevétel kategóriát tekintve mindkét vállalat 51-300 millió Ft intervallumot jelölt meg.

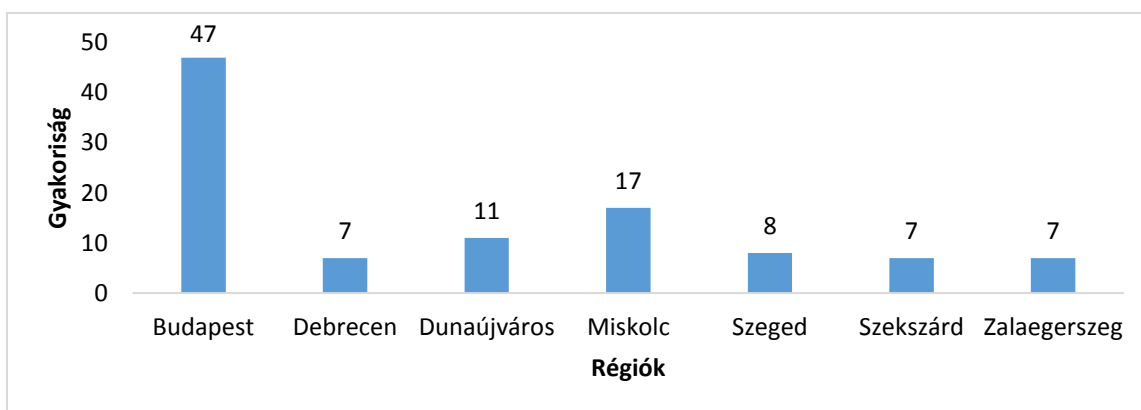
A következő diagramokon (8-10. *diagram*) látható, hogy az egyes régiókban hány vállalkozás felel meg az egyes indexeknek külön-külön. Szembetűnő, hogy a beruházási indexnek nagyon kevés vállalkozás felelt meg, míg a simlis indexnek közel 206 vállalkozás. Továbbá az is látható, hogy a budapesti telephelyű vállalkozások nagyobb arányban felelnek meg mindhárom index esetében.

8. diagram: A simlis indexnek megfelelő vállalkozások megoszlása régiók szerint



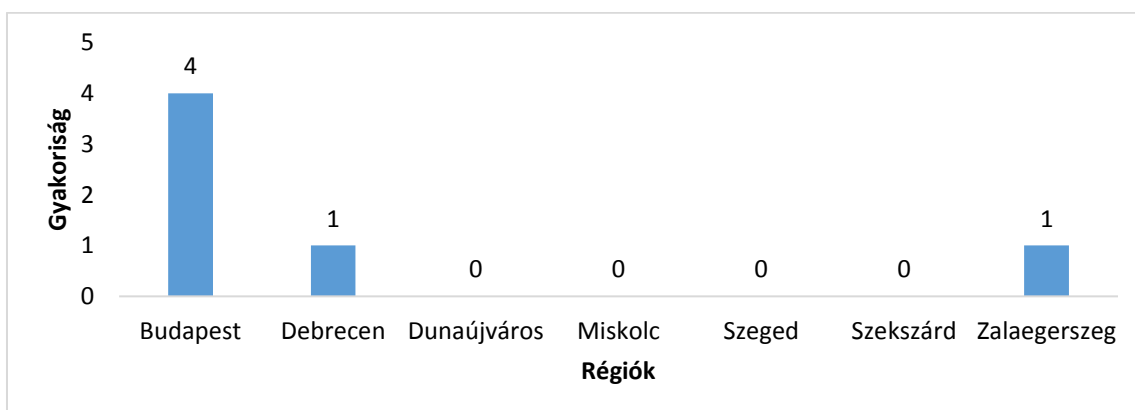
Forrás: Saját szerkesztés

9. diagram: A nyitottsági index kritériumának megfelelő vállalkozások megoszlása régiók szerint



Forrás: Saját szerkesztés

10. diagram: A beruházási index elfogadási kritériuma szerinti regionális megoszlás



Forrás: Saját szerkesztés

4.3. A kockázati tőke indexek versus a vállalati jellemzők

Miután bemutatásra kerültek a javasolt indexek ezután azt vizsgálom, hogy milyen kapcsolat áll fenn a kialakított indexek és a vállalati jellemzők (magyarázó változók) között. Ebből adódóan elsőként egy korrelációanalízist, majd egy lineáris regressziót futattok SPSS program alkalmazásával.

Első körben azt vizsgálom a Pearson féle együttható segítségével, hogy milyen irányú és milyen erősségű kapcsolat/ korreláció van a javasolt indexek és a már bemutatott magyarázó változók között. Ehhez a korrelációs mátrixot használom, de a teljes mátrixot nem jelenítem meg, csak az indexek és a változók közötti kapcsolatot (21. táblázat). Összesen 21 féle magyarázó változó került az elemzésbe. Jelen kérdésnél nem fontos az egyes magyarázó változók közötti viszony.

21. táblázat: Korrelációs mátrix részlet a javasolt indexek és a magyarázó változók között

Correlations				
		Simlis index	Nyitottsági index	Beruházási index
Budapest	Pearson Correlation	0,095	,199**	-0,068
	Sig. (2-tailed)	0,103	0,001	0,240
Debrecen	Pearson Correlation	-0,058	-,160**	,171**
	Sig. (2-tailed)	0,318	0,006	0,003
Dunaújváros	Pearson Correlation	-,131*	0,090	,131*
	Sig. (2-tailed)	0,025	0,118	0,023
Miskolc	Pearson Correlation	-0,020	0,068	0,010
	Sig. (2-tailed)	0,732	0,239	0,867
Szeged	Pearson Correlation	0,079	-0,076	-,152**
	Sig. (2-tailed)	0,175	0,191	0,008
Szekszárd	Pearson Correlation	-0,113	-0,013	0,028
	Sig. (2-tailed)	0,052	0,822	0,628
Zalaegerszeg	Pearson Correlation	0,064	-,171**	-0,086
	Sig. (2-tailed)	0,270	0,003	0,139
mikro vállalkozás	Pearson Correlation	,115*	-0,102	0,083
	Sig. (2-tailed)	0,048	0,078	0,152
kisvállalkozás	Pearson Correlation	-,115*	0,102	-0,083
	Sig. (2-tailed)	0,048	0,078	0,152

ipari vállalat	Pearson Correlation	-0,047	-0,050	-,141*
	Sig. (2-tailed)	0,425	0,386	0,015
kereskedő vállalat	Pearson Correlation	0,007	0,041	0,106
	Sig. (2-tailed)	0,903	0,482	0,066
szolgáltató vállalat	Pearson Correlation	0,037	0,008	0,030
	Sig. (2-tailed)	0,529	0,891	0,602
működési évek száma	Pearson Correlation	-0,107	0,020	0,107
	Sig. (2-tailed)	0,090	0,745	0,087
vállalkozói évek száma	Pearson Correlation	-0,004	0,071	0,027
	Sig. (2-tailed)	0,946	0,240	0,652
a tulajdonos a megkérdezett	Pearson Correlation	-0,103	-,203**	-0,034
	Sig. (2-tailed)	0,081	0,000	0,567
nem a tulajdonos a megkérdezett	Pearson Correlation	0,103	,203**	0,034
	Sig. (2-tailed)	0,081	0,000	0,567
a tulajdonos aktívan dolgozik	Pearson Correlation	-0,113	-,185**	-0,034
	Sig. (2-tailed)	0,053	0,001	0,562
a tulajdonos nem dolgozik aktívan	Pearson Correlation	0,113	,185**	0,034
	Sig. (2-tailed)	0,053	0,001	0,562
a megkérdezett életkora	Pearson Correlation	-0,083	0,019	0,052
	Sig. (2-tailed)	0,155	0,748	0,367
szakmunkás végzettségű	Pearson Correlation	0,043	-0,092	0,073
	Sig. (2-tailed)	0,464	0,113	0,209
érettségivel rendelkezik	Pearson Correlation	0,036	-0,104	0,092
	Sig. (2-tailed)	0,541	0,072	0,113
felsőfokú végzettségű	Pearson Correlation	-0,052	,137*	-,118*
	Sig. (2-tailed)	0,376	0,017	0,042
házas	Pearson Correlation	-0,002	0,069	0,002
	Sig. (2-tailed)	0,978	0,235	0,976
egyedülálló	Pearson Correlation	0,002	-0,069	-0,002
	Sig. (2-tailed)	0,978	0,235	0,976
vallásos	Pearson Correlation	-0,101	0,009	0,002
	Sig. (2-tailed)	0,094	0,877	0,972
nem vallásos	Pearson Correlation	0,101	-0,009	-0,002
	Sig. (2-tailed)	0,094	0,877	0,972
van gyereke	Pearson Correlation	0,015	-0,047	0,111
	Sig. (2-tailed)	0,794	0,420	0,056
nincs gyereke	Pearson Correlation	-0,015	0,047	-0,111
	Sig. (2-tailed)	0,794	0,420	0,056

a megkérdezett férfi	Pearson Correlation	0,074	,153**	0,003
	Sig. (2-tailed)	0,207	0,008	0,954
a megkérdezett nő	Pearson Correlation	-0,074	-,153**	-0,003
	Sig. (2-tailed)	0,207	0,008	0,954
tagja valamilyen vállalkozói szervezetnek	Pearson Correlation	0,018	0,059	-,152**
	Sig. (2-tailed)	0,756	0,306	0,009
nem tagja valamilyen vállalkozói szervezetnek	Pearson Correlation	-0,018	-0,059	,152**
	Sig. (2-tailed)	0,756	0,306	0,009
jövedelmi szintje szerint szegény jövedelmű	Pearson Correlation	-0,095	0,019	0,033
	Sig. (2-tailed)	0,108	0,745	0,577
jövedelmi szintje szerint közepes jövedelmű	Pearson Correlation	0,076	-0,008	-0,024
	Sig. (2-tailed)	0,203	0,892	0,688
jövedelmi szintje szerint gazdag	Pearson Correlation	-0,022	-0,004	0,005
	Sig. (2-tailed)	0,718	0,944	0,937
a tulajdonosok belföldi szereplők	Pearson Correlation	0,024	-0,083	0,051
	Sig. (2-tailed)	0,680	0,151	0,375
a tulajdonosok között van külföldi is	Pearson Correlation	-0,024	0,083	-0,051
	Sig. (2-tailed)	0,680	0,151	0,375
Árbevétel 2007	Pearson Correlation	0,108	,193**	0,051
	Sig. (2-tailed)	0,100	0,003	0,434
Árbevétel 2008	Pearson Correlation	0,063	,172**	0,029
	Sig. (2-tailed)	0,315	0,005	0,634
Árbevétel 2009	Pearson Correlation	,292**	0,043	0,047
	Sig. (2-tailed)	0,000	0,470	0,424
Mekkora volt az Önök cégének az éves nettó árbevétele / forgalma 2010-ben? - pótolta	Pearson Correlation	0,076	,182**	0,006
	Sig. (2-tailed)	0,249	0,005	0,931
Tervei szerint mekkora lesz a cég éves nettó árbevétele 2011-ben? - pótolta	Pearson Correlation	0,066	,195**	-0,020
	Sig. (2-tailed)	0,329	0,003	0,768

Összes eszköz 2009	Pearson Correlation	,146*	,144*	0,003
	Sig. (2-tailed)	0,013	0,014	0,956
KSH alapján árbevétel kategória	Pearson Correlation	0,005	,210**	-0,067
	Sig. (2-tailed)	0,934	0,000	0,248

Megjegyzés: **. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Forrás: Saját szerkesztés

A korrelációs mátrix kiemelt részéből előzetesen levonható némi következtetés a lineáris regresszió várható modelljeit felépítő magyarázó változókat illetően. A következőkben mindhárom indexnél végignézem a szignifikáns eseteket, de az 5% körüli szignifikancia szinttel rendelkező változókat is kiemelem.

Ha a simlis indexet és a magyarázó változókat nézem, akkor elsőként azt állapíthatom meg, hogy amennyiben a vállalkozás mikro vállalat, akkor pozitív gyenge irányú kapcsolat van a simlis index-el, így előfordulhat, hogy ez növeli a tulajdonos megbízhatatlanságát. Míg ha kisvállalatról van szó, akkor pedig pont fordított a helyzet, vagyis növeli a megbízhatóságot. Kiemelném még „a tulajdonos aktívan dolgozik” változót, mivel 5 % mellett szignifikáns a Pearson teszt eredménye. 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. Még két változót, az 'árbevétel 2009' és az 'összes eszköz 2009' kell kiemelni, mivel ezek is szignifikánsak lettek és mindkettő pozitív gyenge irányú kapcsolatban állnak a simlis indexel.

A nyitottsági index és a magyarázó változók közötti korrelációs mátrixból már sokkal több változót lehet kiemelni, amelyek szignifikánsan korrelálnak a nyitottsági indexel. A mátrixban félkövérrel kiemeltem: a Budapest, Debrecen, Zalaegerszeg, a tulajdonos a megkérdezett, a tulajdonos aktívan dolgozik, felsőfokú végzettség, a megkérdezett férfi, és a számviteli változókat, mint szignifikáns értékkel rendelkezőket. A számviteli adatok, a megkérdezett férfi, a felsőfokú végzettség változók összességében pozitív gyenge kapcsolatot mutatnak a nyitottsági indexel, míg a tulajdonos a megkérdezett és a tulajdonos aktívan dolgozik változókkal negatív gyenge kapcsolatot. 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 irányok pedig nyitottabbá teszik a vállalkozást.

Végül a beruházási indexel a Debrecen, Dunaújváros, Miskolc, Szeged, ipari vállalat, felsőfokú végzettség, tagja valamilyen vállalkozói szervezetnek változókkal korrelál szignifikánsan. Minden esetben alacsony a korrelációs együttható értéke, abszolút értékben 0 körüli, amely a két vizsgált érték közötti függetlenséget jelenti. 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 következő módszer, amelyet használok a feltett kérdés megválaszolásához az a *lineáris regresszió*. SPSS programot használtam, ahol a függő változó a javasolt index, míg a független változók az összes rendelkezésemre álló magyarázó változó. A végső futtatás előtt ki kell választani a lineáris regresszió módját. Először stepwise majd enter módszerrel is elvégzem az elemzést. Az enter módszer esetén az összes független változót bevonja a modellbe, és ezek együttes hatását vizsgálja. Míg a stepwise elsőként a legnagyobb standard regressziós együtthatóval bíró változót viszi be a modellbe, majd fokozatosan a többi kisebb erejűt. Miután bevitt egy változót, megvizsgálja, mely változó vehető ki az alakulóban lévő modellből úgy, hogy az R^2 értékét szignifikánsan csökkentené a kivétel. A stepwise módszer esetében meghagytam az SPSS default kritériumait a változók modellbe való be és ki kerülését tekintve. A bevétel 5% mellett, míg a kivétel 10% a t-próbánál.

A simlis index értékének magyarázatára a futtatás során 2 modellt kaptam, amelyekről a legfontosabb statisztikai adatokat a 22. táblázat tartalmazza. A kapott modellek közül a nagyobb R^2 értékkel rendelkezőt választom, mert ha minél nagyobb az R^2 értéke, akkor annál jobban írják le a magyarázó változók a függő változót. A korrigált R^2 megadására azért nem került sor, mert nem ez alapján dönt a stepwise algoritmus az egyes lépéseknél, így nem tartottam szükségesnek. Megnéztem a használt statisztikai programban a futtatott modelleknél a korrigált R^2 értékeit és az algoritmus előrehaladtával az értékek rendre nőnek. Az R^2 alapján a 2. modellt választottam (a korrigált R^2 esetén is ezt választom), ahol 3 változó határozza meg a simlis index értékét. Ezek rendre egy konstans, a tulajdonos aktívan dolgozik és vallásos változók. Ehhez a modellhez tartozó elemszám 125. Mindezek összességében 15,3%-ban magyarázzák a simlis indexet. A 22. táblázatból továbbá leolvasható, hogy a kiválasztott modell Anova tesztje megfelelő, mivel a szignifikancia szint nulla. Ha összevetjük mindezt a korrelációs számításnál kapottakkal, akkor látható, hogy a tulajdonos aktívan dolgozik változó megjelent a modellben is, de a vallásos változót nem tekintettem szignifikánsnak.

22. táblázat: A simlis indexet magyarázó modell statisztikai adatai

Model Summary				
Model	R	R Square	Anova	
			F	Sig.
1	0,354 ^a	0,125	17,606	0,000
2	0,391^b	0,153	11,008	0,000
a. Predictors: (Constant), a tulajdonos aktívan dolgozik				
b. Predictors: (Constant), a tulajdonos aktívan dolgozik, vallásos				

Forrás: Saját szerkesztés

A kiválasztott modell értelmezése kapcsán elmondható, hogy a simlis index értékére a konstans és 2 magyarázó változó hat. A pontos értékeket és irányokat az együtthatók táblázatból (23. táblázat) kapjuk meg. A konstans együtthatója pozitív irányú és nagy értékű, míg a tulajdonos aktívan dolgozik változó együttható értéke -1,070. Mivel dummy változóról van szó, így ha a tulajdonos aktívan dolgozik a vállalkozásában, akkor a simlis index értéke átlagosan 1-gyel kevesebb lesz, mint a nem dolgozó tulajdonos esetében. A vallásos változó éppen szignifikáns, és az együttható értéke -0,219. Érdemi változást nem jelent, mivel a simlis index maximális értéke 10 lehet, így akkor az átlagos érték 0,219-el lenne kevesebb. Összességében az a következtetés vonható le, hogy a vállalkozás megbízhatóságát a tulajdonos személye és jelenléte nagyban befolyásolja.

23. táblázat: A kapott modellek együttható táblázata simlis index esetében

Coefficients ^a					
Model		Unstandardized Coefficients		t	Sig.
		Coefficient	Std. Error		
1	(Constant)	2,333	,252	9,262	,000
	a tulajdonos aktívan dolgozik	-1,083	,258	-4,196	,000
2	(Constant)	2,443	,255	9,584	,000
	a tulajdonos aktívan dolgozik	-1,070	,255	-4,191	,000
	vallásos	-,219	,110	-1,996	,048
a. Dependent Variable: Simlis index					

Forrás: Saját szerkesztés

A következőkben a nyitottsági indexet magyarázó modellt ismertetem. A futtatás eredményeül 4 modellt kaptam, amiből a 4. modellt választottam ki az R^2 alapján (24. táblázat), amely a nyitottsági index értékét 21%-ban magyarázza a következő változókkal: konstans, majd a Budapest változó, a megkérdezett férfi, érettségivel rendelkezik, és Szeged változó.

24. táblázat: A nyitottsági indexet meghatározó modellek statisztikai adatai

Model Summary				
Model	R	R Square	Anova	
			F	Sig.
1	0,258 ^a	0,067	8,923	0,003
2	0,347 ^b	0,120	8,481	0,000
3	0,407 ^c	0,165	8,127	0,000
4	0,458^d	0,210	8,116	0,000
a. Predictors: (Constant), Budapest				
b. Predictors: (Constant), Budapest, a megkérdezett férfi				
c. Predictors: (Constant), Budapest, a megkérdezett férfi, érettségivel rendelkezik				
d. Predictors: (Constant), Budapest, a megkérdezett férfi, érettségivel rendelkezik, Szeged				

Forrás: Saját szerkesztés

Az együtthatók táblázata (25. táblázat) alapján egy vállalkozás nyitottságában szerepet játszik annak földrajzi elhelyezkedése, továbbá fontos a vállalkozó személye és végzettsége. Mind a négy együttható értéke és előjele jelentősnek tekinthető. Amennyiben a vállalkozás Budapest székhelyű, úgy a nyitottsági index átlagos értéke 1,140-el lenne több, míg ha szegedi a vállalkozás, akkor 1,953-al lenne kevesebb. Ha a megkérdezett férfi, akkor a nyitottsági index átlagos értéke 1,422-el lenne több, és ha a megkérdezett érettségivel rendelkezik, akkor pedig 1,327-el lenne kevesebb.

25. táblázat: A nyitottsági indexet magyarázó modell együttható táblázata

Coefficients ^a					
Model		Unstandardized Coefficients		t	Sig.
		Coefficient	Std. Error		
1	(Constant)	-,778	,292	-2,659	,009
	Budapest	1,452	,486	2,987	,003
2	(Constant)	-1,864	,487	-3,828	,000
	Budapest	1,472	,474	3,107	,002
	a megkérdezett férfi	1,443	,524	2,751	,007
3	(Constant)	-1,463	,501	-2,918	,004
	Budapest	1,454	,463	3,138	,002
	a megkérdezett férfi	1,407	,513	2,742	,007
	érettségivel rendelkezik	-1,264	,490	-2,578	,011
4	(Constant)	-1,142	,505	-2,264	,025
	Budapest	1,140	,468	2,435	,016
	a megkérdezett férfi	1,422	,501	2,837	,005
	érettségivel rendelkezik	-1,327	,479	-2,768	,007
	Szeged	-1,953	,743	-2,629	,010
a. Dependent Variable: Nyitottsági index					

Forrás: Saját szerkesztés

A jelen fejezet bevezető részében jeleztem, hogy hazánkban eddig mindössze néhány olyan tanulmány jelent meg, amely jelentős mintán végzett statisztikai elemzést. E témához kapcsolódóan Mikesy (2015) tanulmányát emelném ki. A kutatási kérdésként azt tette fel, hogy mi határozza meg a magyarországi vállalatok külső tőkebefektetőkhez való viszonyát, és milyen tényezők játszanak szerepet a nyitottságban illetve az elzárkózásban. A tényezők felkutatásához az MFB Indikátor kérdőív 2013. tavaszán felvett adatbázisát használta (296 elemszám). Módszerként logisztikus regressziót, majd főkomponens analízist használt. A tanulmányának legfontosabb eredményei, hogy a megkérdezett vállalkozások többsége (56,3%-a) elképzelhetőnek tartja mind szakmai, mind pénzügyi befektető bevonását, de közel kétharmaduk ezt csak kisebbségi tulajdonosként. Továbbá a vállalatok tőkeági finanszírozáshoz való nyitottságát elsősorban szubjektív tényezők befolyásolják, úgy, mint a potenciális befektető kiléte. Egy vállalkozás nyitottságát növeli, ha exporttevékenységet (is) folytat, és elsősorban szolgáltató szektorban tevékenykedik a közép-magyarországi régióban.

Az előbb ismertetett tanulmány más adatbázison, de hasonló kérdést feszeget. Ebben az esetben is olyan vállalkozásokat kérdeztek meg, amelyek nem részesültek még külső tőkebevonásban, mint például kockázati tőkében. Mindkét vizsgálat célja az volt, hogy valamilyen statisztikai módszertan mentén adott adatbázison a vállalkozások nyitottságát, hajlandóságát elemezze külső tőkefinanszírozás iránt. Az általam kialakított, javasolt indexek célja az is, hogy releváns információt szolgáltatson a kockázattőke-befektetőknek a kiválasztás során. Érdemes lenne a jövőben egy közös kutatást elvégezni.

A beruházási index esetén 4 modellt épített a program, és ezek közül a 4. modellt fogadtam el, amelyben a magyarázó változók 18,4%-ban magyarázzák a beruházási indexet. A modellt meghatározó változók rendre: konstans, érettségivel rendelkezik, Debrecen, Dunaújváros és ipari vállalat (26. táblázat).

26. táblázat: A beruházási indexet meghatározó modellek statisztikai adatai

Model Summary				
Model	R	R Square	Anova	
			F	Sig.
1	0,256 ^a	0,066	8,792	0,004
2	0,323 ^b	0,104	7,204	0,001
3	0,379 ^c	0,143	6,866	0,000
4	0,429^d	0,184	6,869	0,000
a. Predictors: (Constant), érettségivel rendelkezik				
b. Predictors: (Constant), érettségivel rendelkezik, Debrecen				
c. Predictors: (Constant), érettségivel rendelkezik, Debrecen, Dunaújváros				
d. Predictors: (Constant), érettségivel rendelkezik, Debrecen, Dunaújváros, ipari vállalat				

Forrás: Saját szerkesztés

A kapott 4. modell együttható értékei alacsonyok, tehát az átlagos index értékben jelentős változást nem eredményeznek. Egyedül az ipari vállalat változó együttható értéke lett negatív, amely így az átlagos index értéket kicsivel ugyan, de növeli, míg a többi csökkenti azt (27. táblázat).

27. táblázat: A beruházási indexet meghatározó modell együttható táblázata

Coefficients ^a					
Model		Unstandardized Coefficients		t	Sig.
		Coefficient	Std. Error		
1	(Constant)	2,422	0,056	43,271	0,000
	érettségivel rendelkezik	0,308	0,104	2,965	0,004
2	(Constant)	2,382	0,058	41,278	0,000
	érettségivel rendelkezik	0,291	0,102	2,844	0,005
	Debrecen	0,300	0,130	2,305	0,023
3	(Constant)	2,347	0,059	40,095	0,000
	érettségivel rendelkezik	0,267	0,101	2,645	0,009
	Debrecen	0,344	0,129	2,663	0,009
	Dunaújváros	0,375	0,158	2,377	0,019
4	(Constant)	2,407	0,062	38,640	0,000
	érettségivel rendelkezik	0,280	0,099	2,833	0,005
	Debrecen	0,381	0,128	2,991	0,003
	Dunaújváros	0,411	0,155	2,645	0,009
	ipari vállalat	-0,242	0,099	-2,457	0,015
a. Dependent Variable: Beruházási index					

Forrás: Saját szerkesztés

Az elvégzett futtatások eredményének tükrében a lineáris regressziós modellek magyarázó ereje mindhárom esetben 15-21% között ingadozik. Úgy vélem, hogy a kapott modellek nem adtak teljeskörű képet az indexeket meghatározó változókról, így további vizsgálatok szükségesek. Ezt a 4.4. fejezetben folytatom. A nagy R^2 érték sem lett volna jó, mert az azt jelenti, hogy akkor az index nem újdonságerejű, vagyis egy standarizált változóról van szó. Az alacsonyabb magyarázó erő esetleg köszönhető a magyarázó változók nem megfelelő körének, így további magyarázó változók beszerzésére lenne szükség. Megjegyezném, hogy a magyar szakirodalomban kevés tanulmányt találunk, amelyben konkrét mintán végeznek statisztikai elemzést, mivel inkább esettanulmányokat készítenek a kockázati tőke sajátosságai miatt. Így véleményem szerint az elvégzett elemzés önmagában hozzájárul a magyar tudományos ismeretek fejlődéséhez.

A kapott eredmények összegzése során arra lettem figyelmes, hogy a 3 indexre kapott modellekben a magyarázó változók típusa minden esetben dummy változó. Ebből az a következtetés vonható le, hogy nem lett volna szükség lineáris regresszió futtatására, hanem egy illetve több szempontos ANOVA-val is lehetett volna dolgozni. De ezt nem végzem el, mivel az R^2 értékek mindhárom esetben alacsonyak, ezért nem remélhetnék jobb eredményt.

A fejezet zárásaként röviden ismertetem az enter módszerrel kapott regressziós modellek eredményeit. Mivel nem ez a fő elemzés, ezért csak a legfontosabb eredményeket mutatom be. Mindhárom indexre egy-egy modellt kaptam és ezek legfontosabb statisztikáit összegeztem a 28. táblázatban. Az egy-egy modellben pedig az összes rendelkezésemre álló magyarázó változót belevettem.

28. táblázat: Lineáris regresszió enter módszerrel

Model Summary					
Model	R	R Square	Std. Error of the Estimate	Anova	
				F	Sig.
Simlis index	0,635	0,404	0,58901	1,947	0,007
Nyitottsági index	0,641	0,411	2,410	2,054	0,004
Beruházási index	0,589	0,347	0,512	1,564	0,051
Módszer: Lineáris regresszió enter módszer, a független változók: az összes rendelkezésre álló magyarázó változó					

Forrás: Saját szerkesztés

Az összesített modell statisztikákból azt tudom levonni, hogy az R^2 értékek magasak, de az F értékek alacsonyak, így mindenképpen végig kell nézni az együtthatók szignifikanciáit. A 3. számú mellékletben található meg az egyes modellekhez tartozó együttható táblázat, de itt is csak azon magyarázó változók és együttható értékeik vannak megjelenítve, amelyek szignifikánsak (5%-on veszi be a modellbe). Az együtthatók értékeiről összességében az is elmondható, hogy van pár szignifikáns változó, de értékük érdemben jelentéktelenek. Továbbá az is megfigyelhető, hogy néhány megegyezik a stepwise módszer esetben kapott modelleket alkotó változókkal. Például a simlis index esetében az árbevétel 2007, 2008, 2009 változók szignifikánsak, előjelük össze-vissza változik és az együtthatók értelmezésénél azt mondhatjuk el, hogy 10 millió Ft-os átlagos árbevétel esetén a hatás kisebb, mint 3 század. A dolgozat terjedelmére tekintettel ezeket tovább nem is fejtem ki.

A fentebb elvégzett és értékelt elemzésről összegzésképpen azt tudom elmondani, hogy a modellek magyarázóereje miatt nem tudok érdemi következtetéseket levonni a kialakított indexeket befolyásoló tényezőkről, így további elemzés szükséges.

4.4. A vállalkozások osztályozása a kockázati tőke kiválasztás szempontjából

A jelen fejezet elején összevetéseket teszek a javasolt indexek és néhány magyarázó változó között. Ezzel az a célom, hogy egy elsődleges képet adjak az indexekről néhány leíró statisztikai eszköz segítségével. A törzsszövegben csak pár ilyen kapcsolati táblázatot és magyarázatot közlök, a többi a *4. számú mellékletben* található meg. Így a javasolt indexeket és a település, az árbevétel KSH kategóriák szerint, és a tulajdonosi szerkezet változók közötti kapcsolatát vizsgálom. A választásom azért esett ezekre a változókra, mert úgy vélem, ezek adhatnak érdekes eredményt a mintáról. Ez összesen kilenc viszonyt jelent, ha a fennmaradó összes változóra lefuttatnám, akkor átláthatatlan lenne, és elvesznének a fontos eredmények. Így további módszerrel végzek majd elemzést.

A következőkben bemutatom a legérdekesebb megállapításokat. Szekszárdon működő vállalkozások (17 darab) megkérdezetteiről leírható, hogy a simlis index átlagos értéke 1 és a szórás 0%. Ez azt jelenti, hogy ezek a személyek megbízhatóak az elfogadási kritériumok alapján. A legmegbízhatatlanabb vezetői a szegedi vállalkozásoknak van, ahol a simlis index átlagos értéke 1,4834 (*29. táblázat*).

29. táblázat: A simlis index és a település változó közötti kapcsolatot leíró statisztika

Simlis index	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
					Lower Bound	Upper Bound		
Budapest	97	1,4261	0,82679	0,08395	1,2594	1,5927	1,00	5,00
Debrecen	49	1,2347	0,51893	0,07413	1,0856	1,3837	1,00	3,00
Dunaújváros	25	1,0200	0,10000	0,02000	0,9787	1,0613	1,00	1,50
Miskolc	37	1,2905	0,80259	0,13194	1,0229	1,5581	1,00	5,25
Szeged	35	1,4834	0,82394	0,13927	1,2004	1,7665	1,00	4,25
Szekszárd	17	1,0000	0,00000	0,00000	1,0000	1,0000	1,00	1,00
Zalaegerszeg	35	1,4546	0,76270	0,12892	1,1926	1,7166	1,00	4,33
Total	295	1,3285	0,71869	0,04184	1,2462	1,4109	1,00	5,25

Forrás: Saját szerkesztés

Amennyiben a vállalkozás tulajdonosai között külföldi is van, akkor a nyitottsági index átlagos értéke 1,17, míg ha csak belföldi tulajdonlású, akkor az átlagos érték -0,36 (30. táblázat).

30. táblázat: A nyitottsági index és a tulajdonosi szerkezet viszonyát leíró adatok

Nyitottsági index	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
					Lower Bound	Upper Bound		
külföldi tulajdonos is	6	1,17	1,941	,792	-,87	3,20	-2	3
csak belföldi tulajdonos	294	-,36	2,586	,151	-,66	-,07	-6	6
Total	300	-,33	2,582	,149	-,63	-,04	-6	6

Forrás: Saját szerkesztés

Ha a KSH árbevétel kategóriát és a nyitottsági indexet vetjük össze, akkor kitűnik, hogy csak pozitív értéket (0-5 közöttit) a legnagyobb árbevételű (2500-4000 millió forint) vállalkozások vesznek fel. Így az átlagos értéket (2,33) tekintve ezek a legnyitottabbak (31. táblázat).

31. táblázat: A nyitottsági index és a KSH árbevétel kategóri közötti kapcsolatot leíró adatok

Nyitottsági index	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
					Lower Bound	Upper Bound		
ismeretlen	2	-2,50	,707	,500	-8,85	3,85	-3	-2
0-20m Ft	39	-,77	2,288	,366	-1,51	-,03	-5	5
21-50m Ft	63	-,89	2,771	,349	-1,59	-,19	-6	5
51-300m Ft	136	-,30	2,606	,223	-,74	,14	-6	6
301-500m Ft	31	,32	2,386	,429	-,55	1,20	-6	4
501-700m Ft	9	-,44	2,877	,959	-2,66	1,77	-4	5
701-1000m Ft	5	1,00	1,581	,707	-,96	2,96	-1	3
1001-2500m Ft	12	1,17	1,749	,505	,06	2,28	-2	3
2500-4000m Ft	3	2,33	2,517	1,453	-3,92	8,58	0	5
Total	300	-,33	2,582	,149	-,63	-,04	-6	6

Forrás: Saját szerkesztés

Továbbá kiemelném még, hogy összesen 6 vállalkozás esik az erősen megfelelő (1) kategóriába a beruházási index esetén (32. táblázat). Ez azt jelenti, hogy finanszírozási forrásnak a külső tőkebevonást is bejelölte, és a beruházási céljai között szerepel a kutatás és fejlesztés is. Ezen vállalkozásokat csak belföldi szereplő tulajdonolja. Ebből arra következtethetünk, hogy nem kell külföldi tulajdonos ahhoz, hogy tudják azt, hogy a hitelen kívül más külső finanszírozási formát is igénybe lehet venni.

32. táblázat: A beruházási index és a tulajdonosi szerkezet viszonyát leíró keresztábra

			tulajdonosi szerkezet		Total
			külföldi tulajdonos is	csak belföldi tulajdonos	
Beruházási index	1	Count	0	6	6
		% of Total	0,0%	2,0%	2,0%
	2	Count	4	126	130
		% of Total	1,3%	42,0%	43,3%
	3	Count	2	162	164
% of Total		,7%	54,0%	54,7%	
Total		Count	6	294	300
		% of Total	2,0%	98,0%	100,0%

Forrás: Saját szerkesztés

A jelen fejezetben a fő kutatási kérdés, hogy *milyen módszerek (akár új mutatók) lehetségesek a potenciális vállalkozások minősítésére, illetve arra, hogy a vállalatokat tipizáljuk abból a szempontból, hogy mennyire alkalmas egy kockázatitőke-finanszírozásra?* Ehhez eszközül a klaszteranalízist választottam. A már ismertetett magyarázó változók segítségével csoportokat képezek a rendelkezésemre álló 300 vállalkozásból. Majd a kialakított csoportok és a javasolt indexek közötti kapcsolatot vizsgálom.

A klaszterelemzés első lépése a magyarázó változók kialakítása, illetve az atipikus változók/kiugró adatok (outliers) kiválasztása, majd kihagyása az elemzésből. A változók között vannak folytonosak, így ezeket nominális változókká alakítottam át standardizálással, amelyet már a magyarázó változók ismertetésénél bemutattam (4.1. fejezet). Átalakításra szorult a megkérdezett életkora, a vállalkozás működési éve, hány éve vállalkozó a megkérdezett, a jövedelmi szint, és a számviteli adatok: az árbevétel és az összes eszköz. A másik előzetes lépés az atipikus változók kapcsán merül fel, itt olyan kiugró adatokról van szó,

amelyek nem jellemzők a sokaságra vagy alulreprezentálják az alapsokaságban levő csoport nagyságát.

A következő lépés a klaszterek számának meghatározása. Ehhez statisztikai eszközöket használtam, így SPSS programban lefutattam egy dendrogram-ot. Mivel 300 elemű mintáról van szó, így nagy ágrajzot kaptam, amiről nehéz leolvasni a pontos klaszterszámot. Ehhez próba klaszterezést végeztem különböző számú klaszterszámokra (például 4, 5, 6, 7 klaszter) K-közép klaszterképzéssel. A megfelelő csoportszám kialakításánál arra kell figyelni, hogy a csoport központok minél távolabb legyenek egymástól. Amikor 6 vagy annál magasabb klasztert képeztem, akkor sok információt vesztettem, így mindenképp kevesebb csoportot kell képezni. Végül 4 csoport kialakítása mellett döntöttem. Ezen próba futtatásokat nem közlöm, csak a végleges változatot.

A próba futtatások során csak az volt a cél, hogy jól elhatárolható csoportokat kapjak, és a klaszterezési változók kiválasztása még nem történt meg. Ehhez egy szempontú Anova tesztet használtam, melynek eredményét a 33. táblázat tartalmazza. A klaszterképzés során az a célom, hogy adott szempontok szerint (a vállalkozó személyiségére vonatkozó például a tulajdonos dolgozik-e a cégben; és a vállalkozásra jellemző ismérvek például árbevétel, tulajdonosi szerkezet) válogatott változók alapján keresem a vállalkozástípusokat, majd a kapott klaszterek és a javasolt indexek közötti kapcsolatot vizsgálom, így a javasolt indexek további „viselkedését” leírva.

33. táblázat: Az összes magyarázó változó egy szempontos Anova teszt eredménye

ANOVA		
	F	Sig.
Budapest	72,04664	0,00000
Debrecen	2,51597	0,05941
Dunaujvaros	2,40790	0,06830
Miskolc	5,74449	0,00086
Szeged	7,19590	0,00013
Szekszárd	4,85193	0,00278
mikro vállalkozás	6,22926	0,00046
ipari vállalat	93,07387	0,00000
kereskedő vállalat	7,80426	0,00006
a tulajdonos a megkérdezett	4,87335	0,00271
a tulajdonos aktívan dolgozik	5,20694	0,00174
érettségivel rendelkezik	608,08470	0,00000
felsőfokú végzettségű	1061,17825	0,00000

házas	0,73782	0,53060
vallásos	0,46087	0,70992
van gyereke	1,05956	0,36735
férfi	1,53146	0,20750
tagja valamilyen vállalkozói szervezetnek	9,51449	0,00001
jövedelmi szintje szerint szegény jövedelmű	1,62141	0,18557
jövedelmi szintje szerint közepes jövedelmű	1,23437	0,29831
a tulajdonosok belföldi szereplők	4,54388	0,00417
működési évek számának standardizált értéke	2,32203	0,07629
vállalkozói évek számának standardizált értéke	0,65810	0,57874
a megkérdezett életkorának standardizált értéke	0,62937	0,59683
jövedelem szint standardizált értéke	3,29161	0,02163
árbevétel standardizált értéke	4,18256	0,00671
összes eszköz standardizált értéke	3,32937	0,02059

Forrás: Saját szerkesztés

A végleges klaszterképzésben azon változókat vettem be, amelyeket félkövérrel emeltem ki. Az elfogadás a legfeljebb 5% szingifikancia szint mellett valósult meg. Így a tulajdonosi szerkezet, a megkérdezett jövedelmi szintje, és az összes eszköz változók is bekerültek az elemzésbe. Kihagytam a házas, vallásos, vállalkozás életkora, és a megkérdezett életkora változókat, mert ezek szignifikancia szintje nagyon magas. Fontos a működési év standardizált alak változót kiemelnem, mert ennek szignifikancia szintje 5% fölötti, így ki kellene hagynom, de az általános adatokból látható, hogy a mintában ennek a változónak a legmagasabb a hiányzó értékek aránya. Ebből adódóan, ha kihagynám, akkor elveszíteném a mintám 1/3-ad részét a klaszterképzés során, így meghagytam. Az előbb soroltokon kívül még kikerülnek a férfi, szegény, átlagos jövedelmű változók, mivel a szignifikancia szintjük 5% fölött van.

A végleges klaszter futtatás eredményeit a 34. táblázat és a 35. táblázat tartalmazza. Továbbiakban ezek alapján jellemzem a kapott klasztereket és majd ezek és a javasolt indexek között keresem a kapcsolatot. Érdekes lehet majd azt is megvizsgálni, hogy a kihagyott változók hogyan viszonyulnak a javasolt indexekhez is. Legvégül pedig megkeresem, melyik klaszterben vannak azok a megfelelő vállalkozások, amelyeket már a 4.2. fejezetben kiemeltem.

34. táblázat: A végleges klaszter középpontok értékei

Final Cluster Centres				
	Cluster			
	1	2	3	4
Budapest	0,3182	0,2979	1,0000	0,0000
Debrecen	0,1818	0,1915	0,0000	0,1980
Dunaujvaros	0,1364	0,1064	0,0000	0,0990
Miskolc	0,1136	0,1064	0,0000	0,2277
Szeged	0,0909	0,0638	0,0000	0,2475
Szekszárd	0,0455	0,0638	0,0000	0,0891
mikro vállalkozás	0,7045	0,4255	0,4074	0,4059
ipari vállalat	0,0000	0,6170	0,2037	0,3168
kereskedő vállalat	0,7273	0,0000	0,3704	0,2673
a tulajdonos a megkérdezett	0,9091	0,8936	0,6481	0,8911
a tulajdonos aktívan dolgozik	0,9773	0,9787	0,8148	0,9703
érettségivel rendelkezik	0,8864	0,8936	0,0000	0,0000
felsőfokú végzettségű	0,0000	0,0000	1,0000	0,9901
tagja valamilyen vállalkozói szervezetnek	0,2955	0,5319	0,6667	0,7525
a tulajdonosok belföldi szereplők	1,0000	1,0000	0,9259	0,9901
működési évek számának standardizált értéke	0,4736	0,5174	0,5230	0,5739
jövedelem szint standardizált értéke	0,5455	0,5021	0,5981	0,5792
árbevétel standardizált értéke	0,0573	0,0319	0,1248	0,0654
összes eszköz standardizált értéke	0,0290	0,0268	0,0974	0,0660

Forrás: Saját szerkesztés

35. táblázat: A használt magyarázó változók Anova eredménye

ANOVA		
	F	Sig.
Budapest	146,9319	0,0000
Debrecen	4,2500	0,0060
Dunaujvaros	2,3669	0,0715
Miskolc	5,7814	0,0008
Szeged	8,2422	0,0000
Szekszárd	1,7964	0,1485
mikro vállalkozás	4,3484	0,0053
ipari vállalat	17,7850	0,0000
kereskedő vállalat	24,5875	0,0000
a tulajdonos a megkérdezett	6,9288	0,0002
a tulajdonos aktívan dolgozik	6,6339	0,0003
érettségivel rendelkezik	411,7613	0,0000
felsőfokú végzettségű	4611,6674	0,0000
tagja valamilyen vállalkozói szervezetnek	10,7146	0,0000
a tulajdonosok belföldi szereplők	3,5157	0,0159
működési évek számának standardizált értéke	1,7435	0,1587
jövedelem szint standardizált értéke	3,4463	0,0174
árbevétel standardizált értéke	5,5286	0,0011
összes eszköz standardizált értéke	4,6712	0,0034

Forrás: Saját szerkesztés

A 34. táblázat alapján a 4 kialakított klaszter legfontosabb ismérveit ismertetem. A földrajzi változók alapján a következőket tudjuk levonni. A négyből kettőről elmondható, hogy vegyes csoportok, vagyis az ország bármely részéről vannak benne vállalkozások. Míg a hármas klaszterbe csak budapesti székhelyű vállalkozások kerültek, illetve a négyes klaszterbe pedig csak vidéki működésű vállalkozások. Ebből kifolyólag a hármas klasztert elneveztem „csak Budapesti vállalkozások” klaszternek, míg a négyest „csak vidéki vállalkozások” csoportnak. Ha az egyes és a kettes klaszter között kell különbséget tenni, akkor elmondható, hogy a kettes klaszterben kicsivel ugyan (60%), de több nyugati városban működő vállalkozás található. Így ez lesz „a nyugati vállalkozások” csoportja. És végül, de nem utolsó sorban az egyes klaszter, ahol minden térségből találunk vállalkozásokat, így „a vegyes vállalkozások” nevet kapja. Továbbiakban e négy klasztercsoportot jellemzem a többi magyarázó változók alapján. Előre bocsátható az, hogy az ANOVA tábla (35. táblázat) alapján az iparági jellemzők nem szignifikánsak, amely a rétegzett mintavételnek köszönhető, vagyis nincs nagy különbség a csoportok között ebben a tekintetben.

Az egyes klaszter, amely „a vegyes vállalkozások” nevet kapta, kitűnik a tekintetben, hogy 70,45 %-ban mikro vállalkozások alkotják, a többi klaszterben ennél alacsonyabb számban vannak jelen. A vállalkozások tulajdonosai 98%-ban részt vesznek az operatív munkában. A vállalkozás tulajdonosairól elmondható, hogy csak érettségizettek, és 30%-uk tagja valamilyen vállalkozói szervezetnek. A vállalkozások tulajdonosai teljes mértékben belföldiek. Számviteli tekintetben átlagosan 166.170.000 ft az árbevételük, míg az összes eszköz értékük átlagosan 72.500.000 ft.

A következő a kettes csoport, amely „a nyugati vállalkozások” nevet kapta. Ebben a csoportban a vállalkozások 57,45%-a kisvállalkozás és a többi csoporthoz viszonyítva itt minden vállalkozás tulajdonosa aktívan dolgozik a vállalkozásban. A tulajdonosok iskolai végzettség tekintetében közel 90% érettségizett. A vállalkozások tulajdonosai teljes mértékben belföldiek. A számviteli adatok tükrében és a többi csoporttal összevetve ez a legkisebb csoport, mind elemszámot tekintve, mind méretet. Átlagos árbevételi szint 92.510.000 ft, míg az összes eszköz 67.000.000 ft.

A számviteli adatok alapján a harmas csoport, nevezetesen a „csak Budapesti vállalkozások” csoportra a következő értékek jellemzőek. Az árbevétel értéke a klaszterközpontban 361.920.000 ft, míg az összes eszköz értéke 243.500.000 ft. Ebbe a csoportba 54 vállalkozás tartozik, melyek közül majdnem 40-60%-os arányban vannak mikro- és kisvállalkozások. Egy fontos különbség a többi csoporthoz képest, hogy itt a megkérdezettek 64,81%-a volt a tulajdonos, és a tulajdonosoknak csak a 80%-a vesz részt aktívan a napi működésben. Ez összefügg a tulajdonosi szerkezettel is, mivel ebben a csoportban találjuk azokat a vállalkozásokat, ahol külföldi tulajdonos is van. Elmondható, hogy a vezetők 100%-a felsőfokú végzettséggel rendelkezik.

Végül a négyes csoportra, amely „a vidéki vállalkozások” elnevezést kapta, jellemzők, hogy 101 mikro- és kisvállalkozás alkotja és a minta tekintetében ebben a csoportban van a legtöbb vállalkozás. Összesen 300 a mintaszám, és ebből 54 vállalkozás kiesik a változók miatt. A „csak Budapesti vállalkozások” csoporthoz hasonlóan, de nem olyan mértékben, itt is megjelenik, hogy a tulajdonosok 3%-a nem aktív résztvevő, és vannak külföldi tulajdonosok is. Iskolai végzettségüket tekintve majdnem mindenki felsőfokú végzettséggel rendelkezik. A számviteli adatok fényében a második helyre sorolhatóak ezek a vállalkozások, ha a klaszterközpontok értékeit megnézzük. Árbevétel tekintetében 189.660.000 ft, míg az összes eszköz értéke 165.000.000 ft.

A csoportok bemutatása után olyan kérdésre keresem a választ, hogy van-e különbség az egyes klaszterekben a javasolt indexek között, és ha van, azok milyen értékeket vesznek fel. Ehhez függetlenségi és varianciaanalízis teszteket (szórások homogenitása tesztet, egy Anova és egy Welch tesztet) futtattam. A tesztek eredményeiről csak a szignifikancia szintet gyűjtöttem ki a 36. táblázatban.

36. táblázat: A javasolt indexek és a klaszterek közötti kapcsolat tesztjeinek eredménye

	Test of Homogeneity of Variances Sig.	ANOVA Between groups Sig.	Robust Test of Equality of Means (Welch) Sig.
simlis index	0,0260	0,31219	0,2632
nyitottsági index	0,2152	0,00001	0,0000
beruházási index	0,0016	0,02305	0,0184

Forrás: Saját szerkesztés

A simlis index nem szignifikáns, vagyis nincs akkora különbség az egyes index értékek és a klaszterek között. Míg a nyitottsági index és a beruházási index esetén az ANOVA szignifikanciát mutat, amely azt jelenti, hogy a csoportok között különbség van. A további értékelésében segít az egyes klaszterek és a javasolt indexek közötti statisztikai adatok (37. táblázat).

37. táblázat: Egyes klaszterek és a javasolt indexek közötti jellemzők

Descriptives									
		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
						Lower Bound	Upper Bound		
simlis index	1	43	1,3314	0,8233	0,1255	1,0780	1,5848	1	4,25
	2	47	1,3847	0,7564	0,1103	1,1626	1,6068	1	4,33
	3	51	1,4265	0,7319	0,1025	1,2206	1,6323	1	4
	4	101	1,2302	0,4926	0,0490	1,1329	1,3274	1	3,75
	Total	242	1,3195	0,6677	0,0429	1,2350	1,4041	1	4,33
nyitottsági index	1	44	-0,6591	2,1775	0,3283	-1,3211	0,0029	-6	4
	2	47	-0,9574	2,3587	0,3440	-1,6500	-0,2649	-6	5
	3	54	1,2407	2,5693	0,3496	0,5395	1,9420	-6	6
	4	101	-0,5644	2,5746	0,2562	-1,0726	-0,0561	-6	5
	Total	246	-0,2602	2,5820	0,1646	-0,5844	0,0641	-6	6
beruházási index	1	44	2,7045	0,4615	0,0696	2,5642	2,8449	2	3
	2	47	2,5532	0,5441	0,0794	2,3934	2,7129	1	3
	3	54	2,3889	0,5636	0,0767	2,2351	2,5427	1	3
	4	101	2,4851	0,5023	0,0500	2,3860	2,5843	2	3
	Total	246	2,5163	0,5246	0,0334	2,4504	2,5821	1	3

Forrás: Saját szerkesztés

A csoportok között nincs nagy eltérés az átlagos simlis index értékben, de mégis kiemelhető a harmadik csoport. Ebben a csoportban átlagosan 1,4265 értékkel rendelkező vállalkozások vannak, amelyet ha összevetünk a többivel, akkor a legmagasabb átlagos érték. A simlis index értékelésénél az eggyel rendelkező vállalkozásokat tartom megbízhatónak, míg egynél nagyobb értékkel bírókat már simlisnek.

A 36. táblázat alapján van kapcsolat a nyitottsági index és a klaszterek között, mivel az Anova teszt szignifikáns. A nyitottsági index kapcsán a hármas klaszter újfent kiugró. Ide olyan vállalkozások kerültek a mintából, amelyek nyitottabbak lehetnek, míg a többi háromba olyanok, amelyek inkább közömbösek a kockázati tőke iránt.

A nyitottsági index visszaszámolása a következőképpen történik. Minél magasabb a nyitottsági index értéke annál nyitottabb a tulajdonos a kockázati tőke befogadására. A minta vállalkozásai [-6; 6] közötti értékeket vettek fel, így a 37. táblázatban kapott értéket meg kell szorozni tizenkettővel, majd hatot kell levonni. Így 1,2407-t kapunk a nyitottsági indexre a hármas klaszterben. A többi három csoport esetében a felvett értékek átlagosan negatív előjellel bírnak és kisebbek, mint egy, vagyis közömbösek a kockázati tőke iránt. A nyitottsági index azt jelenti, hogy a vállalkozás tulajdonosa mennyire akarja/ szeretné elfogadni a kockázati tőkést, mint esetleges új tulajdonostársat. A „csak Budapest vállalkozások” csoport e tekintetben nyitottabbnak tekinthető, mint a többi klaszterben csoportosuló vállalkozás. A vizsgálat elvégzése előtt erre az eredményre azért számítottam, mivel Budapest a főváros, továbbá ebben a csoportban több olyan vállalkozás is található, ahol alapjában véve már van külföldi tag, illetve nem a tulajdonosok dolgoznak, hanem menedzserek. Mindezek illetve a magasabb iskolai végzettség nyitottabbá tehet.

Végül a harmadik index, a beruházási index, amely 5% alatti szignifikancia szinttel rendelkezik. A beruházási index esetében azok a vállalkozások felelhetnek meg a kockázati tőkés számára, akik 1 értéket vesznek fel. E tekintetben a hármas csoportot lehet kiemelni szintén, mert ennek az átlaga a legkisebb. Ez azt jelenti, hogy ebben a csoportban vannak azok a vállalkozások, amelyek kockázati tőke-befektetést kívánnak igénybe venni, így a beruházási indexük 1.

A vizsgálatot a kihagyott változók elemzésével folytatom, amelyre hasonlóan, mint az előbb ANOVA-t és Welch tesztet futtattam a házasság, vallásos, van gyereke, standardizált működési év, és standardizált megkérdezett életkora változókra. Az egyes klaszterek és kimaradt változók közötti statisztikai értékek (átlag, szórás) alapján az egyes esetekben nincs vagy kismértékű az eltérés a csoportok között. Így bővebben nem is fejtem ki, mivel a jobb megértéshez nem járul hozzá (38. táblázat).

38. táblázat: Kimaradt változók és a csoportok közötti kapcsolat statisztikai tesztjeinek eredménye

	Test of Homogeneity of Variances Sig.	ANOVA Between groups Sig.	Robust Test of Equality of Means (Welch) Sig.
házas	0,0003	0,2455	0,1010
vallásos	0,1298	0,3762	0,3912
van gyereke	0,0753	0,6369	0,6050
férfi	0,0000	0,0687	0,0404
jövedelmi szintje szerint szegény jövedelmű	0,0057	0,3753	0,3787
jövedelmi szintje szerint közepes jövedelmű	0,0194	0,4931	0,4828
vállalkozás működési éve	0,0411	0,1615	0,1954
megkérdezett életkora	0,5234	0,1465	0,1478

Forrás: Saját szerkesztés

A klaszterelemzés legvégén pedig érdekességgént áttekintem, hogy melyik klaszterben milyen értékeket vesznek fel az egyes javasolt indexek (39. táblázat). A 39. táblázat kialakításában a javasolt indexek elfogadási kritériumait használtam. Röviden megismétlem: ha egy kockázati tőkés a legjobb vállalkozást keresi, akkor a következő kritériumoknak kell megfelelnie a vállalkozásnak az indexek alapján: a simlis index értéke legyen 1, a nyitottsági index értéke legyen pozitív, és a beruházási index értéke pedig 1 legyen.

39. táblázat: Az egyes klaszterekben felvett index értékek

	A simlis index értéke		A nyitottsági index értéke			A beruházási index értéke		
Klaszterek	1	1 felett	negatív	zero	pozitív	1	2	3
1	31	13	22	10	12	0	13	31
2	33	14	29	9	9	1	19	27
3	29	25	13	7	34	2	29	23
4	74	27	58	11	32	0	52	49
Hiányzó értékek	39	15	28	9	17	3	17	34
Összesen	206	89	150	46	104	6	130	164

Forrás: Saját szerkesztés

Mindhárom kritériumnak egyszerre csak 2 darab vállalkozás felel meg, amelyek a hármas csoportban vannak. Az adatok titkosítása miatt cégnevet nem tudok, de a magyarázó változók alapján jellemezhetők. Mind a kettő budapesti székhelyű. Az egyik kisvállalkozás, a kereskedelemben tevékenykedik 16 éve, a megkérdezett a tulajdonos és 65 év körüli, felsőfokú végzettséggel rendelkezik, házas, vallásos és van gyereke, és tagja valamilyen szervezetnek.

Míg a másik mikrovállalkozás, szolgáltató szektorban tevékenykedik, 4 éve vállalkozó a tulajdonos, aki aktívan dolgozik a cégben, és a tulajdonos fiatal, felsőfokú végzettséggel rendelkezik, nem vallásos.

Mivel a nyitottsági indexben van nagyobb különbség a klaszterek között, így a 38. táblázat alapján még megjegyezném, hogy a negyedik csoportba tartozó vállalkozások közül 58 vállalkozás elzárkózik és 32 pedig nyitott a kockázati tőkére, amelynek okát ez az elemzés nem tudja megmagyarázni. A negyedik klaszter egyedi jellemzője, hogy ide csak vidéki városok tartoznak, de ebből további következtetéseket szerintem nem szabad levonni.

Össességében azt lehet leszűrni a nyitottsági index kapcsán, hogy a kockázati tőkés szempontjából a Budapesten működő mikro- és kisvállalkozások lehetnek az elsődleges célpontok, de az ország bármely területén is vannak olyan vállalkozások, amelyek nyitnak a kockázati tőke-befektetések felé.

4.5. A JEREMIE I. befektetések jellemzői

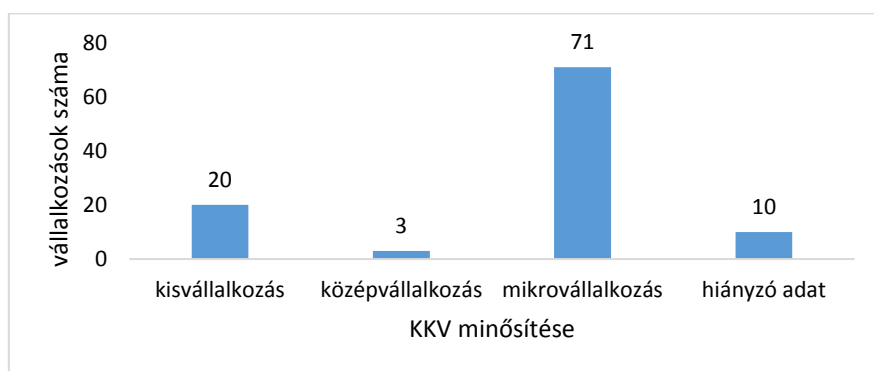
A 2.3. fejezetben ismertettem a JEREMIE I. programot és annak keretében nyertes 8 alapkezelőt. A következőkben ezen kockázatitőke-alapok befektetéseinek főbb jellemzőit mutatom be az MFB¹⁹ Zrt.-től kapott adatbázist alapján. A rendelkezésemre aggregát adatokat²⁰ (a 8 alap által leszerződött befektetések összértékét, a támogatott vállalkozások számát, regionális megoszlást a társaságok székhelye szerint, iparági megoszlást) bocsátottak cégnév és alapkezelők neve nélkül.

A klasszikus értelemben használt intézményi kockázati tőkések általában korai és kezdeti fázisú; innovatív és gyors növekedési potenciállal rendelkező cégeket finanszíroznak. A következőkben röviden ismertetem a rendelkezésemre álló adatok alapján, hogy a hazai kockázatitőke-befektetések céltársaságaira milyen főbb jellemvonások érvényesek.

Összesen 104 vállalkozás került finanszírozásra 47.632.473.073 forint értékben. A finanszírozás kockázati tőkéből és kölcsönből tevődik össze, de van olyan eset, ahol nem nyújtottak pluszban kölcsönt. A teljes szerződött összegből 37.557.471.414 forint a teljes szerződött tőke mennyisége.

A nyertes kockázatitőke-alapoknak meg volt határozva, hogy milyen méretű vállalkozásokat finanszírozhatnak. Ennek megoszlása az adatbázisban a következő: 20 darab kisvállalkozás, 3 darab középvállalkozás és 71 darab mikrovállalkozás (40. táblázat).

40. táblázat: A minta KKV minősítése szerinti megoszlás



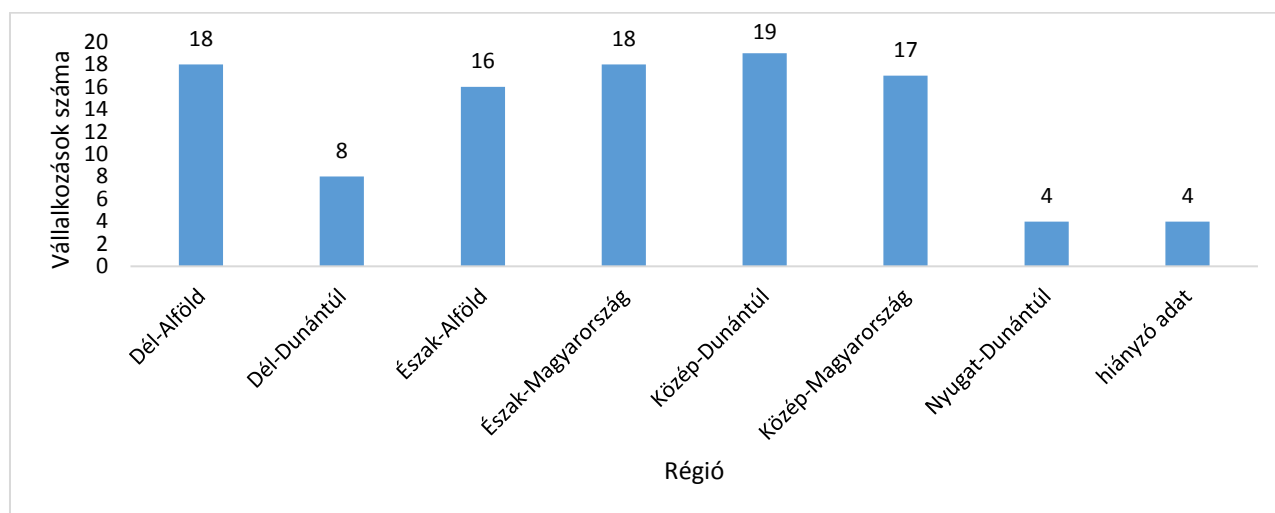
Forrás: Saját szerkesztés

¹⁹ Magyar Fejlesztési Bank Zrt.

²⁰ Az MFB-től további adatokat nem kaptam, még kutatási célra sem. Az MFB munkatársa közölte, hogy a konkrét befektetések paraméterei üzleti titkot képeznek és csak az egyes alapkezelők jogosultak kiadni azokat.

Régió szerinti megoszlásról elmondható, hogy a legtöbb befektetés a Közép-Dunántúlon, majd Észak-Magyarországon és Dél-Alföldön valósult meg, míg a legkevesebb Nyugat-Dunántúlon (41. táblázat).

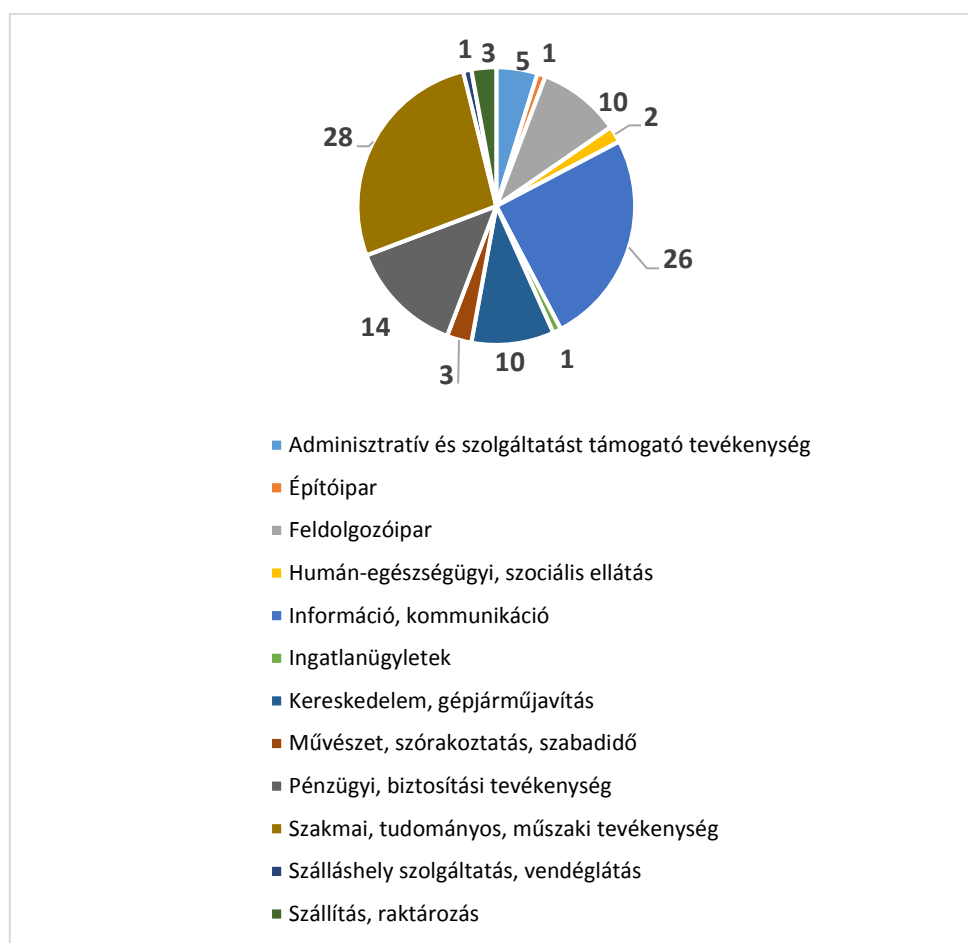
41. táblázat: A minta régiós megoszlása



Forrás: Saját szerkesztés

Egy kockázatitőke-befektetés során fontos szempont, hogy a célvállalkozás innovatív és gyors növekedési potenciállal rendelkezzen. A megvalósult befektetésekből 81 vállalkozás innovatív tevékenységet kíván megvalósítani. A gyors növekedést pedig meghatározza, hogy milyen iparágban tevékenykednek. Ennek kapcsán 11 különböző szektorban működő vállalkozásról van szó például információ, kommunikáció; szakmai, tudományos, műszaki tevékenység; és pénzügyi, biztosítási tevékenység, ami jellemzően holdingtársaságon keresztüli befektetést takar, ahol a tényleges céltársaság tevékenysége más. A 11. kördiagramról leolvasható, hogy a legtöbb befektetés (28 darab) a szakmai, tudományos, műszaki tevékenységet végző vállalkozások körében valósult meg. Ennek teljes szerződött összege 9.372.565.085 forint. A második szektor az információ, kommunikáció 26 vállalkozással. Mindkét iparágról köztudott, hogy innovatív, gyors növekedési lehetőség van benne. Míg egy-egy befektetés valósult meg az építőiparban, szálláshely szolgáltatás, és ingatlanügyletek esetén.

11. diagram: Az adatbázis szektorális megoszlása



Forrás: Saját szerkesztés

A befektetett összegeket tekintve elmondható, hogy a 104 céltársaságból 42 vállalatot csak kockázati tőkével finanszíroztak. A szerződött tőke összege befektetésenként 13.000.000 és 1.260.395.000 forint között mozogtak. Az átlagos tőkeérték egy befektetésre 361.129.533 forint, míg a szerződött kölcsön összeg átlagos érték 96.875.016 forint.

Az Észak-Magyarországi régióban található 2 olyan céltársaság, amelybe a legkisebb teljes szerződött összeget, 15.000.000 forintot fektették be. Mindkét vállalkozás kezdeti befektetés, és a pénzügyi közvetítés, vezetői tanácsadás ágazatban tevékenykednek. Míg a legnagyobb befektetett összeget, 1.358.500.000 forintot egy dél-alföldi kisvállalkozás nyerte el, amely a kereskedelem, gépjárműjavítás szektorban működik.

Egy sikeres kockázati-tőke-befektetéshez szükséges a jól kiválasztott portfólióvállalkozás és az abból való kiszállás, mivel a befektetett tőke a tulajdonrész értékesítésével térül meg. A befektetések sikerességéről (mennyire volt hatékony a kiválasztás), így évek múlva lehet majd elemzést készíteni.

Jövőbeli terveim között szerepel, hogy az előbb ismertetett befektetéseket utókövessem, és az általam javasolt indexeket validáljam. Egyelőre nem áll rendelkezésemre több adat, hogy mindezt megvalósítsam. Ehhez egy újabb kérdőíves felmérés szükséges a kockázati tőkével kapcsolatba került vállalkozások körében. Úgy vélem, hogy célravezetőbb lenne a jövőben, ha a nyertes kockázattőke-alapkezelőket keresem fel, hogy közösen teszteljük a kiválasztás során használható általam javasolt indexeket a már megvalósult befektetések alapján.

5. Konklúzió, a dolgozat legfontosabb eredményei

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 előremenetelét. 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 tettem 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 tekintettem 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 közelít az amerikai mintához. Számos tényező akad, amely gátat vet a teljeskörű 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 'tőkéletes' (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 érdemes lenne az elemzést megközelíteni. Megjegyezném, hogy a magyar szakirodalomban kevés tanulmányt találunk (kivételesen Mikesy (2015)), amelyben konkrét mintán végeznek statisztikai elemzést, mivel inkább esettanulmányokat készítenek a kockázati tőke sajátosságai miatt. Reményeim szerint az 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 alkalmas egy 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 hármasklaszterben 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.

A doktori értekezés összefoglalója

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

Egy gazdaság egészséges növekedéséhez nélkülözhetetlenek az innovatív, gyors növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások, amelyek komoly tőkeigénnyel rendelkeznek, és nagy kockázatot hordoznak. A pénzügyi közvetítők egyik szereplője a kockázati tőkés pont az ilyen típusú vállalkozásoknak nyújt segítséget külső tőkebevonással. Ezért fontosnak tartom, hogy olyan eszközöket/ mutatókat javasoljak a kockázati tőke-társaságok számára, amelyek relevánsak lehetnek a potenciális vállalkozás kiválasztásában a kockázati tőke-befektetés során.

A disszertáció fő célja, hogy bemutassam, hogy milyen tényezők befolyásolhatják a kockázati tőke jelenlétét, aktivitását világszerte; milyen eszközökkel és lépések mentén történik egy potenciális befektetés kiválasztása; és milyen kapcsolat áll fenn a potenciális vállalkozások gazdasági és egyéb jellemzői, és a kockázati tőke-befektetés kiválasztási szempontjai között. A disszertáció újdonságértéke a kockázati tőkés számára javasolt kiválasztáshoz használható indexek és azok teszteléséből származó állításokban rejlik.

A disszertáció hozzáadott értéke a következőképpen foglalható össze.

- Választ adok arra, hogy mennyire adaptálható az amerikai típusú kockázati tőke-modell más országokban, emellett ismertetem a kockázati tőke aktivitását a nemzetközi piacokon. Továbbá meg is adom, hogy melyek azok a tényezők, amelyek korlátozzák az amerikai modell elterjedését.
- A nemzetközi szakirodalom szintetizálásával javaslok egy sikeres kockázati tőke-befektetés folyamatot, és részletezem a kiválasztás során használt kritériumokat.
- A leggyakoribb kiválasztási kritériumok alapján javaslok három indexet, amelyeket az értékelésben/kiválasztásban fel lehet használni.
- Egy 300 magyar mikro- és kisvállalkozásból álló mintára alapozva kapcsolatot keresek a javasolt indexek és a vállalkozás ismérvei között, amely során lineáris regressziós modelleket illesztetek, klaszteranalízissel osztályokat képezek és ehhez kapcsolódó statisztikai eszközöket használok.

Summary of the doctoral thesis

The activity of venture capital in international markets and the selection process of venture capital investments among Hungarian micro and small companies

For a healthy economic growth innovative companies with high growth potential are essential, which have significant capital needs and carry high risk. The venture capitalist, as a financial intermediary helps these kind of companies with external equity financing. That's why I consider it important to suggest such tools/indexes for the venture capitalists, which can be useful in selecting the potential company during a venture capital investment.

The main goal of the dissertation is to present the factors that affect the presence and activity of the venture capital worldwide; what means and steps are taken during selecting a potential investment; and what is the relationship between the potential companies' economic and other characteristics, and the selection criteria of a potential venture capital investment. The novelty value of the dissertation is the suggested indexes for the venture capitalist to be used in the selection process, and the statements that are derived from testing these indexes.

The added value of the dissertation can be summarized in the following.

- I answer that, how adaptable is the American type venture capital model in other countries, besides that I present the activity of the venture capital in international markets. Furthermore I give the factors that prevent the spread of the American model.
- Synthetizing the international literature I propose a successful venture capital investment process, and detail the criteria used during the selection.
- Based on the most common selection criteria I suggest three indexes, which can be used in the valuation/selection process.
- I am looking for connection based on a sample of 300 Hungarian micro- and small sized companies between the proposed indexes and the company's characteristics, during that I suit linear regression models, create classes with cluster analysis and use statistical tools related with this.

Irodalomjegyzék

- Aizenman, J. – Kendall, J. (2008): *The Internationalization of Venture Capital and Private Equity*. NBER Working Paper No. 14344. NBER, Cambridge.
- Aleman, L. - Martí, J. (2006): *Do Venture Capitalists' Characteristics Affect the Performance of the Firms They Back?* ESADE Business School and Complutense University of Madrid - Departamento de Economía, 2006 Working Paper Series
- Andersson, T. – Napier, G. (2007): *The Role of Venture Capital, Global Trends and Issues from a Nordic Perspective*. International Organisation for Knowledge Economy and Enterprise Development (IKED), Malmö.
- Antonczyk, R. C. - Brettel, M. - Breuer, W. (2007): *The Role of Venture Capital Firms' Experience, Ownership Structure, and of Direct Measures of Incentive Problems for Venture Capital Contracting in Germany*. Letöltés dátuma: 2009. December 01.
- Ácsné Danyi, I. (2004): *A kockázati tőke szerepe a hazai kis-és középvállalkozások finanszírozásában*. Hitelintézeti szemle, 3. évf., 3-4. szám, 93-126.
- Bascha, A. - Walz, U. (2001): *Financing Practices in the German Venture Capital Industry an Empirical Assessment*, letöltés helye: <https://www.altassets.net/pdfs/financing-practices18-9-02.pdf> letöltés ideje: 2009. November 10
- Baji Gál, J. (2008): *A kockázati tőke működése*. A Sense-Net Kft. kockázati tőke bevonása. Debreceni Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Diplomamunka, Debrecen, 2008
- Barney, J. B.- Busenitz, L. W.- Fiet, J. O.- Moesel, D. D. (1996): *New Venture Teams' Assessment of Learning Assistance from Venture Capital Firms*. Journal of Business Venturing, 1996, Vol. 11, pp. 257–272.
- Bauer, A. F. (2013): *Venture capital investment in Germany: market and regulatory overview*, PLC, letöltés helye: http://www.gsk.de/uploads/media/PLC_VC_in_Germany_2013_AB_2.pdf letöltés ideje: 2016. Április 10.
- Becskyné Nagy, P. – Biczók, S.(2006): *A kockázati tőke-befektetésekből történő kiszállás útjai*. In.: Makra Zsolt (szerk.) (2006): *A kockázati tőke világa*. Aula Kiadó, Budapest, 53–75.
- Becskyné Nagy, P. (2008): *A kockázati tőke hozzáadott és „elvēt” értéke. Elmélet és gyakorlat*. Debreceni Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Doktori értekezés, Debrecen, 2008
- Becsky-Nagy, P. – Fazekas, B. (2015): *Befektetés vagy tanuló pénz? Az uniós és állami források hatása a magyarországi kockázati tőke-piac fejlődésére*, Pénzügyi Szemle 2015/2, 243-253
- Bénassy-Quéré, A. - Cœuré, B. - Jacquet, P. - Pisani-Ferry, J. (2010): *Economic Policy, Theory and Practice*, Chapter 6.3.6. Developing and regulating financial markets, Oxford University Press

- BÉT (2003): *A kockázati tőke*. (BÉT elemzés, 2003. október 17.) Budapesti Értéktőzsde, Budapest, letöltés helye: http://www.bet.hu/data/cms76971/A_kockazati_toke.pdf letöltés ideje: 2008. Február 12.
- Béza, D. – Csapó, K. – Farkas, Sz. – Filep, J. – Szerb, L. (2007): *Kisvállalkozások finanszírozása*. Perfekt Gazdasági Tanácsadó, Oktató és Kiadó Zrt., Budapest
- BKV (2016): *The German private equity and venture capital market in 2015*, German Private Equity and Venture Capital Association, letöltés helye: www.bvkap.de letöltés ideje: 2016. Május
- Black, B. S. (1998): *Information Asymmetry, the Internet and Securities Offerings*. Journal of Small and Emerging Business Law 2, no. 1: 91-99.
- Black, B. S. – Gilson, R. J. (1998): *Venture capital and the structure of capital markets. Banks versus stock markets*. Journal of Financial Economics, Vol. 47, No. 3:243–277.
- Black, B. S. - Gilson, R. J. (1999): *Does venture capital require an active stock market?* Journal of Applied Corporate Finance, 36-48. Winter 1999
- 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.
- Bottazzi, L. – Da Rin, M. (2005): *Financing Entrepreneurial Firms in Europe: Facts, Issues, and Research Agenda*. In.: Kanninen, V. – Keuschnigg, C. (edit.) (2005): *Venture Capital, Entrepreneurship, and Public Policy*. CESifo Seminar Series, The MIT Press, Cambridge, 3–32.
- Bruton, G. D – Ahlstrom D (2003): *An institutional view of China's venture capital industry. Explaining the differences between China and the West*, Journal of Business Venturing 18 (2003) pp.233-259
- Bruton, G. D. – Ahlstrom D. – Puky T. (2009): *Institutional Differences and the Development of Entrepreneurial Ventures: A Comparison of the Venture Capital Industries in Latin America and Asia*, Journal of International Business Studies, Vol. 40, No.5, 2009, pp. 762-778
- Bygrave, W. D. - Timmons, J. (1992): *Venture Capital at the Crossroads*. University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship. Letöltés ideje: 2009. Október 10,
- Calomiris, C. W. - de Carvalho, A. G. - de Matos, J. A. (2006): *Venture Capital as Human Resource Management*. FEUNL Working Paper No. 470. Columbia Business School, Fundacao Getulio Vargas School of Business at Sao Paulo and Universidade Nova de Lisboa
- Cumming, D. J. – Johan, S. A. (2014): *Venture Capital and Private Equity Contracting, An International Perspective*, Second Edition, Elsevier, ISBN: 978-0-12-409537-3, Chapter 10
- Demaria, C. (2013): *Introduction to Private Equity, Venture, Growth, LBO & Turn-Around Capital*, Second Edition, John Wiley and Sons, Ltd., Chapter 2, 3,4, 5

- Deloitte (2005): *Venture capital goes global. Key findings from the 2005 Global Venture Capital Survey*. Deloitte Touche Tohmatsu Technology, Media & Telecommunications Industry Group, New York.
- Deloitte (2007): *Global trends in venture capital 2007 survey*. Deloitte Touche Tohmatsu Technology, Media & Telecommunications Industry Group, New York.
- Deutsche Bundesbank (2000): *The market for venture capital in Germany*. Monthly Report, October, 2000, pp. 15-29, letöltés helye: https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Monthly_Report_Article_s/2000/2000_10_venture_capital.pdf?blob=publicationFile letöltés ideje: 2009. November 25
- Ehrlich, S. B. - Noble, A. F.- Moore, T. - Weaver, R. R. (1994): *After the Cash Arrives: A Comparative Study of Venture Capital and Private Investor Involvement in Entrepreneurial Firms*. Journal of Business Venturing 9, 67-82. 1994 Elsevier Science Inc.
- Ernst & Young (2007): *How Do Private Equity Investors Create Value? A Study of 2006 Exits in the US and Western Europe*. Global Report, letöltés helye: www.ey.com
- Ernst & Young (2010): *Back to basics. Global venture capital insights and trends report 2010*. Ernst & Young, London.
- Ernst & Young (2012): *Globalizing venture capital. Global venture capital insights and trends report*. Ernst & Young, London, letöltés helye: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Globalizing_venture_capital_VC_insights_and_trends_report_CY0227/\\$FILE/Globalizing%20venture%20capital_VC%20insights%20and%20trends%20report_CY0227.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Globalizing_venture_capital_VC_insights_and_trends_report_CY0227/$FILE/Globalizing%20venture%20capital_VC%20insights%20and%20trends%20report_CY0227.pdf) letöltés ideje: 2014. Május
- Ernst & Young (2013a): *Ernst & Young's Guide to Going Public: Are you ready? We are*, letöltés helye: <http://www.ey.com> letöltés ideje: 2016. Április
- Ernst & Young (2013b): *Ernst & Young's Guide to Going Public: Lessons from the leaders*, letöltés helye: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Guide_to_going_public/\\$FILE/EY-guide-to-going-public-SGM.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Guide_to_going_public/$FILE/EY-guide-to-going-public-SGM.pdf) letöltés ideje: 2016. Április
- Ernst & Young (2013c): *Turning the corner. Global venture capital insights and trends report 2013*. Ernst & Young, London.
- Ernst & Young (2014): *Adapting and evolving. Global venture capital insights and trends report 2014*. Ernst & Young, London, letöltés helye: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_venture_capital_insights_and_trends_2014/\\$FILE/EY_Global_VC_insights_and_trends_report_2014.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_venture_capital_insights_and_trends_2014/$FILE/EY_Global_VC_insights_and_trends_report_2014.pdf) letöltés ideje: 2014. November 05
- Ernst & Young (2015): *2014 Venture Capital Review*. Ernst & Young, London.
- EVCA (2007): *The European Venture Capital Market: Scaling Beyond Current Boundaries*. An EVCA Special Paper, Prof. Gerard George, Eva Nathusius, 2007. Október

- Futó, J. E. (2011): *Development of venture capital in different ways*. In: Zadravec Zsófia (szerk.) Tavaszi szél 2011konferenciakötet. Konferencia helye, ideje: Piliscsaba, Magyarország, 2011.04.15-2011.04.17. (Pázmány Péter Katolikus Egyetem Bölcsész- és Társadalomtudományi Kar) Pécs: Doktoranduszok Országos Szövetsége, 2011. pp. 127-131. (ISBN: 978-615-5001-33-8)
- Futó, J. - Szobonya, P. (2012): *Ki szereti a kockázati tőkét? Kit szeret a kockázati tőke?* HÉTFA Kutatóintézet, Bizalom és Vállalkozás Program, Szakmai háttér IX., A HÉTFA Kutatóintézet és a Compleo közös kiadványa, Budapest, ISSN 2062-3798
- Futó, J. E. (2015a): *A kockázati tőke aktivitás különbségeinek okai országok példáin keresztül*, ACTA CAROLUS ROBERTUS: Károly Róber Főiskola Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar Tudományos Közleményei 1: pp. 29-40. (2015)
- Futó, J. E. (2015b): *A kockázati tőke globális térnyerésének kérdése*, COMPETITIO 1: pp. 60-69. (2015)
- Franzke, S. – Grohs, S. – Laux, C. (2003): *Initial Public Offerings and Venture Capital in Germany*. Center for Financial Studies (CFS) Working Paper, No. 2003/26.
- Fraser-Sampson, G. (2007): *Private Equity as an asset class*. John Wiley & Sons, Hoboken, 131–134.
- Fredriksen, Ö. - Olofsson, C. - Wahlbin, C. (1997): *Are venture capitalist firefighters? A study of the influence and impact of venture capital firms*. Technovation, Vol. 17 No. 9, 503-511
- Fried, V. H. - Hisrich, R. D. (1994): *Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making*. Financial Management, Vol. 23, No. 3:28-37, Venture Capital Special Issue, Autumn 1994
- Fried, V. H. - Hisrich, R. D. (1995): *The Venture Capitalist: A Relationship Investor*. California Management Review, Vol. 37, 2, pp. 101-113.
- Gehrig, T. - Stenbacka, R. (2005): *Venture Cycles: Theory and Evidence*. In: Kannianen, V. - Keuschnigg, C. (szerk.) (2005): *Venture Capital, Entrepreneurship, and Public Policy*. The MIT Press, CESifo Seminar Series, 2005, pp.151-177, letöltés ideje: 2009. November 25,
- Gerken, L. C. - Whittaker, W. A. (2014): *The little book of venture capital investing*, Empowering Economic Growth and Investment Portfolios, John Wiley & Sons
- Gilson, R. J. (2003): *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*. Stanford Law Review, Vol. 55, April 2003, letöltés ideje: 2009. November 25,
- Golis, C. C. - Mooney, P. D. – Richardson, T. F. (2009): *Enterprise and Venture Capital, A business builders' and investors' handbook*, Fifth Edition, Allen & Unwin, Part IV (pp. 187-255)
- Gompers, P. A. (1995): *Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital*. The Journal of Finance, Vol. 50, No. 5 (Dec., 1995), pp. 1461-1489. Published by: Blackwell Publishing for the American Finance Association

- Gompers, P. A. - Lerner, J. (1999): *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England
- Gompers, P. - Lerner, J. (2001): *The Venture Capital Revolution*. Journal of Economic Perspective. Vol. 15, No. 2. Spring 2001, pp. 145-168.
- Gompers, P. - Kaplan, S. N. - Mukharlyamov, V. (2015): *What Do Private Equity Firms Say They Do?* Harvard Business School, Working Paper, pg. 15-81.
- Gorman, M. - Shalman, W. A. (1989): *What Do Venture Capitalists Do?* Journal of Business Venturing, Vol. 4, pp. 231-248.
- Guler, I. – Guillén, M. F. (2010): *Institutions and the Internationalization of US Venture Capital Firms*, Journal of International Business Studies, Vol. 41, No. 2 (Feb. - Mar., 2010), pp.185-205, Palgrave Macmillan Journals
- Guy Fraser-Sampson (2007): *Private Equity as an asset class*. John Wiley & Sons Inc., England
- Hairston, T. (2013): *Changing the Game of Venture Capital: Expert Insights*. The Journal of Private Equity, Vol. 16, No. 3 (Summer 2013), pp. 57-68
- Hall, J. - Hofer, C. W. (1993): *Venture Capitalists' decision criteria in new venture evaluation*. Journal of Business Venturing 8:25-42.
- Hauswiesner, F. (2006): *The German Venture Capital Market*, The German Venture Capital Market from a US Perspective, HAUSWIESNER LAW GROUP PLC, letöltés helye: <http://www.hauswiesner.com/The%20GermanVC%20Market.pdf>
- Huberty, M. (2006): *Shock and change in the german venture capital market, 1995-2005*, German Politics & Society, Vol 24. No. 3 (80) (Autumn 2006) pp 20-40.
- HVCA (2010): *HVCA Évkönyv 2010*. www.hvca.hu, letöltés dátuma: 2010. 08. 20.
- HVCA (2016): *Tőkebevonási kalauz, vagyis néhány főbb kérdés és válasz, amit jó tudni a kockázati- és magántőke befektetést kereső vállalkozásoknak*, Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület (HVCA), letöltés helye: www.hvca.hu
- HVG (2009): *Jeremie pályázat: mi kell a 40 milliárd forinthez?* www.hvg.hu letöltés ideje: 2010. 09. 24.
- HVG (2015): *Mentőövet kapnak a kormánytól a Jeremie-s pénzosztók*, 2015, letöltés helye: http://hvg.hu/enesacegem/20151020_Mentoovet_kapnak_a_kormanytol_a_Jeremies letöltés ideje: 2016. Május
- HVG (2016): *Két hetük maradt a kockázati tőkéseknek a pénzosztásra*, 2016.május 18, letöltés helye: http://hvg.hu/enesacegem/20160518_Jeremie_kockazati_toke_unios_forras letöltés ideje: 2016. Május 25.

- Invest Europe (2016): *European Private Equity Activity Data 2007-2015*, Invest Europe Research, 6 May 2016, letöltés helye: <http://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/>
- Kaplan, S. N. and J. Lerner (2010). It ain't broke: The past, present, and future of venture capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22 (2), 36-47.
- Karsai, J. (1997): *A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában*. Közgazdasági Szemle, 44. évf., 2. szám, 165-174.
- Karsai, J. (2000): *A kockázati tőke szerepe a magyarországi vállalkozások finanszírozásában*. Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaságtudományi Kutatóközpont, Budapest.
- Karsai, J. (2002): *Mit keres az állam a kockázati tőke piacon? (A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon)*. Közgazdasági szemle, 49. évf., 11. szám, 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. (2006b): *Kockázati tőke európai szemmel. A kockázati- és magántőkeipar másfél évtizedes fejlődése Magyarországon és Kelet-Közép-Európában*. Közgazdasági szemle, 53. évf., 11. szám, 1023-1051.
- Karsai, J. (2007): *Kifelé a zsákutcából. Állami kockázati tőke és innováció*. Közgazdasági szemle, 54. évf., 12. szám, 1085-1102.
- Karsai, J. (2008): *A magyarországi kockázati és magántőke-ipar öt éves fejlődése*. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest, letöltés helye: www.hvca.hu, letöltés ideje: 2008. Szeptember 13.
- Karsai, J. (2009a): *A kockázati tőke szerepe az innováció finanszírozásában Magyarországon*. Külgazdaság, 53. évf., 5-6. szám, 42-62.
- Karsai, J. (2009b): *Az aranykor vége. A kockázati tőke ágazat fejlődése Közép-Kelet-Európában*. Közgazdasági Szemle, 56. évf., 1. szám, 46-68.
- Karsai, J. (2011): *A kockázati tőke két évtizedes fejlődése Magyarországon*. Közgazdasági Szemle LVIII. Évf: 832-857.
- Karsai, J. (2012a): *A kapitalizmus új királyai - Kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban*. Közgazdasági Szemle Alapítványa, MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Közgazdaság-Tudományi Intézet, Budapest, 2012
- Karsai, J. (2012b): *A kockázati- és magántőke-ipar 2011. évi eredményei*, Budapest, 2012. Május letöltés helye: <http://www.hvca.hu/hu/publikaciok/>

- Karsai, J. (2013a): *Kettős állami szerep a kockázatitőke-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> letöltés ideje: 2014. 03.11.
- Karsai, J. (2013c): *Válság után: változó állami szerep a kockázatitőke-ágazatban*, Külgazdaság, LVII. évf., 2013. május–június, 12–34
- Karsai, J. (2014): *Fából vaskarika? Az állam mint kockázatitőke-befektető*, Külgazdaság, LVIII. évf., 2014. szeptember–október, 3–34
- Karsai, J. (2015): *Hol tart a kelet-közép-európai kockázatiés magántőkepiac öt évvel a válság után?* Statisztikai Szemle, 93. évf., 1. szám, 5-24
- Kenney, M. – Han, K. – Tanaka, S. (2002): *The Globalization of Venture Capital: The cases of Taiwan and Japan*. International Conference on Financial systems, corporate investment in innovation and venture capital, Brussels.
- Khanin, D. - Baum, J. R. - Mahto, R. V. - Heller, C. (2008): *Venture capitalists' investment criteria: 40 years of research*. Small Business Institute, Research Review, Vol. 35, 2008
- Klonowski, D. (2010): *The Venture Capital Investment Process*, Palgrave MacMillan, ISBN: 978–0–230–61288–4
- Kollmann, T. - Kuckertz, A. (2009): *Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria*. Journal of Business Research 63, 741-747.
- La Porta, R. – Lopez-de-Silvanes, F. – Shleifer, A. – Vishny, R. W. (1998): *Law and finance*. Journal of Political Economy, Vol. 106, No. 6:1113–1155.
- Lerner, J. (1995): *Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms*. The Journal of Finance, Vol. 50, No. 1, March, 1995, pp. 301-318. Published by: Blackwell Publishing for the American Finance Association
- 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
- Luukkonen, T. - Maunula, M. (2006): *'Coaching' Small Biotech Companies into Success: The Value-Added Function of VC*. Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos; The Research Institute of the Finnish Economy, 2006, 33 p (Keskusteluaiheita, Discussion papers ISSN 0781-6847, No. 1032).
- Macmillan, I. C. - Siegel, R. - Narasimha, S. P.N. (1985): *Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals*. Journal of Business Venturing 1:119-128.

- MacMillan, I. C. - Kulow, D. M. - Khoylian R. (1988): *Venture Capitalist' Involvement in their Investments: Extent and Performamce*. Journal of Business Venturing 4, pp. 27-47. 1988 Elsevier Science Publishing Co.
- Magyar Köztársaság Kormánya (2007): *Gazdaságfejlesztési Operatív Program* hivatalos dokumentuma.
- Makra, Zs. – Rácz, A. (2006): *A klasszikus kockázati tőke- alapok részvétele az innovációorientált vállalkozások korai életszakaszának finanszírozásában*. In: Makra Zsolt (szerk.): *A kockázati tőke világa*. AULA, Budapest, 222-245.
- Maula, M. V. J. (2001): *Corporate Venture Capital and the Value-Added for Technology-Based New Firms*. Helsinki University of Technology Institute of Strategy and International Business, Espoo 2001
- Maunula, M. (2006): *The Perceived Value-Added of Venture Capital Investors. Evidence from Finnish Biotechnology Industry*. Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän tutkimuslaitos, The Research Institute of Finnish Economy, 2006, 86 p. (Keskusteluaiheita, Discussion papers, ISSN 0781-6847; No. 1030)
- Mayer, C. - Schoor, K. - Yafeh, Y. (2002): *Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK*. Journal of Corporate Finance, Elsevier, vol. 11(3), pages 586-608, June.
- Meerkatt, H. - Rose, J. - Brigl, M. - Lichtenstein, H. – Prats, M. J. - Herrera, A. (2008): *The Advantage of Persistence. How the best Private-Equity Firms "Beat the Fade"*. Boston Consulting Group, IESE Business School of the University of Navarra, 2008. Február
- Megginson, W. L. (2004): *Towards a global model of venture capital?* Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 16, No. 1:89–107.
- 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. évf., 1. szám, 2015. Április, 113-132
- MNB (2015): *Elemzés a hazai kockázati tőkealap-kezelők és alapok működéséről*, MNB tanulmány, letöltés helye: <http://www.hvca.hu/hu/publikaciok/>
- 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. Február 10.
- Nahata, R. – Hazarika, S. – Tandon, K. (2014): *Success in Global Venture Capital Investing: Do Institutional and Cultural Differences Matter?* Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 49, No. 4, Aug. 2014, pp. 1039–1070
- Naqi S. A. – Hettihewa S. (2007): *Venture capital or private equity? The Asian experience*, Business Horizons (2007) 50, pp.335-344

- Nemzetgazdasági Minisztérium (2009): *A kis és középvállalkozások helyzete 2008*, letöltési hely: www.ngm.gov.hu letöltés ideje: 2010. Július 16.
- North, D. C. (1990): *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge University Press, Cambridge.
- NVCA (2014): *Venture Capital Investments Q3*, National Datas, letöltés helye: http://nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=344&Itemid=103
- NVCA (2016): *2016 National Venture Capital Association Yearbook*, Thomson Reuters, letöltés helye: <http://nvca.org/research/stats-studies/> letöltés ideje: 2016. Május
- OECD (2015): *Entrepreneurship at a Glance 2015*, OECD Publishing, Paris, letöltés helye: http://dx.doi.org/10.1787/entrepreneur_aag-2015-en letöltés ideje: 2016. Május 10.
- OECD (2016): *Hungary: in Financing SMEs and Entrepreneurs 2016*, An OECD Scoreboard, OECD Publishing, Paris
- Osman, P. (2006): *A kockázati tőkéről*. In.: Makra, Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. AULA Kiadó, Budapest, 2006, 11-32
- 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
- Pályázat (2010): *Pályázati felhívás a Gazdaságfejlesztési Operatív Program és a Középmagyarországi Operatív Program keretében finanszírozott Új Magyarország Kockázati Tőkeprogramok Gazdaságfejlesztési Operatív Program 4. Prioritás keretében finanszírozott Közös Alap Alprogramja közvetítőinek kiválasztására*. (2009), letöltés helye: www.jeremieprogram.hu, letöltés ideje: 2010. Szeptember 26.
- Pályázat (2012): *Pályázati felhívás a Gazdaságfejlesztési Operatív Program 4. Prioritás keretében finanszírozott ÚJ SZÉCHENYI KOCKÁZATI TŐKEPROGRAMOK Közös Növekedési Alap Alprogramja közvetítőinek kiválasztására*, GOP-2012-4.3/B
- Pályázat (2013a): *Pályázati felhívás a Gazdaságfejlesztési Operatív Program 4. Prioritás keretében finanszírozott ÚJ SZÉCHENYI KOCKÁZATI TŐKEPROGRAMOK Közös Növekedési Alap Alprogramja közvetítőinek kiválasztására*, GOP-2013-4.3/B
- Pályázat (2013b): *Pályázati felhívás a Gazdaságfejlesztési Operatív Program 4. Prioritás keretében finanszírozott ÚJ SZÉCHENYI KOCKÁZATI TŐKEPROGRAMOK Közös Növekedési Alap Alprogramja közvetítőinek kiválasztására*, GOP-2014-4.3/B
- Piac és Profit (2009): *Indul a Jeremie - Piac és Profit*, letöltés helye: www.uvwhitelek.hu, letöltés ideje: 2010. Szeptember 22.
- Piac és Profit (2015): *Jön az angyalok szupercsapata*, letöltés helye: http://www.piacesprofit.hu/kkv_cegblog/jon-az-angyalok-szupercsapata/ letöltés ideje: 2016. Október 1.

- Piac és Profit (2016): Félmilliárdot dobtak össze a startupoknak az angyalok, letöltés helye: http://www.piacesprofit.hu/kkv_cegblog/felmilliardot-dobtak-ossze-a-startupoknak-az-angyalok/ letöltés ideje: 2016. Október 1.
- Popovics, G. B. (1997): *A kockázati tőke ágazat helyzete Magyarországon*. In: Gladstone, D.: A kockázati tőke kézikönyve. Vállalkozók kalauza tőkeszerzésre a cég elindításához, megvásárlásához vagy egy már működő vállalkozás fejlesztéséhez. Ommik Covent Rt., Budapest, 341-379.
- Private Equity Council (2007a): *Public Value: A Primer on Private Equity*, letöltés helye: www.PrivateEquityCouncil.org, letöltés ideje: 2008. Szeptember 10.
- Private Equity Council (2007b): *Driving Growth: How Private Equity Investments Strengthen American Companies*, letöltés helye: www.PrivateEquityCouncil.org, letöltés ideje: 2008. Szeptember 10.
- Ramsinghani, M. (2014): *The Business of Venture Capital, Insights from Leading Practitioners on the Art of Raising a Fund, Deal Structuring, Value creation, and Exit Strategies*, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc., Chapter 1
- Rosenstein, J. - Bruno, V. A. - Bygrave, W. D. - Taylor, N. T. (1993): *The CEO, Venture Capitalist, and the Board*. Journal of Business Venturing 8, 99-113. 1993 Elsevier Science Publishing Co.
- Sapienza, H. J. (1992): *When Do Venture Capitalists Add Value?* Journal of Business Venturing, 1992, Vol. 7, pp. 9–27.
- Sapienza, H. J. - Manigart, S. - Vermeir, W. (1996): *Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries*. Journal of Business Venture, Vol. 11, pp. 439-469.
- Schertler, A. – Tykvova, T. (2011): *Venture capital and internationalization*, International Business Review 20 (2011) 423–439
- 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
- Söderblom, A. (2012): *The current state of the venture capital industry*, Naringspolitiskt Forum, Stockholm.
- Szlovák, G. (2006): *A kockázati- és magántőkealapok működése a gyakorlatban*. In.: Makra, Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. AULA Kiadó, Budapest, 2006, 79-94
- Tarrade, H. (2012): *Cross-Border Venture Capital Investments, Why Do Venture Capital Firms Invest at a Distance?* Chapter 2, Springer Gabler, ISBN 978-3-8349-3118-4
- Tyebjee, T. T. - Bruno, V. A. (1984): *A model of venture capitalist investment activity*. Management Science, Vol. 30, No. 9, September 1984

- Wall, J. – Smith, J. (1999): *Better Exits*. In: Bygrave, W. D. – Hay, M. –Peeters, J. B. (szerk.): *The Venture Capital Handbook*. Financial Times Prentice Hall, Harlow, 255–278.
- Wijbenga, F. H. – Postma, T. J. B. M. – Witteloostuijn, A. V. – Zwart, P. S. (2003): *Strategy and Performance of New Ventures: A Contingency Model of the Role and Influence of the Venture Capitalist*. *Venture Capital*, July 2003, Vol.5, No.3, 231-250.
- WilmerHale (2014): *2014 Venture Capital Report*. WilmerHale, Boston.
- Wright, M. – Pruthi, S. – Lockett, A. (2005): *International venture capital research: From cross-country comparisons to crossing borders*, *International Journal of Management Reviews* Volume 7 Issue 3 pp. 135–165
- Yong, L. – Zahra, S. A. (2012): *Formal institutions, culture, and venture capital activity: A cross-country analysis*, *Journal of Business Venturing*, Vol. 27, No. 1:95–111.
- Yong, L. –Ilán B.V.- Jing, L. (2014): *National distances, international experience, and venture capital investment performance*, *Journal of Business Venturing* 29 (2014) pp. 471-489

Mellékletek

1. számú melléklet: Az összes magyarázó változó leíró statisztikája

Descriptive Statistics						
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Változó típusa	Mértékegység
Budapest	0,000	1,000	0,337	0,473	dummy változó	
Debrecen	0,000	1,000	0,163	0,370	dummy változó	
Dunaújváros	0,000	1,000	0,083	0,277	dummy változó	
Miskolc	0,000	1,000	0,123	0,329	dummy változó	
Szeged	0,000	1,000	0,120	0,326	dummy változó	
Szekszárd	0,000	1,000	0,057	0,232	dummy változó	
Zalaegerszeg	0,000	1,000	0,117	0,322	dummy változó	
mikro vállalkozás	0,000	1,000	0,477	0,500	dummy változó	
kisvállalkozás	0,000	1,000	0,523	0,500	dummy változó	
ipari vállalat	0,000	1,000	0,293	0,456	dummy változó	
kereskedő vállalat	0,000	1,000	0,317	0,466	dummy változó	
szolgáltató vállalat	0,000	1,000	0,390	0,489	dummy változó	
működési évek száma	2,000	62,000	13,512	7,281	folytonos változó	évek
vállalkozói évek száma	1,000	21,000	14,675	6,266	folytonos változó	évek
a tulajdonos a megkérdezett	0,000	1,000	0,829	0,377	dummy változó	
nem a tulajdonos a megkérdezett	0,000	1,000	0,171	0,377	dummy változó	
a tulajdonos aktívan dolgozik	0,000	1,000	0,927	0,261	dummy változó	
a tulajdonos nem dolgozik aktívan	0,000	1,000	0,073	0,261	dummy változó	
a megkérdezett életkora	20,000	78,000	52,003	10,399	folytonos változó	évek
szakmunkás végzettségű	0,000	1,000	0,037	0,188	dummy változó	
érettségivel rendelkezik	0,000	1,000	0,323	0,469	dummy változó	
felsőfokú végzettségű	0,000	1,000	0,640	0,481	dummy változó	
házas	0,000	1,000	0,871	0,336	dummy változó	
egyedülálló	0,000	1,000	0,129	0,336	dummy változó	
vallásos	0,000	1,000	0,606	0,490	dummy változó	
nem vallásos	0,000	1,000	0,394	0,490	dummy változó	
van gyereke	0,000	1,000	0,903	0,296	dummy változó	
nincs gyereke	0,000	1,000	0,097	0,296	dummy változó	
a megkérdezett férfi	0,000	1,000	0,720	0,450	dummy változó	
a megkérdezett nő	0,000	1,000	0,280	0,450	dummy változó	
tagja valamilyen vállalkozói szervezetnek	0,000	1,000	0,613	0,488	dummy változó	
nem tagja valamilyen vállalkozói szervezetnek	0,000	1,000	0,387	0,488	dummy változó	
jövedelmi szintje szerint szegény jövedelmű	0,000	1,000	0,052	0,222	dummy változó	

jövedelmi szintje szerint közepes jövedelmű	0,000	1,000	0,838	0,369	dummy változó	
jövedelmi szintje szerint gazdag	0,000	1,000	0,110	0,314	dummy változó	
a tulajdonosok belföldi szereplők	0,000	1,000	0,980	0,140	dummy változó	
a tulajdonosok között van külföldi is	0,000	1,000	0,020	0,140	dummy változó	
működési évek számának standardizált értéke	0,080	0,920	0,529	0,257	nominális változó	
vállalkozói évek számának standardizált értéke	0,048	1,000	0,699	0,298	nominális változó	
a megkérdezett életkorának standardizált értéke	0,250	0,975	0,650	0,130	nominális változó	
jövedelmi szint standardizált értéke	0,000	1,000	0,563	0,171	nominális változó	
Árbevétel 2007	2,000	3181,000	234,139	415,379	folytonos változó	millió Ft
Árbevétel 2008	2,000	3633,000	254,356	471,935	folytonos változó	millió Ft
Árbevétel 2009	0,002	11377,000	237,535	743,261	folytonos változó	millió Ft
Összes eszköz 2009	0,265	2473,000	147,344	293,957	folytonos változó	millió Ft
KSH alapján árbevétel kategória	0,000	8,000	2,933	1,434	nominális változó	
Árbevétel 2009_standardizált érték	0,000	1,000	0,020	0,064	nominális változó	
Összes eszköz 2009_standardizált érték	0,000	1,000	0,058	0,118	nominális változó	

Forrás: Saját szerkesztés

2. számú melléklet: A Hétfa Bizalom és Vállalkozás Program kérdőívéből felhasznált kérdések

Elsőként vállalkozásával kapcsolatban szeretném Önt kérdezni. A vizsgált adatokat statisztikai elemzéseknél fogjuk felhasználni, 3. fél részére nem adjuk ki.

1. Melyik évben lett Ön vállalkozó? Kérem, arra az évre gondoljon, amikor először vállalkozásba fogott. Függetlenül a jelenlegi vállalkozási formától, tevékenységtől.

1990	1995	2000	2005	2010
1991	1996	2001	2006	2011
1992	1997	2002	2007	
1993	1998	2003	2008	
1994	1999	2004	2008	

2. Van-e a cégben legalább 10 százalékos üzletrésszel bíró külföldi (rész)tulajdonos?

1. Igen, van
 2. Nem, nincs
-
88. nem tudja
99. nem válaszol

3. Mekkora volt az Önök cégének az éves nettó árbevétele / forgalma 2014-ben?

MUTASD AZ 1. KÁRTYÁT, ÉS KÉRD MEG, HOGY VÁLASSZA KI A MEGFELELŐ ÖSSZEGET! ÍRD LE A KIVÁLASZTOTT ÖSSZEG KÓDSZÁMÁT!

..... Ft

88. nem tudja
99. nem válaszol

4. Tervei szerint mekkora lesz a cég éves nettó árbevétele 2015-ben?

MUTASD AZ 1. KÁRTYÁT, ÉS KÉRD MEG, HOGY VÁLASSZA KI A MEGFELELŐ ÖSSZEGET! ÍRD LE A KIVÁLASZTOTT ÖSSZEG KÓDSZÁMÁT!

.....Ft

88. nem tudja
99. nem válaszol

5. Ön egyben a cég tulajdonosa is?

1. Igen
2. Nem

-
88. nem tudja
99. nem válaszol

6. Most felsorolok néhány állítást, kérem, ítélje meg, hogy ezek igazak-e az Ön cégére!				
	igen	nem	NT	NV
Készítettünk részletes üzleti tervet a jelenlegi üzleti évre	☐ ₁	☐ ₂	☐ ₈₈	☐ ₉₉
A vállalkozásban a tulajdonos maga is dolgozik	☐ ₁	☐ ₂	☐ ₈₈	☐ ₉₉
A vállalkozásban a tulajdonos valamely családtagja is dolgozik	☐ ₁	☐ ₂	☐ ₈₈	☐ ₉₉
Már korábban is vontunk be pénzügyi befektetőt a cégbe	☐ ₁	☐ ₂	☐ ₈₈	☐ ₉₉

MINDENKITŐL

7. Tervezi-e a következő évben a vállalkozás bővítését az alábbi területek valamelyikén? TÖBB VÁLASZ IS ADHATÓ, JELÖLD BE AZ ÖSSZES KATEGÓRIÁT, AHOL BŐVÍTÉST TERVEZ!

1. Új szolgáltatás bevezetése
2. Új termék bevezetése
3. Munkahely-teremtés, létszámnövelés
4. Új telephely létesítése
5. Gép/eszközpark bővítése, cseréje
6. Marketingfejlesztés (pl.: honlap átalakítása)
7. Egyéb területen, és pedig:
8. Nem tervezek bővítést → UGRÁS A 23. KÉRDÉSRE!

88. nem tudja

99. nem válaszol

HA AZ 1-7-ES KATEGÓRIÁKAT VÁLASZTOTTA, AKKOR A KÖVETKEZŐ (22-AS) KÉRDÉSSSEL FOLYTASD!

8. Tervei szerint miből finanszírozza a fent említett bővítést? (Több válasz is adható)

1. Alapítói tőkéből
2. Visszaforgatott nyereségből
3. Saját (családi) megtakarításából
4. Baráti kölcsönből
5. Magánszemélytől felvett kamatozó kölcsönből (*különbség az előzőhöz képest, hogy fizet kamatot*)
6. Bankhitelből
7. Lízingből
8. Külső befektető bevonásával
9. Pályázati forrásokból
10. Egyéb módon, és pedig...

88. nem tudja

99. nem válaszol

MINDENKITŐL

9. Hallott-e a vállalkozások fejlesztéséhez igénybe vehető vissza nem térítendő támogatásokról?

1. Nem
2. Igen, de nem tervezem, hogy pályázok
3. Igen, és tervezem is, hogy pályázok
4. Igen, pályáztam is.

88. nem tudja

99. nem válaszol

10. Részt vesz-e Ön a vállalkozás működési területét érintő helyi fejlesztési tervek kialakításában?

1. Igen
2. Nem

88. nem tudja

99. nem válaszol

11. Részt vesz-e Ön az ágazatot érintő fejlesztési tervek alakításában, akár közvetlenül, akár mint valamely érdekvédelmi szervezet tagja?

1. Igen
2. Nem

88. nem tudja
99. nem válaszol

12. Tervezi-e, hogy részt vesz a települési önkormányzat, a hitelszövetkezetek és a vállalkozói szervezetek által közösen kidolgozott helyi fejlesztések végrehajtásában?

1. Igen, de nem hallottam róla, hogy lenne nálunk ilyen.
2. Igen, amennyiben felkérnek.
3. Igen.
4. Nem.

88. nem tudja
99. nem válaszol

13. Tagja-e az Ön vállalkozása, vagy a vállalkozás valamelyik vezetője

TÖBB VÁLASZ IS ADHATÓ, KARIKÁZD BE AZ ÖSSZESET, AMINEK TAGJA A KÉRDEZETT!

1. kamarának
2. más ágazati vállalkozói szervezetnek
3. országos vállalkozói szervezetnek

77. egyik felsoroltnak sem tagja
88. nem tudja
99. nem válaszol

14. Tagja-e Ön személyesen...

TÖBB VÁLASZ IS ADHATÓ, KARIKÁZD BE AZ ÖSSZESET, AMINEK TAGJA A KÉRDEZETT!

1. helyi vállalkozói klubnak, szervezetnek
2. egyéb, nem gazdasági célú, civil kezdeményezésnek, egyesületnek
3. helyi fejlesztési terveket kialakító testületnek?
4. Önkormányzati testületnek?
5. Egyéb helyi szervezetnek:

77. egyik felsoroltnak sem tagja
88. nem tudja
99. nem válaszol

15. Most állításokat fogok felsorolni, kérem, ítélje meg, hogy ezekkel egyáltalán nem igaznak, inkább nem igaznak, inkább igaznak, vagy teljes mértékben igaznak tartja őket!					
88 – Nem tudja 99 – Nem válaszol					
	egyáltalán nem igaz	inkább nem igaz	inkább igaz	teljes mértékben igaz	
1. Nem tudnám elviselni hogy más kezébe kerüljön a cég, még akkor sem, ha jó árat fizetne érte	☐ ₁	☐ ₂	☐ ₃	☐ ₄	☐ 88 ☐ 99
2. Nem tudnám elviselni, hogy egy tulajdonostárs beleszóljon a cég irányításába	☐ ₁	☐ ₂	☐ ₃	☐ ₄	☐ 88 ☐ 99
3. Azt szeretném, ha visszavonulásom után a vállalkozást valamelyik családtagom vinné tovább	☐ ₁	☐ ₂	☐ ₃	☐ ₄	☐ 88 ☐ 99
4. Egy pénzügyi befektető elsősorban abban érdekelt, hogy a cég eredményesen működjön	☐ ₁	☐ ₂	☐ ₃	☐ ₄	☐ 88 ☐ 99
5. A cégnek hasznos lenne, ha tőkéstársat sikerülne bevonni, de attól tartok, hogy csorbulnának a tulajdonosi érdekeim	☐ ₁	☐ ₂	☐ ₃	☐ ₄	☐ 88 ☐ 99

A következő néhány kérdés az Ön szokásaira, véleményére, attitűdjeire vonatkozik.

16. Általánosságban Ön mit mondana? A legtöbb emberben meg lehet bízni, vagy inkább azt, hogy nem lehetünk elég óvatosak az emberikapcsolatokban? Helyezze el véleményét a skálán, ahol a "0" azt jelenti, hogy nem lehetünk elég óvatosak, a "10" pedig azt, hogy a legtöbb ember megbízható.

Nem lehetünk elég óvatosak											A legtöbb ember megbízható	NT
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		88	99

17. Embereket jellemzünk röviden a következőkben. Kérem, hallgassa meg ezeket a jellemzéseket, és mondja meg, hogy mennyire hasonlítanak, vagy nem hasonlítanak ezek az emberek Önre.							
88 – nem tudja 99 – nem válaszol							
	Egyáltalán nem hasonlít rám	Nem hasonlít rám	Egy kissé hasonló	Valamennyire hasonló	Hasonlít	Nagyon hasonlít	
Fontos számára, hogy saját maga döntsön arról, hogy mit csinál. Szeret szabad lenni és nem függni másoktól.	☐ ₁	☐ ₂	☐ ₃	☐ ₄	☐ ₅	☐ ₆	☐ 88 ☐ 99

18. Kérem mondja meg a következő állításokról, hogy azokat mindig megengedhetőnek tartja-e, vagy soha meg nem engedhetőnek tartja, vagy valami a kettő között.

88 – nem tudja
99 – nem válaszol

	soha	mindig
Allami juttatásokat jogtalanul igénybe venni	☐ 1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐ 6 ☐ 7 ☐ 8 ☐ 9 ☐ 10	☐ 88 ☐ 99
Csalni az adóval, ha van rá mód	☐ 1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐ 6 ☐ 7 ☐ 8 ☐ 9 ☐ 10	☐ 88 ☐ 99
Csúszópénzt elfogadni kötelességének teljesítése során	☐ 1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐ 6 ☐ 7 ☐ 8 ☐ 9 ☐ 10	☐ 88 ☐ 99
Számla nélkül fizetni az ÁFA kikerülésére	☐ 1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐ 6 ☐ 7 ☐ 8 ☐ 9 ☐ 10	☐ 88 ☐ 99

* * *

19. Hány éves Ön?
ÍRD LE AMIT VÁLASZOL, MAJD KARIKÁZD BE A MEGFELELŐ KATEGÓRIÁT A VONAL ALATT!

..... éves

1. 18-24 év között van 2. 25-30 év között van 3. 31 és 40 év között van 4. 41 és 50 év között van
5. 51-60 év között van 6. 60 év feletti
88. nem tudja 99. nem válaszolt

20. Mi az Ön legmagasabb, befejezett iskolai végzettsége?

1. nyolc általánosnál kevesebb iskola
2. általános iskola
3. szakmunkásképző
4. érettségi
5. felsőfokú végzettség

21. Kérem, helyezze el háztatását egy tízes skálán jövedelmi helyzetük alapján, ahol az egyes jelenti a nagyon szegényt, a tízes a nagyon gazdagot!

szegény 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 gazdag

22. Jelenleg Ön...

1. házas
 2. élettárral él
 3. elvált
 4. külön él
 5. özvegy
 6. nőtlen/hajadon
88. nem tudja
99. nem válaszol

23. Az alábbiak közül melyik állítás a leginkább jellemző Önre?

1. vallásos vagyok, a magam módján
 2. vallásos vagyok, valamelyik egyház tanítása szerint
 3. nem vagyok vallásos
88. nem tudja
99. nem válaszol

24. Hány gyereke van Önnek?

0. egy sem

1. 1

2. 2

3. 3

4. 4

5. 5

6. 6, vagy több

88. nem tudja

99. nem válaszol

* * *

NE KÉRDEZD, CSAK KARIKÁZD BE!

25. A válaszadó neme

1. férfi

2. nő

Köszönjük, hogy válaszaival segítette munkánkat!

3. számú melléklet: Lineáris regresszió enter módszer esetének együttható táblázatai indexenként

Coefficients ^a					
Model		Unstandardized Coefficients		t	Sig.
		B	Std. Error		
1	(Constant)	1,465	1,073	1,365	,176
	Budapest	,121	,344	,352	,725
	Debrecen	-,029	,380	-,077	,939
	Dunaújváros	-,236	,380	-,622	,536
	Miskolc	-,112	,366	-,306	,760
	Szeged	,310	,383	,808	,421
	Szekszárd	-,298	,381	-,781	,437
	mikro vállalkozás	,201	,143	1,403	,164
	ipari vállalat	-,119	,154	-,768	,444
	kereskedő vállalat	-,122	,175	-,695	,489
	működési évek száma	-,013	,015	-,861	,392
	vállalkozói évek száma	,015	,015	1,063	,291
	a tulajdonos a megkérdezett	-,303	,215	-1,410	,162
	a tulajdonos aktívan dolgozik	-,798	,298	-2,682	,009
	a megkérdezett életkora	,004	,007	,572	,569
	szakmunkás végzettségű	,127	,356	,357	,722
	érettségivel rendelkezik	,088	,143	,616	,540
	házas	-,032	,205	-,155	,877
	vallásos	-,143	,127	-1,123	,264
	van gyereke	-,155	,260	-,597	,552
	a megkérdezett férfi	,158	,141	1,119	,266
	tagja valamilyen vállalkozói szervezetnek	,072	,145	,498	,620
	jövedelmi szintek	-,025	,081	-,306	,760
	jövedelmi szintje szerint szegény jövedelmű	-,531	,526	-1,008	,316
	jövedelmi szintje szerint közepes jövedelmű	-,048	,269	-,180	,858
	a tulajdonosok belföldi szereplők	,342	,421	,811	,419
	Árbevétel 2007	,002	,001	3,237	,002
	Árbevétel 2008	-,002	,001	-2,637	,010
	Árbevétel 2009	-,001	,001	-2,423	,017
	Mekkora volt az Önök cégének az éves nettó árbevétele / forgalma 2010-ben? - pótolta	,001	,001	1,321	,190

	Tervei szerint mekkora lesz a cég éves nettó árbevétele 2011-ben? - pótolta	-,001	,001	-1,530	,129
	Összes eszköz 2009	,001	,001	1,204	,232
	KSH alapján árbevétel kategória	,195	,099	1,962	,053
a. Dependent Variable: Simlis index					

Coefficients ^a					
Model		Unstandardized Coefficients		t	Sig.
		B	Std. Error		
1	(Constant)	2,445	4,366	,560	,577
	Budapest	1,181	1,405	,841	,403
	Debrecen	-,514	1,549	-,331	,741
	Dunaújváros	,631	1,553	,406	,686
	Miskolc	,778	1,496	,520	,604
	Szeged	-1,667	1,553	-1,073	,286
	Szekszárd	,970	1,554	,625	,534
	mikro vállalkozás	-,575	,579	-,993	,323
	ipari vállalat	-,048	,614	-,078	,938
	kereskedő vállalat	,146	,697	,210	,834
	működési évek száma	-,101	,060	-1,678	,097
	vállalkozói évek száma	,111	,059	1,885	,062
	a tulajdonos a megkérdezett	-,381	,878	-,434	,665
	a tulajdonos aktívan dolgozik	-,060	1,216	-,049	,961
	a megkérdezett életkora	-,017	,030	-,552	,582
	szakmunkás végzettségű	-2,605	1,453	-1,793	,076
	érettségivel rendelkezik	-1,360	,579	-2,348	,021
	házas	-,698	,796	-,877	,383
	vallásos	,558	,516	1,081	,282
	van gyereke	-1,572	1,043	-1,507	,135
	a megkérdezett férfi	1,539	,573	2,684	,009
	tagja valamilyen vállalkozói szervezetnek	-,102	,588	-,174	,863
	jövedelmi szintek	-,145	,324	-,447	,656
	jövedelmi szintje szerint szegény jövedelmű	-,292	2,123	-,137	,891
	jövedelmi szintje szerint közepes jövedelmű	,844	1,088	,776	,440
	a tulajdonosok belföldi szereplők	-,943	1,722	-,547	,585
	Árbevétel 2007	,002	,003	,572	,569
	Árbevétel 2008	,001	,002	,418	,677

	Árbevétel 2009	-,001	,002	-,553	,582
	Mekkora volt az Önök cégének az éves nettó árbevétele / forgalma 2010-ben? - pótolta	-,008	,004	-2,045	,044
	Tervei szerint mekkora lesz a cég éves nettó árbevétele 2011-ben? - pótolta	,007	,003	2,253	,027
	Összes eszköz 2009	-,002	,002	-1,190	,237
	KSH alapján árbevétel kategória	,077	,397	,194	,846
a. Dependent Variable: Nyitottsági index					

Coefficients ^a					
Model		Unstandardized Coefficients		t	Sig.
		B	Std. Error		
1	(Constant)	1,677	,927	1,808	,074
	Budapest	,186	,298	,625	,534
	Debrecen	,474	,329	1,441	,153
	Dunaújváros	,640	,330	1,940	,055
	Miskolc	,341	,318	1,074	,285
	Szeged	,073	,330	,222	,824
	Szekszárd	,221	,330	,669	,505
	mikro vállalkozás	,111	,123	,905	,368
	ipari vállalat	-,225	,130	-1,729	,087
	kereskedő vállalat	-,054	,148	-,364	,717
	működési évek száma	,005	,013	,380	,705
	vállalkozói évek száma	,003	,013	,253	,801
	a tulajdonos a megkérdezett	-,045	,187	-,240	,811
	a tulajdonos aktívan dolgozik	-,067	,258	-,259	,796
	a megkérdezett életkora	,001	,006	,221	,825
	szakmunkás végzettségű	,369	,309	1,197	,234
	érettségivel rendelkezik	,216	,123	1,756	,082
	házas	-,034	,169	-,204	,839
	vallásos	-,027	,110	-,248	,804
	van gyereke	,102	,221	,459	,648
	a megkérdezett férfi	-,186	,122	-1,525	,131
	tagja valamilyen vállalkozói szervezetnek	-,124	,125	-,992	,324
	jövedelmi szintek	,051	,069	,737	,463
	jövedelmi szintje szerint szegény jövedelmű	-,115	,451	-,255	,799
	jövedelmi szintje szerint közepes jövedelmű	-,099	,231	-,431	,668
	a tulajdonosok belföldi szereplők	,516	,366	1,410	,162

	Árbevétel 2007	,000	,001	,555	,580
	Árbevétel 2008	,000	,000	,224	,823
	Árbevétel 2009	,000	,001	-,715	,477
	Mekkora volt az Önök cégének az éves nettó árbevétele / forgalma 2010-ben? - pótolta	,001	,001	1,807	,074
	Tervei szerint mekkora lesz a cég éves nettó árbevétele 2011-ben? - pótolta	-,001	,001	-2,016	,047
	Összes eszköz 2009	,000	,000	,280	,780
	KSH alapján árbevétel kategória	-,049	,084	-,575	,567
a. Dependent Variable: Beruházási index					

Forrás: Saját szerkesztés

4. számú melléklet: A kiemelt magyarázó változók és a javasolt indexek közötti megoszlás

Descriptives

Simlis index	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
					Lower Bound	Upper Bound		
ismeretlen	2	1,0000	0,00000	0,00000	1,0000	1,0000	1,00	1,00
0-20m Ft	39	1,5213	,94083	,15065	1,2163	1,8263	1,00	5,00
21-50m Ft	63	1,2262	,61190	,07709	1,0721	1,3803	1,00	4,25
51-300m Ft	131	1,3206	,71291	,06229	1,1974	1,4438	1,00	5,25
301-500m Ft	31	1,3413	,65981	,11851	1,0993	1,5833	1,00	3,75
501-700m Ft	9	1,0833	,17678	,05893	,9475	1,2192	1,00	1,50
701-1000m Ft	5	1,0500	,11180	,05000	,9112	1,1888	1,00	1,25
1001-2500m Ft	12	1,5625	,98353	,28392	,9376	2,1874	1,00	4,25
2500-4000m Ft	3	1,6667	,57735	,33333	,2324	3,1009	1,00	2,00
Total	295	1,3285	,71869	,04184	1,2462	1,4109	1,00	5,25

Descriptives

Simlis index	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
					Lower Bound	Upper Bound		
külföldi tulajdonos is	6	1,2083	,24580	,10035	,9504	1,4663	1,00	1,50
csak belföldi tulajdonos	289	1,3310	,72521	,04266	1,2470	1,4150	1,00	5,25
Total	295	1,3285	,71869	,04184	1,2462	1,4109	1,00	5,25

Descriptives

Nyitottsági index	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
					Lower Bound	Upper Bound		
Budapest	101	,39	2,768	,275	-,16	,93	-6	6
Debrecen	49	-1,27	2,039	,291	-1,85	-,68	-6	3
Dunaújváros	25	,44	2,518	,504	-,60	1,48	-5	5
Miskolc	37	,14	2,359	,388	-,65	,92	-5	4
Szeged	36	-,86	2,486	,414	-1,70	-,02	-6	5
Szekszárd	17	-,47	1,875	,455	-1,43	,49	-4	3
Zalaegerszeg	35	-1,54	2,559	,433	-2,42	-,66	-6	5
Total	300	-,33	2,582	,149	-,63	-,04	-6	6

Beruházási index			település							Total
			Budapest	Debrecen	Dunaújváros	Miskolc	Szeged	Szekszárd	Zalaegerszeg	
	1	Count	4	1	0	0	0	0	1	6
		% of Total	1,3%	,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	,3%	2,0%
	2	Count	45	11	6	17	25	7	19	130
		% of Total	15,0%	3,7%	2,0%	5,7%	8,3%	2,3%	6,3%	43,3%
	3	Count	52	37	19	20	11	10	15	164
		% of Total	17,3%	12,3%	6,3%	6,7%	3,7%	3,3%	5,0%	54,7%
Total	Count	101	49	25	37	36	17	35	300	
	% of Total	33,7%	16,3%	8,3%	12,3%	12,0%	5,7%	11,7%	100,0 %	

Beruházási index		árbevétel-kategória - ksh									Total	
		ismeretlen	0-20m Ft	21-50m Ft	51-300m Ft	301-500m Ft	501-700m Ft	701-1000 m Ft	1001-2500 m Ft	2500-4000 m Ft		
	1	Count	0	0	0	6	0	0	0	0	0	6
		% of Total	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%
	2	Count	1	13	25	61	16	4	4	6	0	130
		% of Total	,3%	4,3%	8,3%	20,3%	5,3%	1,3%	1,3%	2,0%	0,0%	43,3%
	3	Count	1	26	38	69	15	5	1	6	3	164
		% of Total	,3%	8,7%	12,7%	23,0%	5,0%	1,7%	,3%	2,0%	1,0%	54,7%
Total	Count	2	39	63	136	31	9	5	12	3	300	
	% of Total	,7%	13,0%	21,0%	45,3%	10,3%	3,0%	1,7%	4,0%	1,0%	100,0 %	

Forrás: Saját szerkesztés