

**PÉCSI TUDOMÁNYEGYETEM
KÖZGAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR
REGIONÁLIS POLITIKA ÉS GAZDASÁGTAN DOKTORI ISKOLA**

**INFORMÁLIS KOCKÁZATITŐKE-
BEFEKTETŐK MAGYARORSZÁGON**

Doktori értekezés tézisei

Makra Zsolt

Pécs, 2008.

Tartalomjegyzék

1. A kutatás előzménye, jelentősége és célkitűzései	4
2. A kutatás módszertana	5
3. A dolgozat felépítése.....	7
4. Az értekezés új és újszerű tudományos eredményei	8
5. Publikációs tevékenység	17

1. A kutatás előzménye, jelentősége és célkitűzései

A globalizált világgazdaságban az egyre növekvő méretű multinacionális gazdasági szervezetek mellett stratégiai szerephez jutnak az **új és fiatal vállalkozások**, mint a **munkahelyteremtés, az innováció és a regionális fejlődés fő hajtóerői**. A nagyvállalatokkal ellentétben azonban a kisvállalkozások fejlődésük korai életszakaszában nem jutnak hozzá megfelelő mennyiségű pénzügyi forráshoz, ami megnehezíti további növekedésüket és jelentős mértékben rontja túlélési esélyeiket. A finanszírozás keresleti és kínálati oldala között meglévő aszimmetrikus információk és bizalomhiány, valamint a finanszírozók méretgazdaságosságra, kockázatkerülésre törekvő magatartása azt eredményezte, hogy az intézményi befektetők egyre kevésbé képesek és/vagy hajlandóak a ténylegesen kockázatos új cégek finanszírozására. Ebben az összefüggésben könnyen látható, hogy felértékelődött a nem intézményi pénzügyi források szerepe.

A kevésbé kutatott ám annál nagyobb jelentőségű **informális kockázati tőke a teljes vállalkozás-finanszírozási rendszer egyik alappillére**. A vállalkozások korai szakaszában a szomszédok, barátok, családtagok által megtestesített informális tőkebefektetők és a professzionálisabb módon tevékenykedő üzleti angyalok a cégek számára pótolhatatlan és egyéb forrásból be nem szerezhető tőkét közvetítenek. Segítségükkel áthidalható a tőkerés és a vállalat eljuthat egy olyan szintre, ahol a pénzügyi közvetítők (bankok, kockázatitőke-alapok) megbízható ügyfelévé válik.

Az **informális** (nem intézményi) **kockázatitőke-piac rendkívül sokszínű és érdekes kutatási terep**. A kínálati oldalt olyan magánszemélyek alkotják, akik saját elhatározásukból és saját megtakarításaikat kockáztatva fektetnek be új és fiatal vállalkozásokba. E befektetők jelentőségét jelzi, hogy az általuk kihelyezett összeg a legtöbb országban többszöröse az intézményi kockázati tőkések által befektetett forrásoknak, és alapfeltételét jelentik egy vállalkozás-központú gazdaság működésének.

A téma iránt Magyarországon is kitapinthatóan nő az érdeklődés: egyre több a sikerre éhes fiatalokból álló, komoly elméleti és üzleti tudással rendelkező csapat, akik innovatív vállalkozásuk gyors felfuttatásához „angyali” tőkét keresnek. A külföldi tapasztalatok alapján hazánkra nézve is sok következtetés levonható, és a legjobb gyakorlatok alkalmazásával a piac fejlődésének útja is felgyorsítható.

Kutatási munkám alatt több olyan **kérdést** fogalmaztam meg, amelynek megválaszolása a doktori értekezés fő eredményeként csapódtak le:

- Milyen elméletekkel magyarázhatóak a kockázatitőke-piac egyes sajátosságai, szükség van-e önálló elmélet létrehozására?
- Hogyan lehet a nem intézményi (egyéni) kockázatitőke-befektetőket definiálni, csoportjait egyértelműen meghatározni?
- Milyen speciális jellemzőkkel bírnak, mi határozza meg befektetési magatartásukat, milyen szerepet töltenek be az induló vállalkozások életében?
- Miért fontosak a helyi és regionális gazdaságok számára, mi mondható el a piac térbeli jellemzőiről?
- Vannak-e Magyarországon egyéni kockázati tőkések, milyen jellemzőkkel írhatóak le és különböznek-e a külföldi befektetőktől?
- Milyen eszközökkel ösztönözhető az informális kockázatitőke-piac fejlődése és Magyarországon melyek alkalmazhatóak?

2. A kutatás módszertana

Az értekezés egyaránt támaszkodik primer és szekunder forrásokra. Munkám során kiemelt jelentősége volt a **hazai és nemzetközi** (főként angolszász és német) **szakirodalom** minél teljesebb áttekintésének, megismerésének. A téma szempontjából fontos periodikák, tudományos újságok közül háromat emelnék ki: a Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance és a Journal of Business Venturing című negyedéves folyóiratokat, valamint a Frontiers of Entrepreneurship Research címet viselő, évente megjelenő konferenciakötetet, amelyek rendszeresen közlik a legújabb releváns kutatásokat, elemzéseket. Emellett természetesen számos egyéb folyóíratra, tanulmánykötetre, műhelytanulmányra támaszkodtam munkám során. A hazai forrásmunkák rendkívül korlátozott számban álltak rendelkezésre.

A szakirodalom feldolgozása során a korábbi kutatások eredményeinek **szintetizálására, átgondolására, továbbfejlesztésére** egyaránt törekedtem. Az elemzések során végig szem előtt tartottam, hogy a nemzetközi felmérések megállapításait miként kellene, lehetne a magyarországi viszonyok fényében értelmezni, az egyes javaslatokat a hazai viszonyokra adaptálni. Emellett egy olyan téma kutatását kezdtem el, melynek hiányzik a magyar nyelvű szakirodalma, így törekedtem ennek megteremtésére is.

A primer adatok két kutatásból származnak. A hazai üzleti angyalok tevékenységéről **kérdőív** segítségével gyűjtöttem információkat. A mintagyűjtés ebben az esetben a befektetők

egyenkénti, a médiában vagy személyes hálókön keresztül történő azonosításán alapult, és így természetesen nem lett reprezentatív. A 21 válaszadó miatt komolyabb statisztikai eszközök bevetésére nem volt mód, azonban viszonylag széles képet kaptam a korábban ismeretlen piacról.

Az informális tőkebefektetők elemzése a **Global Entrepreneurship Monitor** elnevezésű nemzetközi kutatás hazai adatbázisának felhasználásával vált lehetővé. A magyar GEM kutatásnak a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kara ad otthont, a kutatócsoportot Dr. Szerb László vezeti. A 2001 és 2006 közötti adatfelvétel során 12 254 főt kérdeztek le, akik a teljes **magyar felnőtt lakosságot reprezentálják**. Az öt év adatbázisának (2003-ban nem történt lekérdezés) egyesítéséből származnak az adatok: ebben az időszakban **193 felnőtt személy** válaszolt igennel arra a kérdésre, hogy az adatfelvételt megelőző három évben személyesen nyújtott-e pénzügyi forrásokat valamely más személy által indított új üzleti vállalkozás részére.

A befektetővé válást befolyásoló tényezők vizsgálatára **binomiális logisztikus regresszióanalízist** alkalmaztam. Ez az ökonometrikus modell lehetővé teszi a bináris, kategoriális és folytonos (független) változók egyszerre való kezelését, nem törődik a változók eloszlásával és nem kívánja meg a homoszkedaszticitás teljesülését sem. A mintát súlyozva vettem figyelembe, számításokat pedig ENTER módszerrel végezzük, amely valamennyi független változót egyszerre építi be a modellbe.

A családi és nem családi befektetők közötti különbséget első lépésben **multinominális logisztikus regresszió**, majd **kétmintás (Student) t-próba** segítségével elemeztem. A logisztikus regresszió során a kategorikus függő változó referenciakategóriája a „nem befektető” volt. A változó másik két értékének (családi és nem családi befektető) paramétereit a modell külön-külön becsülte a maximum likelihood módszer segítségével. Ezután a kétmintás t-próba segített eldönteni, hogy a kapott regressziós együtthatók egymástól szignifikánsan különböznek-e. A teszt során 5%-os szignifikanciaszintet határoztam meg.

A befektetői kör alcsoportokra bontása **K-közép klaszterelemzés** segítségével történt. Ennek során a heterogén sokaságon belül olyan csoportokat kerestem, amelyek bizonyos ismérvek alapján homogének. A program egy iterálási folyamat során újra és újra klaszterközpontokat keresett egészen addig, amíg ki nem alakult a stabil klaszterstruktúra.

Az elemzéshez az SPSS statisztikai programcsomag 14-es változatát alkalmaztam.

3. A dolgozat felépítése

Az **első fejezet** a kockázati tőke tágabb világát mutatja be. A piac három, egymástól nehezen elválasztható, speciális jellemzőkkel bíró szegmensre bontható, amelyeket igyekeztem egyenként röviden bemutatni. Ennek oka, hogy az intézményi kockázati tőke megismerése nélkül az értekezés témája sem érthető meg. A fejezet második része a kockázati tőkére vonatkozó közgazdasági, szociológiai és gazdaságföldrajzi-regionális elméleteket szedi össze és tesz kísérletet azok integrálására.

A **második fejezet** klasszikus **szakirodalmi áttekintés**, azaz szekunder adatok alapján elemzi az üzleti angyalok általam legfontosabbnak vélt tulajdonságait, jellemzőit. A bemutatás természetesen nem teljes körű, de egy színes képet nyújt az olvasónak a nem intézményi kockázati tőke-piac történetéről, állapotáról, jellemzőiről. A definíciók tisztázása után arra a kérdésre kerestem a választ, hogy az üzleti angyalok befektetési magatartását a pénzügyi, gazdasági megfontolások mellett/helyett milyen egyéb tényezők befolyásolhatják. Hedonista és altruista tényezőket is lehetséges motivációs faktorként fogalmaztam meg. Kiemelten foglalkoztam a befektetők finanszírozáson túl játszott szerepével a vállalkozás fejlesztésében, működtetésében, amely értékteremtő funkcióval rendelkezik. A befektetők eltérő szempontú tipizálásával pontosabb képet igyekeztem felrajzolni e magánszemélyek jellemzőiről.

A **harmadik fejezet** az **empirikus jellegű rész**, a hazai informális kockázati tőke-befektetők demográfiai jellemzőit, viselkedését befolyásoló tényezőket és alcsoportjait veszi górcső alá. A magyar felnőtt lakosság átlagosan 1,6%-a nyújtott forrást egy más által tulajdonolt, tőzsdén nem jegyzett új cégnek az adatfelvételt megelőző három éves időintervallumban. A statisztikai vizsgálatok után következtetéseket vontam le a magyar befektetőkre vonatkozóan.

Az elméleti és empirikus fejezetek után egy **„gazdaságpolitikai” irányultságú** rész következik, ahol a piac ösztönzésére irányuló lehetséges állami eszközöket gyűjtöttem össze. Külön alfejezetet szenteltem az általam a kormányzati beavatkozások kulcseszközének tartott üzleti angyal hálózatok bemutatásának. A negyedik fejezet végén a jellemzett programok tapasztalatai alapján következtetéseket vontam le, illetve a nem intézményi kockázati tőkét érintő állami beavatkozások során alkalmazandó elveket gyűjtöttem össze. A bemutatott programok jelentették az alapját a hazai javaslatok megfogalmazásának.

Az **összegzés** a dolgozat legfontosabb eredményeit kívánja rendszerezni, még egyszer összefoglalni.

4. Az értekezés új és újszerű tudományos eredményei

Tézis 1. A kockázati tőke természetének tudományos jellegű vizsgálatához nincs szükség önálló elmélet kialakítására. A téma interdiszciplináris és meglehetősen gyakorlatias jellege miatt célszerűbb néhány, a kockázati tőkéhez bizonyos mértékben kapcsolható iskola nézeteit rendszerezni, szintetizálni, továbbfejleszteni.

A szakirodalom széles körű áttekintése után kijelenthető, hogy a **kockázati tőke** tudományos eszközökkel történő vizsgálata során nem alakult ki annak **önálló elméleti keretrendszer**e. Ennek oka lehet a téma interdiszciplináris, szerteágazó és meglehetősen gyakorlatias jellege. Dolgozatomban négy iskola kutatási eredményeit mutattam be és elemeztem az intézményi és nem intézményi kockázati tőke szempontjából. Az intézményi közgazdaságtan áramlatába tartozó, a vállalati pénzügyek területéről származó, a szociológiai és gazdaságföldrajzi gyökerű elméletek közös pontja, hogy valamilyen mértékben képesek a kockázati tőke-finanszírozás egy-egy jellegzetességének magyarázatára. Véleményem szerint nincs szükség új elmélet kidolgozására, hanem az eddig feltárt, a témához kapcsolható iskolákat kell rendszerezni, szintetizálni, továbbfejleszteni.

Az ügynökelmélet segítséget nyújt a külső tőkebevonás, vagyis a kockázati befektető és a tőkét kereső vállalkozó közötti kapcsolat létrejötte során fellépő problémák, jelenségek és azok kezelésének elemzésében. Tulajdonképpen az egyéni kockázati tőke-befektetők és az intézményi kockázati tőkék eltérő módon, más megközelítéssel kívánják az információs aszimmetriák, az erkölcsi kockázatok és a kontraszelekció következtében fellépő ügynöki problémákat kezelni: előbbieket viselkedésüket a **tökéletlen szerződések megközelítéssel** lehet jellemezni, utóbbiak tevékenysége pedig inkább a **megbízó-ügynök iskola** „tanaival” írható le. Az üzleti angyalok az ügynöki költségeket leginkább bizalmi struktúrák létrehozásával, valamint a vállalkozásban való aktív közreműködéssel, az intézményi befektetők pedig az alapos cégátvilágítással és egy minden apró részletre kiterő szerződés megkötésével igyekeznek minimalizálni.

Az általam vizsgált pénzügyi elméletek közös pontja a felek közötti információs aszimmetriák megléte. A rangsorelmélet szerint a kisvállalkozók **egy rangsort állítanak fel a finanszírozási források vonatkozásában**, és az „idegen” tulajdonostársak beengedésétől való félelem a külső tőkejellegű források háttérbe szorulásához vezet. A **növekedési ciklus elmélete** szerint pedig a vállalatok finanszírozási szempontból egy fejlődési folyamatot

követnek, melynek egymást követő szakaszaiban a pénzügyi szükségleteik és lehetőségeik folyamatosan változnak, ahogy növekszenek, tapasztalatokat szereznek és információk szempontból áttekinthetőbbé válnak. Emellett **Hellmann és Stiglitz modellje** alapján kijelenthető, hogy a kínálati oldal, a tőkefinanszírozók a kontraszelekció elkerülése érdekében is visszafoghatják kínálatukat, ha nem áll rendelkezésükre elegendő információ a projekt várható hozamairól és kockázatairól. A három pénzügyi elmélet más-más oldalról segít annak megértésében, hogy a vállalkozások egyes életszakaszaiban miért alakulnak ki finanszírozási rések.

A **társadalmi tőke teóriájának** ismertetésekor a társadalmi kapcsolatok, a helyi hálózatok, a szociális beágyazódottság, a bizalom és a reciprocitás fontosságát hangsúlyoztam a kockázatitőke-befektetések folyamatában és létrejöttében. A kapcsolati tőke nagyban meghatározza a befektetési lehetőségekhez való hozzáférést, a megvalósult ügyletek földrajzi elhelyezkedését, a projektek értékelésének módját, a felek közötti közreműködés jellemzőit és a kiszállás módját. Véleményem szerint (Robert Putnam terminológiáját követve) az erős összezáró társadalmi tőkével rendelkező cégvezető számára nagyobb az esély a közösségen belüli, helyi családi vagy baráti informális befektető bevonására, míg az összekapcsoló társadalmi tőkét felhalmozó üzleti angyal vagy kockázatitőke-alap megjelenése éppen az összekötő társadalmi tőke hiányát tudja pótolni, melynek hozadéka pl. a korszerű tudáshoz, modernebb termékekhez, technológiákhoz, külső információkhoz való hozzáférés, az újabb üzleti partnerek és beszállítók megjelenése lehet.

A földrajzi távolságnak meghatározó szerepe van az üzleti angyal és hagyományos kockázatitőke-befektetések létrejöttében. A **gazdaságföldrajz és regionális tudomány pénzügyi irányú kutatási eredményeit** átgondolva rámutattam, hogy a kockázatitőke-alapok területi struktúrája kihat a kockázati tőke tökéletlen területi allokációjához, és hosszú távon hozzájárulhat a gazdaság centrum-periféria jellegű térszerkezetének újratermelődéséhez. A jóslatokkal ellentétben a fizikai távolság nem értékelődött le a kockázatitőke-befektetések kapcsán: a személyes kapcsolatok fenntartása, a szakmai segítségnyújtás igénye, a tulajdonosi jogok és kontroll speciális gyakorlása mind-mind megkövetelik a befektető és portfóliócége közötti közelséget. A klasszikus kockázatitőke-társaságok területi eloszlása ezért követi a gyors növekedésre képes, technológiai vállalkozások térbeli megoszlását, melyek a kockázati tőke bevonására potenciális alkalmasak és megfelelő nyereségkilátásokkal kecsegtetnek. A befektetők telephelyválasztását az is nagyban determinálja, hogy információforrásaik, a velük folyamatosan együttműködő szereplőkből álló hálózatok is „személyre szabottak”, informálisak, „helyhez kötöttek”, lokalizáltak. A „csomópontokba” való telepedést az igénybe

vehető agglomerációs előnyök is ösztönzik: a speciális pénzügyi és üzleti tanácsadók jelenléte, az iparági információkhoz való gyors hozzáférés stb.

Tézis 2. A globális (intézményi) kockázati tőke-iparágban a korai fázisú finanszírozás háttérbe szorulását eredményező trendváltás nagyban felelőssé tehető a főként az új és fiatal, nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokat sújtó tőkerés kialakulásában és kiszélesedésében. A folyamat az informális kockázati tőke-befektetők szerepének felértékelődéséhez vezetett.

Szakirodalmi és empirikus felmérések adataira támaszkodva kijelenthető, hogy **Európában a nyolcvanas évek közepétől** az intézményi kockázati tőke-befektetők finanszírozási fókuszja fokozatosan megváltozott. Ennek eredményeként az elmúlt húsz évben egyaránt **drasztikusan csökkent a korai** (főleg az indulás) és a **terjeszkedési életszakaszban** járó vállalkozásokba irányuló **befektetések összege**. Az iparág két részre szakadt: a hagyományos „kockázatos” jellegű befektetések mellett megjelentek a főként vezetői be- és kivásárlásokat (MBO, MBI, LBO) és másodlagos kivásárlásokat finanszírozó ún. magántőkealapok is.

A kockázati tőke „Janus-arcúvá” válásában szerepet játszó **okok, folyamatok, jelenségek** rendkívül szerteágazóak:

- A kilencvenes évek második felének globális pénzbősége miatt megnőtt a tőkealapokba fektetett tőke mennyisége, és a **növekvő méretű alapok automatikusan hozzájárultak a növekvő méretű tranzakciók létrejöttéhez**.
- A korai szakaszra specializálódott, **kisméretű alapok általában gazdaságtalanul működtethetőek**, amely jelenség **méretgazdaságossági problémákra** vezethető vissza. Az egyes **tranzakciók** (jogi, átvilágítási, tanácsadói stb.) **költségei lényegében ügyletenként hasonló nagyságúak**, tehát a nagyobb befektetések fajlagosan kisebb ráfordításokkal járnak, így kifizetődőbb ezek irányába orientálódni. A magas működési költségeket magasabb arányú alapkezelői díjjal lehet egyensúlyozni, ez azonban az alapba befektetők hozamát csökkenti.
- A kockázati tőkések korai fázisú cégekbe történő befektetések iránti elutasító magatartása **múltbeli rossz hozamtapasztalatokra is visszavezethető**. A kilencvenes évek közepének európai statisztikák azt mutatják, hogy a korai szakaszú befektetések alacsonyabb hozamot eredményeztek, mint a vezetői kivásárlásoké, azaz a felvállalt kockázat és az elérhető hozamok közötti törékeny egyensúly felbomlott.

- Az alacsony tőkeerejű kockázatitőke-alapok nem képesek **ugyanabban a cégben újabb tőkeemelés**t végrehajtani, ezzel jelentősen romlanak az alap kiszállási és megtérülési esélyei.
- Egy korai fázisú befektetési ügylet lebonyolításakor az alapkezelőknek tisztában kell lenniük a céltársaság által fejlesztett technológia lényegével, annak piaci lehetőségeivel és a kiaknázásához szükséges eszközökkel. A kockázati tőkéseknek általában aktívabban be kell kapcsolódnuk az induló cégek operatív működtetésébe is, mivel a tulajdonosok vállalkozói tapasztalata és menedzsmenttudása sokszor hiányos. Egyes térségekben, sőt egyes országokban megfigyelhető, hogy **kevés a helyi ismerettel rendelkező, tapasztalt és rátermett alapkezelő**, aki rendelkezik egy korai szakaszra specializálódott alap irányításához szükséges összetett képességekkel.
- Végül a finanszírozás fókuszának eltolódása összefüggésbe hozható **az adott térség kockázatitőke-piacának fejlettségével**: minél fejlettebb egy térségben a kockázatitőke-ágazat, a befektetők (akiktől az alapok pénze származik) és az alapkezelők annál inkább hajlamosak a nagyobb és kevésbé kockázatos ügyletek finanszírozására

Tézis 3. A hazai intézményesült kockázatitőke-piac Budapest-centrikus, a koncentráció mértéke nemzetközi viszonylatban is kiemelkedő.

A kockázati tőke alapvető jellemzője, hogy **térben egyenlőtlenül oszlik el**: a gazdasági tevékenységekhez hasonlóan a **kockázatitőke-alapok** és az általuk **megvalósított befektetések területileg erősen koncentrálnak**. A nemzetközi felmérések arról árulkodnak, hogy az Egyesült Államokban a pénzügyi és technológiai centrumokba, azokkal klasztereket alkotva, míg Európában a hagyományos nemzeti gazdasági központokba (London, Párizs, München stb.) tömörülnek a befektetések és a befektetők.

A **hazai intézményi kockázati tőke térbeli struktúrájának vizsgálata**kor a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület 16 éves felmérésének adatbázisára támaszkodtam, az egyéni adatokat regionális szinten aggregáltam. Az elemzés elvégzése előtt tisztában voltam az ország torz, egyoldalú gazdasági térszerkezetével, azonban az eredmények bizonyos szempontból a vártnál is kedvezőtlenebbek lettek. Az időszak alatt megvalósult **befektetések értékének 84%-a Közép-Magyarországon, 77%-a pedig Budapesten realizálódott**. Az ilyen fokú földrajzi koncentráció nemzetközi szinten is kimagasló. Mind a vállalkozások számához, mind saját tőkéjéhez, mind a GDP-hez viszonyítva kimutatható a központi régió domináns szerepe. Az LQ és a többi mutató alapján is a Dél-alföldi régió a gazdasági súlyánál

több kockázati tőkét vonzott, a **Nyugat-dunántúli régióban pedig hatalmas a kockázati tőke „hiánya”**.

A **kialakult kedvezőtlen térszerkezetért felelős tényezőket** keresve rámutattam az ország gazdasági és más téren is érvényesülő tradicionális Budapest-központúságára, a fejlett üzleti infrastruktúrára, a kínálati oldal (kockázati tőke-cégek irodáinak telephelye) egyöntetű budapesti elhelyezkedésére, valamint a jó növekedési képességű, gyakran innovatív vállalkozások fővároscentrikus eloszlására.

Tézis 4: A nem intézményi kockázati tőke térbeli eloszlása egyenletesebb, mint az intézményi, azonban Magyarországon a központi régió dominanciája e téren is kimutatható.

Az **egyéni (informális) kockázati tőke térben egyenletesebben oszlik el és kevésbé koncentrálnak**, mint az intézményi, valamint nagymértékben **lokális forrásokból származik**. A kínálat szórt területi elhelyezkedése abból adódik, hogy a befektethető pénzzel rendelkező egyének térbeli eloszlása is kiegyenlítettebb, mint a kockázati tőke-társaságoké. A befektetők elhelyezkedése pedig nagyban meghatározza a befektetések megvalósulásának helyszínét is: az angyalok általában 2-3 óra autóúttal megközelíthető cégekbe fektetnek. Azokban a térségekben, ahol a vállalkozói kultúra erős (tehát nagy számban megtalálható gyors növekedésre képes cég) és magasak a jövedelmek (a befektethető tőke rendelkezésre áll), az informális tőkebefektetések valószínűleg felülreprezentáltak más régiókhoz képest.

Dolgozatomban az egyéni kockázati tőke-befektetőket egyfajta **„endogén erőforrásnak”** tituláltam, mivel a jórészt helyben képződött megtakarításokat jórészt helyben is fektetik be. Ezzel a regionális fejlődés szempontjából egy pozitív és kumulatív folyamat indukálódhat: a helyben keletkezett vagyon a régió belül hasznosul újra, növelve ezzel a helyi gazdaság bázisát jelentő növekedésorientált kisvállalkozások számát és versenyképességét, erősítve a vállalkozói kultúrát. A megnövekedett jövedelmeket a sikeres vállalkozók később mint üzleti angyalok ugyancsak a térségben fektetik majd be.

A hazai GEM adatok leíró statisztikájának elkészítésekor azt tapasztaltam, hogy **az egyéni tőkebefektetők 60%-a Közép-Magyarországon él**. Mivel a minta a teljes magyar felnőtt népességet reprezentálja így kijelenthető, hogy a régió relatív népességéhez mérten koncentráció alakult ki, melynek foka alacsonyabb ugyan az intézményi kockázati tőkéhez képest, de még így is aggasztó mértékű. A befektetővé válást vizsgáló ökonometria modell megmutatta, hogy **közép-magyarországi lakóhely esetén 3,8-szeresére nő** annak a valószínűsége, hogy valaki informális tőkebefektetésre vállalkozzon Magyarországon. A

központi régióba tartozás fontossága nemcsak a hazai egyoldalú gazdasági térszerkezet egy újabb oldalát világítja meg, hanem arra a veszélyre is felhívja a figyelmet, hogy a perifériarégiók informális kockázati tőkével való ellátottsága is korlátozott lehet.

Tézis 5. Az informális kockázati tőkét befektetők egy heterogén finanszírozói kört alkotnak, amelyen belül Magyarországon a kizárólag rokonok és a kizárólag a nem családtagok cégeibe fektetők egymástól szignifikánsan különböznek.

Véleményem szerint az informális kockázati tőke szakirodalma az eltérő jelentéstartalommal rendelkező befektetői definíciókat gyakran egymás szinonimájaként használja vagy összemosza őket. A heterogén értelmezéseket áttekintve az **üzleti angyalok fogalmának egy szűkebb és egy tágabb (megengedőbb) változata** rajzolható fel. **Szűkebb értelemben** az üzleti angyalok olyan (általában vagyonos és tapasztalt) magánszemélyek, akik közvetlen módon nyújtanak részvénytőke-alapú finanszírozást és szellemi tőkét új és növekvő, tőzsdén nem jegyzett vállalkozásoknak, amelyekkel azt megelőzően nem álltak családi és tulajdonosi kapcsolatban. Ők képviselik az összes informális kockázatitőke-befektető között az „elitet”, a professzionalizmust, mivel vállalkozói, menedzseri vagy speciális szakmai (pl. könyvvizsgálat) tapasztalattal és megfelelő nagyságú vagyonnal egyaránt rendelkeznek, de számuk a másik kategóriához képest korlátozott. A jóval tágabb és heterogénabb finanszírozói kört megtestesítő **informális tőkebefektetők** pedig olyan egyének, akik pénzügyi forrásokat (hitel, tőke, garanciavállalás stb.) nyújtanak tőzsdén kívüli vállalkozások számára. Ide tartozhatnak a családtagok kölcsönei, kezességvállalása stb.

A magyarországi informális tőkebefektetők halmazán belül közel kétharmad-egyharmad arányban oszlanak meg azok, akik kizárólag családi illetve nem családi kötődésű cégekbe fektetnek. A statisztikai eredmények alapján kijelenthető, hogy a **családi és nem családi befektetők kategóriája egymástól szignifikánsan különbözik**. A nem családi befektetők nagyobb arányban férfiak és felsőfokú végzettségűek, többen rendelkeznek vállalkozói készségekkel és múlttal, mint a családi investorok, és nagyobb arányban fektetnek be 1 millió Ft-nál magasabb összeget. Azonban a két csoportban ugyanakkora hányad nem kéri vissza a befektetett tőkét a vállalkozótól, tehát a „szeretetpénz” jelensége mindkét klaszterben kimutatható, nemcsak a családi befektetőknél. Emellett a családi befektetők magasabb jövedelemmel rendelkeznek és több üzleti lehetőséget észlelnek a régiójukban.

Tézis 6. A magyarországi informális tőkebefektetővé válást a vállalkozói magatartási tényezők nagyobb mértékben magyarázzák, mint a demográfiai faktorok.

A hazai informális tőkepiacot mindkét (a szűkebb és tágabb megközelítéssel lehatárolt) befektetői kör alapján igyekeztem bemutatni. A **magyarországi üzleti angyalok** a nem reprezentatív felmérésünk szerint döntően férfiak, középkorúak és felsőfokú végzettséggel rendelkeznek. 86%-uk jelenleg is cégtulajdonos, és átlagosan 12 éves vállalkozói tapasztalattal rendelkeznek. 80%-uk 10 millió forint feletti nettó jövedelmet könyvelhet el évente és 40%-uk vagyona meghaladja a 100 millió forintot is. Befektetéseiket elsősorban pénzügyi megfontolásokból, másodlagosan hedonista okokból végzik, információforrásaik közül a társadalmi tőkéhez kapcsolható személyes források dominálnak. A megkérdezett angyalok három év alatt közel száz cégbe fektettek 1,1 milliárd forintot.

Az ötéves GEM adatok és a benne alkalmazott szélesebb körű definíció alapján megvizsgáltam a magyar **informális tőkebefektetők** jellemzőit is. E személyek a felnőtt lakosság 1,6%-át teszik ki, amely érték nemzetközi viszonylatban rendkívül alacsonynak minősül. Ehhez párosul, hogy átlagos forráskihelyezés mindössze 930 ezer Ft körül alakult, tehát a szűk piaci keresztmetszet két irányból is megmutatkozik. A befektetők alig több mint fele férfi, átlagosan 40 év körüliek, negyedük felsőfokú végzettségű és 50%-uk jövedelmét a legfelső harmadba sorolta. 60%-uk Pest megyei lakos, és mindössze negyedrészüik vállalkozó. A tipikus befektető személyesen is ismer más vállalkozót a környezetében, rendelkezik vállalkozásindítási képességekkel és tapasztalatokkal, valamint közel fele jó üzleti lehetőségeket is felismert lakókörnyezetében.

Az informális tőkebefektetőkre ható tényezőket ökonometriaival modellt segítségével elemeztem. **A befektetővé válást legnagyobb mértékben a vállalkozói magatartást, attitűdöket közvetítő determinánsok határozzák meg**, közülük magasan kiemelkedik a vállalkozó személyes ismerete. Ezzel párhuzamosan a demográfiai változók a hatásukat tekintve meglehetősen háttérbe szorultak, egyedül az alkalmazotti státusz és a lakóhely magyarázóereje volt jelentős.

A **vállalkozó személyes ismerete** tekinthető az informális befektetések magyarázatában kulcstényezőnek mind a hazai, mind a külföldi kutatásokban. Az induló vállalkozó pozitív attitűdöket közvetíthet a vállalkozásokról, tapasztalatokkal, sikeres példákkal szolgálhat a magánszemély számára, a kialakult kedvező kép pedig segít mentálisan is lebontani a befektetés útjában álló korlátokat és kedvet adhat a kisvállalati befektetésekhez. Emellett a

vállalkozó személyes ismerete egyben azt is jelenti, hogy az illető hozzáfér bizonyos számú befektetési lehetőséghez.

A korábbi **vállalkozói tapasztalatok** és a **vállalkozásindítási készségek** szintén **jelentős szerepet kaptak** a külföldi és a hazai modellekben egyaránt. Ez arra utal, hogy minden országban a vállalkozói hajlandóság, a vállalkozói szellem, az üzleti ismeretek, tapasztalatok megléte – azaz hogy mennyire mondható vállalkozóinak egy nemzet – döntő mértékben ösztönzi vagy gátolja az informális tőkebefektetéseket. Ez egyben veszélyforrást is jelent: **az alacsonyabb fejlettségű vállalkozói kultúra alacsonyabb szintű informális tőkebefektetésekhez vezethet**, és mindez fordítva is igaz.

Az eredmények jórészt összhangban voltak más nemzetközi kutatások megállapításaival. Kifejezetten magyar sajátosság, „**nemzeti karakter**” lehet az ügyletek alacsony átlagos mérete és a teljes felnőtt lakossághoz viszonyítva kevésnek mondható informális tőkebefektető „együttes teljesülése”. Emellett szembevetendő, hogy egyes vállalkozói attitűdök sokkal inkább meghatározták a hazai befektetővé válást, mint az említett két országban. Ez azt jelenti, hogy egy magyar felnőtt esetében egy vállalkozó személyes ismerete vagy jó üzleti lehetőségek felismerése jobban növeli az informális befektetés létrejöttének valószínűségét, mint Finnországban vagy Szingapúrban. A teljes munkaidős állás csak a magyar elemzésben bizonyult döntő fontosságúnak, amely azt jelezheti, hogy Magyarországon a stabil kereset, a biztos havi bevétel kiemelkedően kihat az informális befektetési döntésekre, míg más országokban ez a tényező kissé háttérbe szorul.

Tézis 7. A nem intézményi kockázatitőke-piac fejlesztésére irányuló sikeres közpolitika jellemzője, hogy elsődlegesen a hatékony szabályozási környezet kiépítésére koncentrál, az egyes programokat a vállalkozásfejlesztés kontextusába illeszti, a piac működésképtelen részeire irányul, ha lehetséges, akkor a piacfejlesztő megközelítést alkalmazza, a kereslet- és a kínálatoldali eszközök alkalmazásának harmóniájára épít és nagy súlyt fektet az utólagos értékelésre.

Az informális kockázatitőke-piacot fejlesztő állami eszközök tárgyalásakor le kell szögezni, hogy a kormányzat alapvető feladata olyan **keretfeltételek, adminisztratív szabályok** kidolgozása, amelyek lehetővé teszik a piaci szegmens „virágzó”, hatékony működését. Az állam nem pótolhatja, helyettesítheti az üzleti angyalokat, azonban megfelelő jogszabályi, működési környezet kialakításával ösztönözheti azok ténykedését.

Az informális kockázatitőke-befektetések ösztönzése eszközei és motivációi alapján a **vállalkozásfejlesztés tágabb kontextusába illeszkedik**, ezért az egyes beavatkozásoknak összhangban kell állniuk a kisvállalkozás-fejlesztés területén belül más intézkedésekkel is. Emellett az üzleti angyal befektetések piacát megcélzó **sikeres politika további jellemzője**, hogy ténylegesen a piac működésképtelen részeire (résekre) koncentrálnak, a keresleti és a kínálati oldali eszközök alkalmazásának harmóniájára épül, a hatások utólagos értékelésére is nagy súlyt fektet és ahol lehetséges (pl. befektetések fogadására való felkészítés, garancianyújtás, az üzleti angyalok kormányzati társfinanszírozása, üzleti angyal hálózatok működtetése, stb.), a piacfejlesztő megközelítést alkalmazza.

Mind az intézményi, mind az egyéni kockázatitőke-piacon nyilvánvalóvá vált, hogy az **egyoldalú kínálatoldali beavatkozások nem elégségesek** a tőkerés megszüntetéséhez, ehhez kiegészítő, a **keresleti oldal ösztönzésére fókuszáló intézkedésekre is szükség van**. Mindez azon a felismerésen alapul, hogy a tőkerés létrejöttét a piac egy adott tartományában nemcsak az alacsony pénzkínálat okozza, hanem a szereplők közötti információs egyensúlytalanság és információhiány is, azaz a tudásrés. A keresletoldali beavatkozások azonban komplikáltak és hatásuk is hosszabb távon jelentkezik.

A tudás- és információdeficittel küszködő piaci szegmens fejlesztésében az **üzleti angyal hálózatok kulcsszerepet játszhatnak**. Innovatív „párosítási” eljárásokkal a partnerkeresés tranzakciós költségét lecsökkentik, és a tudásban, ismeretekben meglévő hiányosságokat is képesek különböző képzésekkel, tréningekkel orvosolni. Érzékelhető azonban, hogy az **üzleti angyal hálózatok** eddigi „európai modellje” **felülvizsgálatra szorul**: a folyamatos kormányzati dotációktól elkényelmesedett szervezetek sok helyen nem tudták elérni a kritikus ügyfél nagyságot, szolgáltatásaikat nem igazították hozzá a változó igényekhez és körülményekhez, így piacélnkítő hatást, de még az önfenntartást sem tudták elérni.

Tézis 8. Az alacsony fejlettségű magyarországi informális kockázatitőke-piac fejlődésének megindulása első lépésben az általános üzleti környezet vállalkozóbaráttá tételét igényli.

Az eltérő fejlettségű informális kockázatitőke-piacok eltérő kormányzati programok elindítását teszik szükségessé. Magyarországon az elmúlt években néhány spontán kezdeményezés, egymással nem összhangolt intézkedés történt, amely az alapfeltételek teljesülése esetén elmozdulást indukálhatna a piac jelenlegi alacsony fejlettségi szintjéről, és a kiindulópontját jelentheti a későbbi kormányzati erőfeszítéseknek. Az alapok azonban nincsenek felépítve: az általános makrogazdasági helyzet, a vállalkozói kultúra alacsony foka,

a kiszámíthatatlan jogszabályi környezet, a szereplők közötti általános bizalomhiány, a magánszemélyek és vállalkozások – a költségvetési kiigazítás következtében megnövekedett – adóterhelése stb. az informális tőkebefektetések létrejöttét gátolja, és a dolgozatban bemutatott közvetlen beavatkozások sikerét nagymértékben megnehezíti.

A fejlesztési politikát tehát a feje tetejéről a talpára kell állítani: a szabályozási környezet rendbetételét kell elsőként elvégezni. Ezután véleményem szerint hazánkban a legnagyobb szükség a **tájékoztatásra, népszerűsítésre, a vállalkozókat a befektetésre felkészítő tréningek elindítására, egy sikeres üzleti angyal hálózat működtetésére, a tőzsde fejlesztésére és esetleg befektetési adókedvezmény bevezetésére lenne szükség**, utóbbinak azonban jelen gazdasági helyzetben meglehetősen csekély az esélye. Remélhetőleg a bemutatott külföldi példák állóvízbe dobott kőként viselkedve itthon is változásokat indukálnak e téren.

5. Publikációs tevékenység

A. Könyvek és könyvrészletek

Makra Zs. 2007: A technológiai vállalkozások létrejötte és növekedése: mi a szerepe az állami politikáknak? In Makra Zs. (szerk.): *A technológia-orientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon*. Universitas Szeged Kiadó, Szeged, 11-38. o.

Makra Zs. 2007: A technológia-orientált vállalkozások korai életszakaszának támogatása és finanszírozása. In Makra Zs. (szerk.): *A technológia-orientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon*. Universitas Szeged Kiadó, Szeged, 125-148. o.

Kosztópulosz A. – Makra Zs. 2007: Az informális tőkebefektetők és üzleti angyalok szerepe az új, innovatív vállalkozások finanszírozásában. In Makra Zs. (szerk.): *A technológia-orientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon*. Universitas Szeged Kiadó, Szeged, 67-100. o.

Makra Zs. – Bajmócy Z. – Imreh Sz. – Szerb L. 2007: A magyarországi technológiai kisvállalkozások főbb jellemzői. In Makra Zs. (szerk.): *A technológia-orientált*

kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon. Universitas Szeged Kiadó, Szeged, 207-226. o.

Kosztopulosz A. - Makra Zs. 2006: Az üzleti angyalok vállalkozásfinanszírozó és –fejlesztő tevékenysége. In Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Aula, Budapest, 123-151. o.

Makra Zs. - Kosztopulosz A. 2006: Hid a befektetők és az üzleti angyalok között: az üzleti angyal hálózatokról. In Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Aula, Budapest, 246-268. o.

Makra Zs. – Rác A. 2006: A „klasszikus” kockázatitőke-alapok részvétele az innovációorientált vállalkozások korai életszakaszának finanszírozásában. In Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Aula, Budapest, 222-245. o.

Kosztopulosz A. - Makra Zs. 2004: Az üzleti angyal hálózatok szerepe az informális kockázatitőke-piac élénkítésében. In Botos K. (szerk.): *Pénzügyek a globalizációban*. JATEPress, Szeged, 89-109. o.

B. Konferenciakötetek és évkönyvek

Makra Zs. 2006: Miért nem akarják finanszírozni az intézményi kockázati tőkések az új, innováció-orientált vállalkozásokat? In Szentes B. (szerk.): *Tudás és versenyképesség pannon szemmel. Pannon Gazdaságtudományi Konferencia tanulmánykötet II*. Pannon Egyetemi Kiadó, Veszprém, 288-293. o.

Makra Zs. – Málovics Gy. 2006: The geography of formal venture capital and private equity investments in Hungary. In: *Proceedings of the 4th International Conference for Young Researchers of Economics. Volume II*. Szent István Egyetemi Kiadó, Gödöllő, 98-102. o.

Makra Zs. 2005: Kockázati tőke és regionális fejlődés. In Glück R. – Gyimesi G. (szerk.): *Évkönyv 2004-2005. A Környezetvédelem, regionális versenyképesség, fenntartható fejlődés című konferencia előadásai. III. kötet*. Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar Regionális Politika és Gazdaságtan Doktori Iskola, Pécs, 156-165. o.

Kosztópulosz A. - Makra Zs. 2005: A kockázati tőke részvételének formái a technológia-orientált vállalkozások fejlődésének korai szakaszában. In Buzás N. (szerk.): *Tudásmenedzsment és tudásalapú gazdaságfejlesztés. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2005.* JATEPress, Szeged, 328-351. o.

Makra Zs. 2004: Angyalok helyben? Az informális kockázati tőke-befektetések szerepe egy térség gazdasági fejlődésében. In Mezei C. (szerk.): *Évkönyv 2003.* Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar Regionális Politika és Gazdaságtan Doktori Iskola, Pécs, 370-380. o.

Makra Zs. 2004: Üzleti angyal befektetések Magyarországon: elméleti alapok és empirikus eredmények. In *Gazdasági szerkezet és versenyképesség az EU csatlakozás után. A VIII. Ipar- és Vállalatgazdasági Konferencia előadásai.* MTA Ipar- és Vállalatgazdasági Bizottsága, Budapest, 414-422. o.

C. Konferencia előadások

Makra Zs. 2007: *Az üzleti angyalok és az üzleti angyal hálózatok szerepe a fiatal innovatív vállalkozások finanszírozásában.* Innovációs kezdeményezések finanszírozási lehetőségei 2007 című konferencia, 2007. május 3., Szeged.

Makra Zs. 2007: *Híd a tőkét kereső vállalkozások és a befektetők között: az üzleti angyal hálózatokról.* A kockázati tőkebefektetés szerepe és lehetőségei a regionális gazdaságfejlesztésben című konferencia, 2007. február 15., Győr.

Makra Zs. – Rappai G. – Szerb L. 2005: *Informal investments in transitions: the motivations, characteristics and classification of informal investors in Croatia, Hungary and Slovenia.* Entrepreneurship, Economic Growth and Public Policy. Second GEM Research Conference, 25-27 May, Budapest.

D. Folyóiratcikkek

Szerb L. – Rappai G. – Makra Zs. – Terjesen, S. 2007: Informal Investment in Transition Economies: Individual Characteristics and Clusters. *Small Business Economics*, 2-3, 257-271. o.

Makra Zs. – Kosztopulosz A. 2006: Üzletiangel-befektetések Magyarországon. *Vállalkozás és Innováció*, 1, 102-125. o.

Kosztopulosz A. - Makra Zs. 2005: Az üzleti angyal hálózatok szerepe a nem intézményesült kockázatitőke-piac fejlesztésében. *Vezetéstudomány*, 7-8, 15-26. o.

Makra Zs. - Kosztopulosz A. 2004: Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 7-8, 717-739. o.

E. Szerkesztés, disszertációk és egyéb publikációk

Makra Zs. (szerk.) 2006: *A kockázati tőke világa*. Aula, Budapest.

Makra Zs. – Kosztopulosz A. 2004: *Az informális kockázatitőke-befektetések szerepe az innovatív kisvállalkozások finanszírozásában Magyarországon*. Kutatási jelentés. MTA Közgazdaságtudományi Kutatóintézet, Budapest.

F. Pályamunkák, díjak

Makra Zs. 2005: *Kockázati tőke magánszemélyektől: az üzleti angyalok részvétele az innováció-orientált kisvállalkozások finanszírozásában és fejlesztésében*. A Manager Képzés Alapítvány által megítélt Harsányi István-díjas dolgozat.

Makra Zs. 2003: *Az informális kockázati tőke szerepe a vállalkozás-fejlesztésben és finanszírozásban*. OTDK dolgozat. Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar, Szeged.