

## HITEL VAGY TŐKE?

### *A magyarországi mikro-, kis- és középvállalatok finanszírozási döntéseinek empirikus vizsgálata*

*Mikesy Álmos*

A hazai mikro-, kis- és középvállalkozások egyik legsúlyosabb problémáját a működésükhöz, növekedésükhöz szükséges pénzügyi források megszerzése jelenti. A gazdasági válság miatt a kkv-k számára a külső finanszírozás klasszikus csatornájának számító banki hitelezés akadozik, ami felértékelte az olyan alternatívák jelentőségét, mint a magántőke-befektetés. A magyarországi mikro-, kis- és középvállalatok hitel-, illetve tőkeági finanszírozás közötti döntését bináris logisztikus regresszió segítségével vizsgáltuk. Eredményeink szerint a magasabb tőkeáttétel mellett működő kkv-k nagyobb eséllyel orientálódnak a külső tőkebevonás irányába, ugyanakkor a pénzügyi nehézségekkel küzdő vállalkozások a hitelfelvételt preferálják. Az empirikus kutatás igazolta a kontraszelekciós hatást is, azaz a kedvezőbb kilátásokkal rendelkező vállalatok kevésbé hajlandóak új tulajdonostárs bevonására.

*JEL-kódok:* D22, G21, G24

*Kulcsszavak:* kkv-finanszírozás, tőkebefektetés, hitel, kockázati tőke

### 1. BEVEZETÉS

Az Európai Bizottság (EB) kkv-k<sup>1</sup> finanszírozáshoz jutásáról (*Access to finance*) 2013-ban készített felmérése alapján az európai uniós mikro-, kis- és középvállalatok számára a második legkomolyabb problémát, a fogyasztók elérését követően, a pénzügyi forrásokhoz való hozzáférés jelenti (EC, 2013). A kontinentális pénzügyi rendszerben a bankfinanszírozás dominanciája erőteljes, a vállalatok (megtermelt) belső forrásaik és a támogatások mellett elsősorban banki hiteltermékekben gondolkodnak. Az európai pénzintézetek kockázatvállalási hajlandósága ugyanakkor a válság hatására jelentősen csökkent, ennek következtében azok a kkv-k is csak legfeljebb a korábbinál sokkal kedvezőtlenebb feltételekkel jutnak hitelhez, amelyek életképes üzleti tervvel, kiszámítható működéssel és sta-

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

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

bil ügyfélkörrel rendelkeztek. A hitelkínálat zsugorodása mellett ugyanakkor a bizonytalan piaci kilátások miatt a keresleti oldalon is csökkent a fix összegű törlesztési kötelezettséget jelentő adósságfinanszírozás vonzereje. A hagyományos forráscsatornák akadozása felértékelte az olyan alternatív lehetőségek jelentőségét, mint a sajáttőke-alapú finanszírozás.

A hitelfelvétel és tőkebevonás közötti döntésre vonatkozóan nem léteznek hüvelykujjszabályok. Általánosságban elmondható, hogy a hitelági finanszírozás célszerűbb a stabil cash flow-t termelő, megfelelő (bankképes) biztosítékokkal rendelkező vállalatok számára. Ezzel szemben a tőkebevonás azon cégek számára lehet előnyösebb, amelyeknek a pénzáramlása erőteljesen volatilis, növekedési szakaszban vannak, (még) nem realizálnak nyereséget, illetve nem rendelkeznek elégséges (tárgyi) fedezetekkel.

A hitelezőkkel való tárgyalás jellemzően gyorsabb, egyszerűbb (egyrészt a kialakított, rutinszerű banki technikák, másrészt a hitel mögé megkövetelt biztosítékok miatt), míg a tőkebefektetőkkel folytatott egyeztetések az alapos cégátvilágítás (ún. due diligence) miatt hosszadalmasabbak és költségesebbek. A kamatfizetés költségként való elszámolhatósága pedig további (adózási) előnyt biztosít a hitelfelvétel esetében.

A hitelági finanszírozás legnagyobb előnye jelenti egyben a legkomolyabb hátrányát is: a szerződésben szereplő, előre meghatározott (és rendszeres) törlesztési kötelezettségen felül a forrás nyújtójának nincs további követelése (a profit fennmaradó részére), és a vállalat vezetésébe sem szól bele. Ez azonban megköveteli, hogy az adott vállalat képes legyen a kötelezettségeit fedező eredmény kitermelésére, azaz az alaptevékenységnek folyamatosan nyereségesnek kell lennie.

A vállalatok általában a tőkeági finanszírozás egyik legkomolyabb hátrányának – a magas hozamelvárások mellett – az új társtulajdonosok vállalatirányításba való beleszólását tartják, akik tulajdonosi részesedésük arányában a megtermelt profit egy részére is igényt tarthatnak, ami csökkentheti a visszaforgatott eredmény mértékét. A (kiszállási) stratégiájuktól függően pedig előnyben részesíthetik a rövidebb távú pénzügyi érdekeket a hosszabb távú, szakmailag megalapozott döntésekkel szemben. A külső tőkebefektetők tulajdonostársakként minden fontosabb üzleti és technológiai információhoz is hozzáférhetnek. A befektetők megfelelő kiválasztásával ugyanakkor számos előnyre is szert tehetnek a korábbi tulajdonosok a forrásbevonás mellett (pl. professzionális üzleti tanácsadás, kapcsolati háló). Emellett a tőkebevonás több rugalmasságot biztosít, nem követeli meg a stabil, rendszeres profittermelési képességet már a forrásbevonás elején, nem köti le a cég eszközeit, emellett a stabilabb tőkehelyzet javítja a vállalat hitelképességét. Ez utóbbi kulcs lehet: a két forrástípus között – a cég aktuális igényeinek, céljainak megfelelő használata mellett – erős szinergiák érhetőek el.

Elemzésünkben arra keressük a választ, hogy milyen tényezők húzódnak meg a magyarországi kkv-k hitel- és tőkeági finanszírozás közötti döntéseinek hátterében. Cikkünkben először elméleti megközelítésből vizsgáljuk a kkv-k finanszírozási preferenciáit. Ezt követően az Európai Bizottság (*Access to Finance*) és a Magyar Fejlesztési Bank (MFB-INDIKÁTOR, 2013. tavasz) vállalati felméréseinek eredményei alapján elemezzük a magyarországi mikro-, kis- és középvállalatok finanszírozási döntéseit. Végül a hitelági és tőkeági finanszírozás közötti választást egy logisztikus regressziós modell segítségével vizsgáljuk. Írásunkat az eredmények összegzésével zárjuk.

## 2. A VÁLLALATI TŐKESZERKEZETTEL FOGLALKOZÓ ELMÉLETEK

A mikro-, kis- és középvállalatok finanszírozási preferenciáinak, azon belül is a hitel- és tőkeági finanszírozás közötti döntést meghatározó tényezőknek a vizsgálatát a tőkeszerkezetet magyarázó szakirodalom rövid áttekintésével kezdjük.

A vállalatok tőkeszerkezetével kapcsolatos gondolkodást elindító *Miller és Modigliani* (1958) közömbösségi elmélete (*irrelevance theory*) alapján egy vállalat értéke tőkéletes piacok esetén független a tőkeszerkezet megválasztásától. A választásos elmélet (*trade-off theory*) szerint a hitelfelvétel az ún. adópajzs<sup>2</sup> miatt előnyösebb a sajáttőke-alapú finanszírozásnál (*De Angelo–Masulis*, 1980), a vállalatok pedig ennek megfelelően egy optimális tőkeáttételi szint kialakítására törekednek (*Myers*, 2001). A választásos elmélet azonban nem magyarázza többek között az iparon belüli eltéréseket, a kkv-k finanszírozási döntései szempontjából pedig azért kevésbé releváns, mert ezek esetében az adópajzs kedvező hatását jellemzően meghaladják a pénzügyi nehézségek következményei (*Mac an Bhaird*, 2010).

A hierarchiaelmélet (*pecking order theory*) alapján a vállalatok finanszírozási döntéseiben érvényesül egy preferencia: a cégek beruházásaikat elsősorban belső forrásokból finanszírozzák, a külső finanszírozási eszközökön belül pedig a kevésbé kockázatostól (pl. kötvénykibocsátás, hitel) haladnak a nagyobb rizikót jelentő forrásbevonási formák (külső tőkebevonás) irányába. A hierarchiaelmélet alapján a vállalatoknak nincs egy preferált (statikus) optimális tőkeáttételi szintje. *Zoppa és McMahon* (2002) szerint a kkv-k finanszírozási döntéseit egy módosított hierarchiaelmélet magyarázza megfelelően: a mikro-, kis- és középvállalatok sokkal inkább támaszkodnak belső forrásaikra, mint a nagyvállalatok; ezek kimerülése esetén veszik igénybe a rövid, majd a hosszú távú adóssághfinanszírozást, a külső tőkebevonást pedig, mint legutolsó alternatívát, a tulajdonosoktól származó tőkeinjekció is megelőzi.

---

2 A vállalati hitelek után fizetett kamat csökkenti az adóalapot, így  $T_c$  vállalati nyereségadókulcs mellett a hitelköltség  $T_c$ -ednyi részét gyakorlatilag az állam finanszírozza, illetve a kormányzat ennyi adójövedelemről mond le vállalati hitelfelvétel esetén (*BREALEY–MYERS*, 1999).

*Baeyens és Manigart* (2006) szerint a tőkeági finanszírozást a kölcsönfelvétellel szemben azok a cégek preferálhatják elsősorban, amelyeknek a hitelkapacitása korlátozott. Az induló, gyors növekedési potenciállal rendelkező, ezért a forrásbevonás idején jellemzően még negatív cash flow-t termelő high-tech cégek finanszírozását ezért egy sajátos hierarchiaelmélet (*high technology pecking order hypothesis*) magyarázza (*Mac an Bhaird*, 2010): a saját forrásból való finanszírozást a külső tőkebevonás követi a preferenciasorban, s az adósságfinanszírozás akkor válik valós alternatívává, miután a vállalatok a klasszikus banki működés alapján is hitelképesé válnak (nő a hitelkapacitásuk).<sup>3</sup>

A hitel-, illetve tőkeági finanszírozás közötti vállalati döntésre erőteljesen kihat a tőkebevonás magasabb költsége, ami az információs aszimmetriára vezethető vissza. A kv-k tulajdonosai jelentős információs előnyben<sup>4</sup> vannak mind a hitelezőkkel, mind a potenciális külső befektetőkkel szemben, azonban a hitelszerződések teljesítésének ellenőrzése alacsonyabb költséggel jár, mint a tőkebefektetéseknel végzett cégátvilágítás (*due diligence*) és a befektetési periódus alatti folyamatos ellenőrzés, monitoring.

A vállalatok döntéseiben *Kosztópulosz* (2005) szerint érvényesülhet egy kontra-selekciónak is: azok a tulajdonosok, akik nem bíznak a vállalat jövőjében, vagy csak bizonytalan, illetve alacsony nyereséggel számolnak, inkább hajlanak a várhatóan alacsonyabb profit megosztására, mint a stabil növekedési kilátásokkal rendelkező cégek, amelyek inkább a fix összegű törlesztést és kamatfizetést választják.

A külső finanszírozási forrásokkal kapcsolatos preferenciasorrend nem feltétlenül állandó, az életgörbe egyes pontjaiban különbözhet (*Ang*, 1991). A fiatalabb cégek számára korlátozott mértékben áll rendelkezésre belső forrás, hitelkapacitásuk is korlátozott, emiatt nagyobb valószínűséggel fordulhatnak külső tőkebefektetők felé növekedési terveik finanszírozásának érdekében. Az induló vállalkozók esetében a külső befektető viszont gyakorlatilag csak a vállalkozóra, a menedzsmentcsapat képességére és tudására alapozhat. A vállalati élettörténet (*track record*) hosszabbodásával a rendelkezésre álló historikus pénzügyi és üzleti adatok csökkentik a „belsőket” (menedzserek, jelenlegi tulajdonosok) informáci-

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

4 A cég értékével, növekedési kilátásaival kapcsolatos bizonytalanság mellett FORSAITH és MCMAHON (2002) szerint az információs aszimmetriát növeli a kv-k finanszírozásának átláthatatlansága: gyakran nehéz egyértelműen szétválasztani a cég, illetve a tulajdonos-menedzser vagyonát, a tulajdonosi kölcsönöket, emellett gondot okozhat a családtagok, barátok által nyújtott kvázi hitelek értékelése is.

ós előnyét, így könnyebben és olcsóbban juthatnak finanszírozáshoz (*Diamond*, 1989). *Baeyens* és *Manigart* (2006) szerint a vállalatok preferenciáinak időbeli változása összefügghet a finanszírozási helyzetük alakulásával is, ennek az alapján a pénzügyi nehézségekkel küzdő cégek nyitottabbá válhatnak a tőkebevonásra. Emellett a külső (finanszírozási környezet) is befolyással lehet a vállalatok különböző forrástípusokkal kapcsolatos attitűdjére. Amennyiben makrogazdasági, illetve pénzügyi sokkok következtében a klasszikus finanszírozási csatornák (pl. banki hitelezés) akadoznak, úgy ennek eredményeként felértékelődhet az alternatív pénzügyi eszközök szerepe.

Fontos szempont a hitel- és tőkeági finanszírozás közötti döntésben a vállalat tulajdonosának, vezetőjének kockázatvállalási hajlandósága, kontrollhoz való ragaszkodása. A kkv-k tulajdonosainak többsége alapvetően kockázatkerülő, ami sok esetben arra is visszavezethető, hogy személyes vagyonuk is összefonódik a vállalatéval, például egy hitelfelvételnél fedezetként került bevonásra. *Cressy* és *Olofsson* (1997) úgy vélte, hogy néhány vállalkozó inkább az egész vállalatot eladná, mintsem megossza a tulajdonosi részesedését. Véleményük szerint azok a vállalatok döntenek mégis új tulajdonostárs bevonása mellett, amelyek tisztában vannak az ezzel járó – a finanszírozáshoz jutáson túli – addicionális előnyökkel is (szakértelem, piaci kapcsolatok stb.).

Végül a hitel-, illetve tőkeági finanszírozás közötti döntést befolyásoló, fontos tényező még az utóbbi alacsony ismertsége, amely egyúttal okozója is a tőkebefektetőkkel kapcsolatos vállalkozói averzióknak. *Forsyth* és *McMahon* (2002) szerint a kkv-k jobban ismerik a hitel típusú termékeket, ezeknek szélesebb köre érhető el számukra, s a vállalatvezetők is otthonosabban mozognak azokban a pénzintézetekben, amelyekkel korábban már volt személyes vagy üzleti kapcsolatuk. Ez a hatás erőteljesebben érvényesül az olyan piacokon, mint a magyar, ahol a banki finanszírozás túlsúlya, valamint a tőkebefektetések eddig alacsony száma és volumene<sup>5</sup> miatt a vállalkozóknak csak kis hányada ismeri a sajáttőke-alapú finanszírozás részleteit, illetve képes felmérni előnyeit, hátrányait. *Darazsac* és *Szlatárovics* (2009) idézi a Garantiqa Zrt. piackutatásának eredményét ezzel kapcsolatban: a vizsgálatba bevont vállalatok egyáltalán nem ismerték a kockázati tőke fogalmát, a kifejezéshez pedig alapvetően negatív asszociációkat kapcsoltak (pl. „uzsora”, „cég kicsalása”)<sup>6</sup>, s a fogalom ismertetését követően is úgy gondolták, hogy ez csak a nagyvállalatok számára lehet megoldás. *Baeyens* és *Manigart* (2006) emellett úgy látja, hogy a kkv-k tulajdonos-menedzserei nincsenek felké-

5 A Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület (HVCA) adatai alapján azonban 1989 és 2010 között mindössze 416 befektetés valósult meg Magyarországon, amit az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (EVCA) statisztikái szerint 2011-ben 37, 2012-ben 46, 2013-ban pedig 41 investíció követett.

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

szülve arra, hogyan kell a befektetőkkel tárgyalni, emiatt pedig fokozódhat azzal kapcsolatos negatív érzésük, hogy „alulmaradnak” az egyezkedés során.

Magyarországon az is komoly korlátot jelent, hogy a kkv-knak csak egy mérsékelt hányada áll készen a kockázati tőke bevonására, illetve jelent vonzó célpontot a potenciális befektetők számára. Szerb (2009) kutatása alapján a magyarországi kkv-k mindössze 0,25 %-a képes arra, hogy kockázati tőkét befogadjon. A befektetők magas hozamelvárásának csak a tartósan magas (a tőkebefektetés 6–8 éves időhorizontján legalább 15–30%-os éves átlagos) növekedési potenciállal rendelkező, ún. gazella cégek képesek megfelelni: Békés és Muraközy (2011) vizsgálata alapján 2005–2008 között az 5–250 fős vállalatok 9,3%-a tartozott ebbe a körbe Magyarországon. A magas növekedési potenciállal bíró cégek mellett még a 10–49 főt foglalkoztató vállalatok, valamint a felsőfokú végzettséggel rendelkező tulajdonosok körében nagyobb a nyitottság a kockázati tőke bevonására Futó és Szobonya (2012) vizsgálata alapján. A szerzők emellett úgy találták, hogy a vállalati életciklus és a tőkeági finanszírozás iránti nyitottság közötti összefüggés nem lineáris: az életciklus elején és végén nő a befogadókészség. Ennek hátterében az állhat, hogy az induló vállalatoknak jelentős a tőkeigénye (ugyanakkor a hagyományos finanszírozási források gyakorlatilag el vannak zárva előlük), míg az életciklus végén a tulajdonosok a cég értékesítésében gondolkodnak.

### 3. A MAGYARORSZÁGI KKV-K FINANSZÍROZÁSI DÖNTÉSEI

Az elemzések többsége<sup>7</sup> arra jutott, hogy Magyarországon – a többi közép-kelet-európai országhoz hasonlóan – szignifikánsan alacsonyabb a vállalatok tőkeáttételi szintje<sup>8</sup>, valamint a cégek finanszírozási döntéseiben jellemzően a hierarchiaelmélet érvényesül.<sup>9</sup> Az eladósodottság tekintetében azonban a közép-kelet-európai országok nem alkotnak homogén csoportot, a régión belül jelentős eltérések tapasztalhatóak (Jensen–Uhl–Bartholdy, 2008).<sup>10</sup>

7 Lásd többek között: JENSEN–UHL–BARTHOLDY (2008), HERNÁD–ORMOS (2012), NIVOROZHKIN (2004; 2002), HAAS–PEETERS (2004).

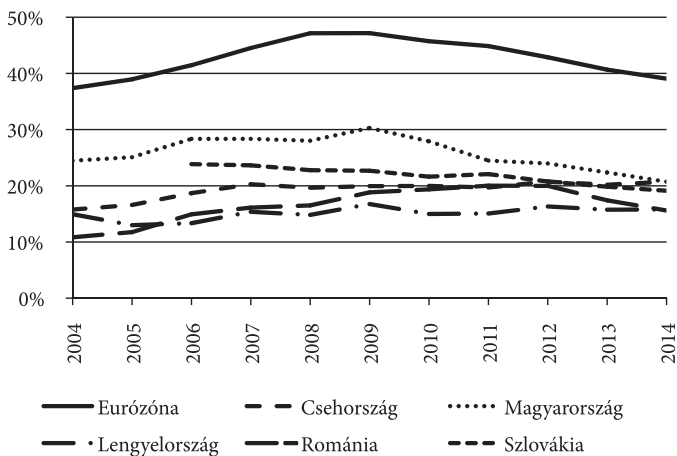
8 JENSEN–UHL–BARTHOLDY (2008) szerint az országspecifikus faktoroknak a tőkeszerkezetre gyakorolt hatása különösen a kkv-k esetében jelentős, a méret növekedésével ezek fontossága csökken, amelynek egyik magyarázata az lehet, hogy a nagyobb vállalatok könnyebben hozzáférhetnek a nemzetközi tőkepiacokhoz.

9 Az elemzések jelentős része a közép-kelet-európai, s azon belül a magyar vállalatok esetében is szignifikáns és negatív kapcsolatot talált a profitabilitás és a tőkeáttétel között, amely a hierarchiaelmélet érvényesülését jelenti (lásd többek között FILATOTCHEV et al. (2007), NIVOROZHKIN (2004), HAAS–PEETERS (2004), HERNÁDI–ORMOS (2012), GÁL (2013).

10 HERNÁDI és ORMOS (2012) 11 kelet-európai országot vizsgált. A 2006-os adatok alapján a teljes tőkeáttételi mutató Lengyelországban volt a legalacsonyabb (18,7%), míg Lettországbán a legmagasabb (40,2%). Az egész régiót tekintve, a ráta értéke 2002 és 2006 között gyakorlatilag változatlan maradt (24,3, illetve 24,9%).

A vállalati hitelállomány GDP-arányos értéke az eurózónában több mint kétszerese a közép-kelet-európai országok átlagos szintjének az Európai Központi Bank (ECB) adatai alapján, s ez a válság kitörése óta sem csökkent. Magyarországon a 2009-es rekordértéket követő 8,3 százalékpontos csökkenés meghaladta az euróövezetben regisztrált visszaesést (-6,7 százalékpont), s így ellensúlyozta, hogy a régió többi államában legfeljebb csak mérsékelt csökkenés volt tapasztalható. A hazai vállalati hitelállomány GDP-arányos értéke a jelentős visszaesés ellenére továbbra is a legmagasabb a közép-kelet-európai országok körében (1. ábra).

**1. ábra**  
Vállalati hitelállomány alakulása a GDP arányában



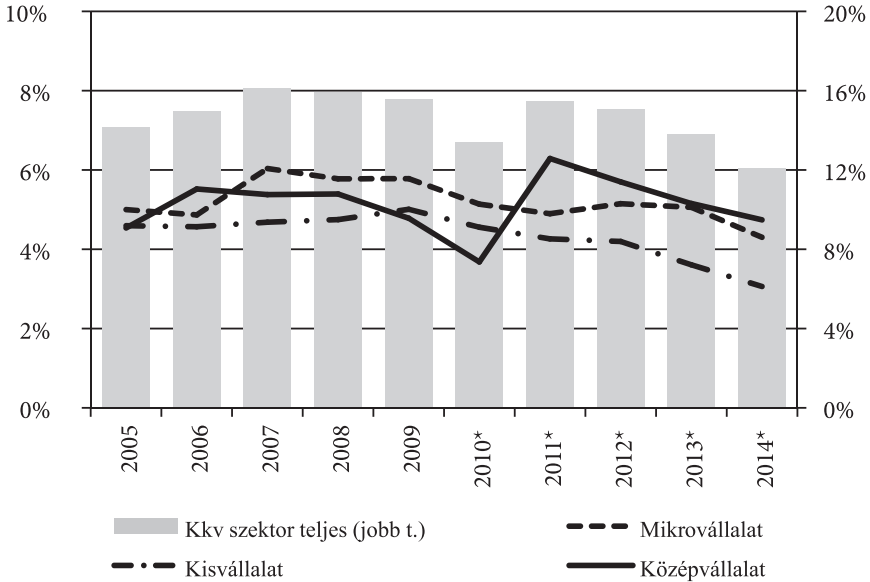
*Forrás:* ECB, Eurostat, saját számítás

A válság kezdete óta a kkv-szektorban is a hitelállomány zsugorodása figyelhető meg Magyarországon a Magyar Nemzeti Bank (MNB) statisztikái szerint, és az egyes vállalatiméret-szegmensekben hasonló trend figyelhető meg. A csökkenő trendben 2010-ről 2011-re megfigyelhető, átmeneti megtorpanás az árfolyamhatásra vezethető vissza: a hazai fizetőeszköz jelentős leértékelődése átmenetileg a forintban számított állományi adatok emelkedését okozta a devizahitelek magas aránya miatt (2. ábra).

## 2. ábra

### Vállalati hitelállomány alakulása a kkv-szektorban

(a GDP arányában)



Megjegyzés: \* 2010-től csak a nem pénzügyi kkv-k adataival számolva (az MNB-s statisztika a korábbi évekre vonatkozóan nem tartalmazza az adatok ilyen irányú bontását).

Forrás: MNB, KSH, saját számítás

A vállalati hitelezésnek a régióban tapasztalt alacsonyabb szintjét, illetve Magyarország esetében az elmúlt évekre jellemző zsugorodását az Európai Bizottság *Access to Finance* 2013-as felméréseinek adatai is alátámasztják (EC, 2013). A visegrádi országokban, illetve Romániában a külső finanszírozástól elzárkózó kkv-k aránya magasabb mind az uniós, mind az eurózónabeli átlaghoz képest. Lengyelországban 28,4, Szlovákiában 34,3, Csehországban 35,2, Magyarországon 41,0<sup>11</sup>, míg Romániában 44,2% volt a 2013-as felmérést megelőző fél évben azon cégek aránya, amelyek vagy nem vettek igénybe semmilyen finanszírozási forrást, vagy kizárólag a belső forrásaira támaszkodtak. Ez a ráta az európai uniós, illetve euróövezeti cégeknél 23,8, illetve 22,5% volt.

A külső finanszírozási típusok között a banki folyószámla- és egyéb hitelek, valamint a lízing- és faktoringkonstrukciók számítanak a három legnépszerűbbnek a kkv-k körében Magyarországon, hasonlóan az eurózónához. A támogatások,

11 Magyarországon a vállalatok 8,5%-a kizárólag belső forrásaira támaszkodott a felmérést megelőző hat hónapban, amely Ausztria (9,2%) mögött a második legmagasabb érték volt az Európai Unióban.



illetve kedvezményes hitelek a régióban Csehország mellett Magyarországon töltenek be fontosabb szerepet a vállalatok finanszírozásában, bár ez még mindig elmarad az eurózóna átlagától.<sup>12</sup>

A tőkeági finanszírozást az előző hat hónapban igénybe vevő, vagy korábban már tapasztalatot szerzett kkv-k arányát tekintve Magyarország (3,3%) a 27. helyet foglalja el a 28 európai uniós tagállam közül (egyedül Észtországot előzi meg) az Európai Bizottság felmérése alapján (EC, 2013). A többi közép-kelet-európai tagállam szintén a rangsor utolsó harmadában található, míg az európai élmezőnyt Litvánia (63,1%), Lettország (43,3%) és Franciaország (38,4%) alkotja, amelyet szoroson követ Görögország (36,0%) és Svédország (35,8%). Az Európai Bizottság kutatásához hasonló eredményt ad az MFB-INDIKÁTOR 2013. tavaszi felmérése is<sup>13</sup>, amely szerint a hazai mikro-, kis- és középvállalatok 4,6%-ának finanszírozásában játszott szerepet (2013 tavaszán) a kockázati tőke-finanszírozás.

Az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (EVCA) adatai szintén a magántőkepiac fejletlenségét mutatják a közép-kelet-európai államokban, ugyanakkor az egyes országok szintjén eltérő képet ad az Európai Bizottság felméréséhez képest.<sup>14</sup> A közép-kelet-európai országok lemaradása a sajáttőke-típusú finanszírozás területén az EVCA adatai alapján az elmúlt négy év során tovább nőtt, a kockázati tőkekihelyezések esetében tapasztalható, jelentősebb hátrány, ugyanakkor nem mélyült tovább 2010 óta. Ez gyakorlatilag egyedül a magyarországi befektetések növekedésének volt köszönhető.<sup>15</sup> Magyarország az összes magántőkebefektetést figyelembe véve a régiós átlag szintjén áll, míg a kockázati tőkefinanszírozás tekintetében régiós éllovasnak számít az elmúlt négy év teljesítményét tekintve, amellyel az EU-s átlagot is meghaladta (1. melléklet).

Az idegen- és sajáttőke-finanszírozás közötti választást jelentős mértékben befolyásolja a különböző forrástípusok ára, illetve ezek egymáshoz viszonyított alakulása. A hozamvárások Európában 15% és 45% között alakulnak, attól függően, hogy a befektetés melyik stádiumban történik (Baeyens–Manigart, 2006), míg Magyarországon a kockázati tőkebefektetők legalább 20-25%-os megtérülés-

12 Amennyiben csak a felmérést megelőző hat hónapos időszakot vesszük figyelembe, a hazai vállalatok 18,9%-a vett igénybe támogatást vagy kedvezményes hitelt, amely másfélszerese az EU-28-as átlagnak (12,8%), s az uniós országok közül mindössze Máltán (19,4%), Olaszországban (19,2%) és Spanyolországban (19,0%) volt magasabb ez a hányad.

13 A Magyar Fejlesztési Bank által 2009 nyarán indított MFB-INDIKÁTOR vállalati felmérés 2013 tavaszán nyolcadik alkalommal készült el.

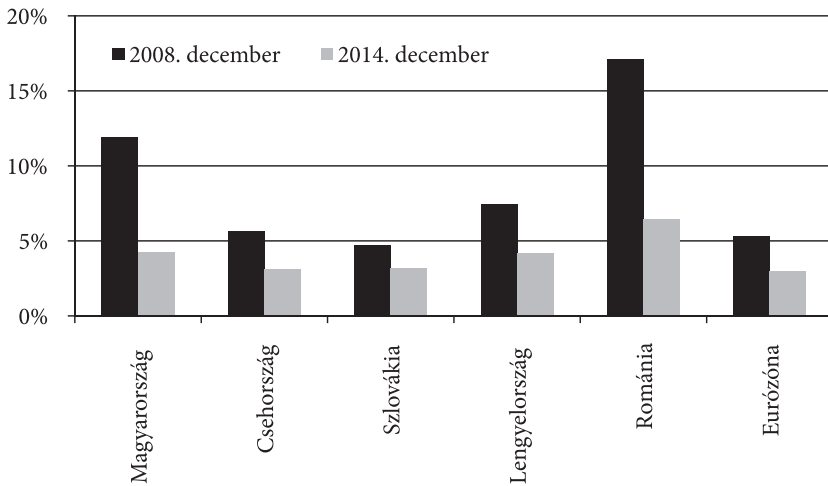
14 Az eltérő módszertan miatt a két adatforrás összevetése csak korlátozottan lehetséges.

15 A hazai magántőkepiac a kockázati tőkebefektetésekre koncentráló JEREMIE-alapok indulásának köszönhetően az elmúlt években mind regionális, mind európai összehasonlításban jó teljesítményt nyújtott (MIKESY, 2014; 2015). A hitel- és tőkeági finanszírozás 2010–2013 közötti magyarországi alakulását összehasonlítva: a magántőkebefektetések értéke éves átlagban a GDP 0,107%-át tette ki az EVCA adatai alapján, míg a (nem pénzügyi) kkv-knak nyújtott beruházási hitelek átlagosan az adott évi bruttó hazai termék 1,217%-át tették ki a Magyar Nemzeti Bank statisztikái szerint.

sel számolnak (Tóth, 2013; Halaska, 2014). Az elvárt és realizált hozamok között természetesen jelentős különbségek lehetnek: a korai fázisú vállalatokba fektető alapok két évtizedre visszatekintő görgetett hozama például negatív volt Európában Papp (2012) számításai szerint. A gazdasági válság és a tartósan alacsony gazdasági aktivitás a világ főbb jegybankjait arra ösztönözte, hogy historikusan alacsonyra csökkentsék az irányadó rátákat. A vállalati hitelkamatok süllyedése (3. ábra) viszont mérsékli a tőkeági befektetések árversenyképességét az adósság-finanszírozással szemben.

### 3. ábra

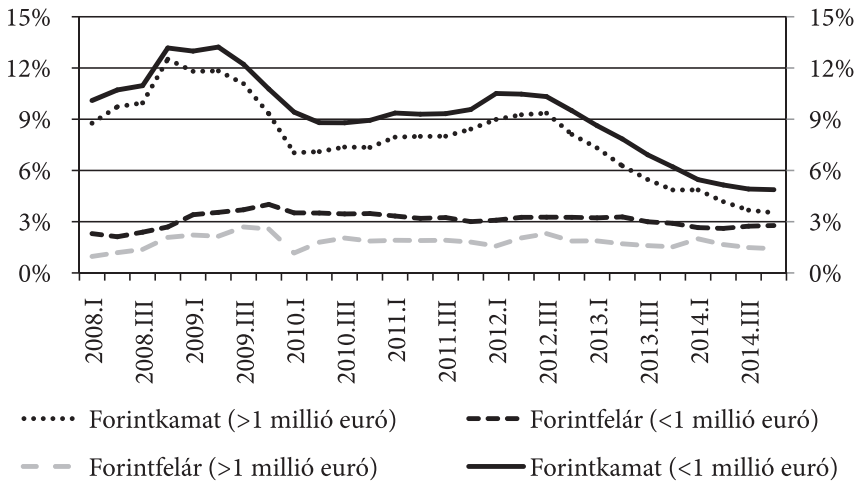
#### Az 5 évnél hosszabb futamidejű vállalati hitelek kamatlábainak alakulása Közép-Kelet-Európában és az eurózónában



Forrás: ECB

Az új vállalati forint-hitel-kihelyezések kamatlába 2012 óta folyamatos csökkenést mutat Magyarországon. A magyarországi kkv-k szempontjából releváns, 1 millió euró alatti hitelösszeg esetében az átlagos kamatláb a 2012 eleji 10,5%-ról 2014 végére kevesebb mint felére, 4,9%-ra süllyedt. Ebben a jegybank által 2012 nyarán indított alapkamat-csökkentési ciklus miatt mérséklődő hazai kamatkörnyezet, valamint a 2013 közepén bevezetett Növekedési Hitelprogram (összetételhatás) játszott a főszerepet, miközben az átlagos felárak ebben a szegmensben gyakorlatilag nem változtak az elmúlt években.

## 4. ábra

Az új vállalati forinthitel-kihelyezések  
kamatlábának és felárának alakulása hitelösszeg szerint

Forrás: MNB

Az alacsony kamatkörnyezet mellett a tőkeági finanszírozás vonzerejét az is csökkenti a vállalatok szemében, hogy a magas hozamelvárások kitermelése csak a gyors növekedésű, ún. gazella cégek számára reálisan számba vehető opció, különösen egy alacsony növekedési környezetben. Békés és Muraközy (2011) magyarországi vállalati szektorra vonatkozó vizsgálata azt mutatja, hogy az árbevétel szerint számított Schreyer-index<sup>16</sup> alapján a 2005–2008 közötti időszakban az 5–250 fős vállalkozások között összesen 5452 darab ilyen céget azonosított (a vállalatok 9,3%-a tartozott ebbe a körbe). Békés és Muraközy (2011; 2012) vizsgálatának fontos eredménye, hogy Magyarországon a szekunder és tercier szektorban hasonló valószínűséggel válnak „gazellává” a vállalatok. Papanek (2010) elemzésében szintén arra jutott, hogy a „gazellák” arányosan oszlanak el a magyar gazdaságban, arányuk a csúcstechnológiai ágazatokban, illetve a legnagyobb növekedési lendülettel rendelkező, központi régióban is csak kismértékben haladja meg az átlagos szintet. Az OECD egy 2012-es kiadványa hasonló képet mutat: Magyarországon a feldolgozóiparban és a szolgáltató szektorban is közel azonos arányban vannak

16 A Schreyer-index a százalékos növekedés mellett figyelembe veszi az abszolút értelemben vett változást is az árbevétel vagy a foglalkoztatás területén (BÉKÉS–MURAKÖZY, 2011).

az ún. gyors növekedésű (3,09, illetve 3,99%) és a gazella vállalatok (0,69, illetve 0,76%) (OECD, 2012).<sup>17</sup>

A (banki) hitelek tőkeági finanszírozással szembeni preferálásának egyik fontos oka lehet, hogy a kis- és középvállalatoknak nincsen elegendő információja, ismerete a potenciális befektetők elvárásairól, idegenül mozognak a tőketársaságokkal való tárgyalások során, míg a hiteltermékek esetében akár a korábbi magánemberként, vagy ismerősökön keresztül szerzett tapasztalatok, információk is a vállalati vezetők segítségére lehetnek. Az Európai Bizottság felmérése (EC, 2013) alapján a magyar kkv-k mindössze 12,9%-a nyilatkozott úgy, hogy magabiztosnak érzi magát a tőkebefektetőkkel folytatott tárgyalások során, ami gyakorlatilag megegyezik az eurózónára vonatkozó értékkel (12,6%). Összehasonlításképpen, a bankokkal folytatott egyeztetésekhez a magyar cégek 53,9, míg az eurózónabeli cégek 63,9%-a gondolta magát felkészültnek. Ez alátámasztja az elméleti részben ismertetett tudásbeli szakadék létezését.

### 3.1. Finanszírozási tervek

A növekedési terveik finanszírozására – hasonlóan a többi európai kkv-hoz – a magyarországi cégek is elsősorban bankhitel igénybevételét tervezik az Európai Bizottság 2013-as felmérése szerint (2. melléklet). A hazai kkv-k esetében ugyanakkor az „egyéb” kategória magas arányát vélhetően a támogatások, illetve a kedvezményes hitelek irányába való orientálódást jelzi.<sup>18</sup> Az EB felmérése alapján a kisvállalatok körében a legmarkánsabb a hitelfelvételi kedv (EC, 2013), az MFB-INDIKÁTOR 2013. tavaszi eredményei szerint ugyanakkor az idegen tőkebevonásban gondolkodó cégek aránya a vállalati mérettel párhuzamosan emelkedik. Mindkét felmérés eredményeiben közös, hogy az ipari vállalatok esetében magasabb a kölcsön igénybevételét tervezők aránya, mint a tercier szektorban.

A növekedési tervek megvalósítása esetén a hazai cégek alig 2,4%-a gondolkodik tőkeági finanszírozásban (az eurózónában 4,3%), a régióban Románia (5,7%) és Lengyelország (3,7%) is megelőzi Magyarországot e tekintetben: a magyar gazdaság a 28 tagállam közül mindössze a 22. ebből a szempontból. Míg azonban az MFB felmérése alapján a vállalati méret növekedésével csökken a külső tőkebevonást tervező kkv-k aránya, az *Access to Finance* kutatás ellenkező irányú összefüggést

17 Az OECD megkülönböztet ún. „gyors növekedésű” és „gazella” vállalatokat. Gyors növekedésű vállalatoknak azok a cégek számítanak, amelyeknél a munkavállalók száma legalább évi 20%-kal bővül. Gazella alatt pedig a fiatal, gyors növekedésű vállalkozásokat értik (OECD, 2012).

18 Ezt alátámasztja, hogy az MFB-INDIKÁTOR vállalati felméréssorozat 2013. tavaszi eredményei alapján a legnépszerűbb finanszírozási csatornának az (állami vagy EU-s forrású) támogatások bizonyultak, a kkv-k 69,3%-a tervezte ilyen forrás igénybevételét. Ettől csak alig maradt el a hitelági finanszírozás preferálása (69,0%), míg a külső tőkebefektető bevonása a vállalatok 19,9%-a számára jelent opciót.

mutat. Az Európai Bizottság vizsgálata szerint az ipari cégek körében a legmagasabb a tőkeági finanszírozás preferálása, az MFB-INDIKÁTOR alapján viszont a szolgáltató szektorban több mint másfélszerese (közel 30%) a külső tulajdonos-társakat beengedni szándékozó kkv-k részesedése, mint a szekunder szektorban. A vállalatok életkora alapján mindkét felmérés szerint a „középkorú” (5–10 éves) cégek gondolkodnak legnagyobb arányban tőkebefektetésben.<sup>19</sup>

#### **4. A MAGYARORSZÁGI KKV-K HITEL-, ILLETVE TŐKEÁGI FINANSZÍROZÁS KÖZÖTTI VÁLASZTÁSÁNAK EMPIRIKUS VIZSGÁLATA**

Empirikus vizsgálatunk célja a hitelági és tőkeági finanszírozás közötti választás háttérében meghúzódó tényezők feltérképezése a 2013. tavaszi MFB-INDIKÁTOR vállalati felmérés adataira alapozva. Annak érdekében, hogy ezek világosan elkülönüljenek, elemzésünket azokra a cégekre koncentráltuk, amelyek a piaci források közül vagy csak hitelági, vagy csak tőkeági finanszírozásban gondolkodtak. A vizsgálatba így összesen 164 mikro-, kis- és középvállalat került. Az elemzésbe bevont vállalatok 89,0%-a (146 db) kizárólag hitelt igényelne, 11,0% (18 db) viszont csak külső tőkebevonásban gondolkodik.

Először keresztábla-elemzés segítségével vizsgáltuk a vállalati demográfiai változók<sup>20</sup> és a finanszírozási preferenciák közötti összefüggéseket, ennek alapján az ágazat, méret és földrajzi elhelyezkedés bír (szignifikáns) magyarázó erővel.<sup>21</sup> Az eredmények alapján a közép-magyarországi régióban működő (26,8%), szolgáltató szektorbeli (21,7%), illetve mikrovállalkozások (21,6%) körében a legmagasabb azon cégek aránya, amelyek a külső (piaci) forrásbevonás alkalmával kizárólag tőkeági finanszírozásban gondolkodnak. A kizárólag hitelfelvételre koncentráció az agráriumban (97,6%), a középvállalatoknál (93,6%), illetve a közép-magyarországi régió kivül (Kelet-Magyarországon 93,7%, Nyugat-Magyarországon 95,0%) a leginkább jellemző.

Ezt követően a vállalatok finanszírozási preferenciáját, a hitel-, illetve tőkeági finanszírozás közötti döntése mögött meghúzódó tényezőket bináris logisztikus

19 Ez ellentmond Futó és SZOBONYA (2012) eredményeinek, akik úgy találták, hogy a vállalati életciklus és a tőkeági finanszírozás iránti nyitottság közötti összefüggés nem lineáris; az életciklus elején és végén nő a befogadó készség.

20 A vizsgálatba bevont vállalati demográfiai változók: ágazat, méret, földrajzi elhelyezkedés, életkor, jogi forma, tulajdonosi szerkezet.

21 A Pearson-féle chí-négyzet mutató értéke alapján 5%-os szignifikanciaszint mellett elvethetjük a nullhipotézist, amely szerint nincs összefüggés az adott változó és a kkv-k finanszírozási döntése között (3. melléklet).

regresszió<sup>22</sup> elemzéssel vizsgáltuk.<sup>23</sup> A vizsgálatba bevont eredményváltozó (HITEL\_TOKE) arra vonatkozik, hogy az adott vállalat kizárólag hitelági- ( $y=0$ ), vagy csakis tőkeági finanszírozásban ( $y=1$ ) gondolkodik-e. A hiányzó adatok miatt végül a modellbe a 164-ből 130 megfigyelés (79,3%) került be. Az elemzésbe bevont vállalatok 90,8%-a (118 db) kizárólag kölcsönt venne fel, 9,2% (12 db) viszont csak külső tőkebefektető bevonását tartja járható útnak. A logisztikus regresszióelemzésben ez a kiinduló állapot, amely azt jelenti, hogy ha véletlenszerűen kellene „megtippelnünk”, hogy egy kvv kizárólag hitelfelvételt tervez-e, akkor 90,8%-ban igazunk lenne.

Az elemzésbe a következő magyarázó változókat<sup>24</sup> vontuk be:

- a hitelfelvétel során a pénzüzetek által támasztott akadályok megítélése,
- a vállalat eladósodottságát mérő tőkeáttételi mutató,
- a tervezett beruházás, fejlesztés tárgya,
- az árbevételnek és üzemi eredménynek a felmérést megelőző, egyéves alakulása, valamint a vállalatoknak az ezekre vonatkozó várakozásai a vizsgálatot követő 12 hónapban,
- a hitelkamatoknak a vizsgálatot követő, egyéves alakulásával kapcsolatos várakozások,
- valamint a vállalatok középtávú célkitűzéseiből főkomponens-elemzés segítségével kialakított faktorok.

Annak érdekében, hogy csak azokra a változókra koncentráljunk, amelyek hatása szignifikáns, az ún. *Backward stepwise* változószelektáló módszert alkalmaztuk.<sup>25</sup> A független változók modellbe való bevonásával javult a logit modell illeszkedése (a  $-2\ln L$  illeszkedési mutató értéke 80,040-ről 41,827-re csökkent), a magyarázóerő pedig a Cox&Snell, Nagelkerke, illetve  $R_L^2$  mutatók alapján 25,5, 55,4, illetve 47,7% lett.<sup>26</sup> A logit modell a magyarázó változókat figyelembe véve 96,2%-os helyességgel tudja eldönteni, hogy egy vállalatnak milyen a külső tőkebevonással kapcsolatos attitűdje. Ez 5,4 százalékpontos javulást jelent ahhoz képest, mintha az elemzésbe bevont mintából véletlenszerűen választanánk.<sup>27</sup>

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

23 Elemzésünkhöz SPSS 17.0 for Windows számítógépes programot használtunk.

24 A független változók leírását és kódolását lásd a 4. mellékletben.

25 A Wald-féle beléptetési és kiléptetési kritériumot használtuk: a beléptetési kritériumot 5, míg a kiléptetési 10%-os valószínűségi érték mellett határoztuk meg.

26 A 47,7%-os érték SZÉKELYI–BARNA (2008) alapján „megnyugtatóan magasnak” számít.

27 Megvizsgáltuk, hogy a 96,2%-os találati arány szignifikánsan jobb-e annál, mintha a független változók nélkül, csupán a módusz (leggyakoribb érték) alapján becsülnénk. Ennek eldöntésére a lambda asszociációs mérőszámot használhatjuk (SZÉKELYI–BARNA, 2008). A HITEL\_TOKE-t függő változónak véve a kapott 0,583-as érték szignifikáns, ami azt jelenti, hogy a logit modell magyarázó változói érdemben növelték a találati arányt.

A modellben a backward algoritmus futtatását követően nyolc magyarázó változó maradt: a PENZUGYI\_STABILIZACIO, a VALLALATFELVASARLAS, a BIZTOSITEK, a SZUKOS\_HITELKINALAT, a HITELKAMAT\_VARAKOZAS, a TOKEATTETEL, az ARBEVETEL\_VARAKOZAS és a MUNKAERO KEPZESE (7. melléklet).

A szignifikáns magyarázó változók közül a HITELKAMAT\_VARAKOZAS, a PENZUGYI\_STABILIZACIO és az ARBEVETEL\_VARAKOZAS esetében negatív a B együttható értéke, így ezek növekedésével csökken, míg a többi szignifikáns változó esetében nő annak az esélye, hogy egy vállalat a tőkeági finanszírozást preferálja a hitelfelvétellel szemben.

#### 4.1. Az eredmények értelmezése

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

- PENZUGYI\_STABILIZACIO: egy kkv minél inkább a pénzügyi stabilizációt tartja fontos célkitűzésének középtávon, annál nagyobb az esélye, hogy a hitelági finanszírozást preferálja (körükben a 0,31-szeresére változik – azaz körülbelül egyharmadára csökken – annak az esélye, hogy kizárólag külső tőkebevonásban gondolkodnának). Egy másik elemzésünkben (Mikesy, 2015) azt állapítottuk meg, hogy a pénzügyi stabilizációt célul kitűző vállalatok nyitottabbak a külső tőkebefektető bevonására. A látszólagos ellentmondást az oldhatja fel, hogy a finanszírozási helyzet megerősítésének érdekében ezek a vállalatok valamennyi forrástípussal kapcsolatban elfogadóbbak (ez összecseng *Baeyens és Manigart* [2006] állításával is), azonban ha választaniuk kell a saját, illetve idegen külső tőke típusú források között, akkor inkább az utóbbi mellett döntenek. Ezt az magyarázhatja, hogy a vállalat helyzetének sikeres stabilizációja esetén a cég jelenlegi tulajdonosai (a hitelági finanszírozás esetén az előre rögzített, fix törlesztés miatt) nagyobb mértékben képesek profitálni a vállalati érték emelkedéséből, míg sikertelen konszolidáció esetén a veszteség jelentős részét a hitelező pénzügyi intézet viseli.
- VALLALATFELVASARLAS: amennyiben egy cég középtávon vállalatfelvásárlásokat tervez, közel háromszoros (2,832-szeres) annak az esélye, hogy a tőkeági finanszírozást preferálja. Ennek többek között az lehet a magyarázata, hogy az akvizíciós hitelek Magyarországon eddig nem terjedtek el.<sup>28</sup>
- BIZTOSITEK: ha egy kkv-számára jelentős problémát okoz a pénzügyi helyzetek által megkövetelt biztosítékok felmutatása, az jelentős mértékben növeli

<sup>28</sup> Ebben a hitellel történő kivásárlás (LBO) jogi feltételeit megkönnyítő új Polgári Törvénykönyv mellett a Magyar Nemzeti Bank Növekedési Hitelprogramjának második szakasza is változást hozhat, amelynek keretében a beruházási kölcsön már tartós részesedésvásárlásra is igénybe vehető.

(28,434-szeresére) annak esélyét, hogy a finanszírozási terveiben a külső tulajdonosok bevonása elsődlegességet élvez. Jellemzően az induló vállalatoknak, illetve a szolgáltató szektorban jelent komoly problémát a megkövetelt fedezettség megeremtése az elfogadható (bankképes) biztosítékok alacsony szintje, nem megfelelő típusa, illetve alacsony forgalomképessége okán. Az ilyen cégeknek ezért korlátozott, illetve gyorsan kimerülő a hitelkapacitása, ami – összhangban *Baeyens* és *Manigart* (2006) eredményeivel – a külső tőkebevonás irányába terelheti ezeket a vállalatokat.

- SZUKOS\_HITELKINALAT: minél inkább komoly akadályként érzékeli egy vállalat a bankok megváltozott, elutasító, passzív hitelezési magatartását, annál nagyobb eséllyel tartozik azon vállalatok közé, amelyek kizárólag tőkeági finanszírozásban gondolkodnak (9,293-szeresére nő ennek az esélye).
- HITELKAMAT\_VARAKOZAS: amennyiben egy cég a hitelkamatok stagnálását vagy csökkenését várja, úgy sokkal nagyobb eséllyel orientálódik a hitelági finanszírozás irányába (a tőkebefektetés preferálásának esélye 0,034, illetve 0,077-szeresére csökken). A tőkebevonás vonzereje a (várhatóan) alacsonyabb kamatkörnyezetben csökken, nő az adósságfinanszírozás vonzereje (árversenyképessége) a befektetők által elvárt hozammal szemben.
- TOKEATTETEL: a tőkeáttétel 1 százalékpontos növekedésével 1,07-szeresére nő (azaz 7%-kal emelkedik) annak az esélye, hogy kizárólag külső tőkebevonásban gondolkodik egy kkv. A változó szignifikáns hatása empirikus bizonyítékot jelent arra: a hitelkapacitás csökkenésével nő az esélye, hogy egy vállalat a tőkeági finanszírozást preferálja a kölcsönfelvétellel szemben. Ugyanakkor a tőkeáttétel nem növelhető akármeddig, az eladósodottság egy bizonyos szintjét követően a finanszírozási helyzet megerősítése válik fontos céllá, s ez (ahogy azt a PENZUGYI\_STABILIZACIO magyarázó változó esetében láttuk) mérsékelheti a cégek tőkebevonási szándékát.
- ARBEVETEL\_VARAKOZAS: amennyiben egy cég a felmérést követő 12 hónapban az árbevétel növekedését várja, úgy inkább a hitelfelvételt preferálja (0,17-szeresére csökken annak esélye, hogy kizárólag külső tőkebefektetőt kívánna bevonni). Azaz a jobb kilátásokkal rendelkező kkv-k inkább a hitelági, míg a kedvezőtlenebb várakozásokkal rendelkezők inkább a tőkeági finanszírozásban gondolkodnak nagyobb eséllyel. Ez az elméleti részben bemutatott kontraszelektációs hatás empirikus bizonyítását jelenti: a kedvezőtlenebb kilátásokkal rendelkező tulajdonosok inkább hajlandóak a várhatóan alacsonyabb profit (illetve veszteség) megosztására, mint a jobb növekedési kilátásokkal rendelkező cégek, amelyek inkább a fix összegű törlesztéssel járó hitelfelvételt választják (így nem kell megosztaniuk sem a vállalat feletti kontrollt, sem a saját eszközeikkel kapcsolatban meglévő, információs előnyüket).



- MUNKAERO KEPZESE: azon vállalatok körében, amelyeknek a felmérést követő 12 hónapra vonatkozó fejlesztési terveiben a munkaerőképzés (is) szerepelt, nagyobb (7,568-szoros) az esélye annak, hogy külső tőkebevonást választanak, mint azok esetében, akik nem terveznek ilyen irányú fejlesztést. A munkaerőképzésnek a fejlesztési tervek közötti szereplése a magasabb hozzáadott értékű, de egyben kockázatosabb tevékenység egyfajta indikátorának is tekinthető, emellett feltételezhető, hogy ezeknél a cégeknél jelentősebb az immateriális eszközök aránya a mérlegben. A bankképes biztosítékok alacsonyabb szintje pedig a tőkebevonás irányába tereli a vállalatokat.

## 5. ZÁRÓ GONDOLATOK

A külső forráshoz jutás jelenti az egyik legkomolyabb problémát jelenleg az európai és a magyarországi mikro-, kis- és középvállalkozások számára. A közép-kelet-európai régióban és azon belül Magyarországon a cégek tőkeáttétele szignifikánsan alacsonyabb, mint a fejlett (nyugat-európai) országokban, finanszírozási döntéseiket pedig jellemzően a hierarchiaelmélet alapján felállított preferenciasorrendnek megfelelően hozzák meg. A tőkeági finanszírozás mérsékelt ismertsége, a vállalatok tőkebefektetés iránti nyitottságának alacsony szintje mellett ez is hozzájárul ahhoz, hogy a hazai kkv-k körében eddig sem, s a terveik alapján várhatóan a jövőben sem játszik majd fontos szerepet a sajáttőke-alapú, külső finanszírozás.

A magyarországi vállalatok hitel-, illetve tőkeági finanszírozás közötti döntése mögött meghúzódó tényezőket bináris logisztikus regressziós modell segítségével igyekeztünk feltárni. Eredményeink több elméleti tézist is empirikusan igazoltak. A cégek a tőkeáttétel növekedésével, a hitelkapacitás kimerülésével nagyobb eséllyel fordulnak a tőkebefektetés irányába, ennek azonban felső határt szab, hogy amennyiben a finanszírozási nehézségek már olyan szintet érnek el, ahol a pénzügyi stabilizáció válik stratégiai céllá, ott a hitelfelvétel válik (ismét) a preferált forrásbevonási csatornává. Ugyanakkor érvényesül a kontraszelekciós hatás is: a kedvezőbb kilátásokkal rendelkező vállalatok kevésbé hajlandóak lemondani a várható (magasabb) profitról, így az előre meghatározott, fix törlesztést jelentő adósságfinanszírozást választják inkább. Az adósságfinanszírozás feltételeinek (hitelkínálat, kamatok) kedvezőtlenebbé válását várók szintén nagyobb eséllyel preferálják a sajáttőke-alapú, külső finanszírozást, ahogy a kevés, vagy nem bankképes biztosítékkal rendelkező kkv-k is. A vállalatfelvásárlásokat tervező, illetve magasabb hozzáadott értéket termelő cégek körében magasabb az esélye a tőkeági finanszírozást bevonni kívánó kkv-knak.

Empirikus elemzésünkbe a hitel-, illetve tőkeági finanszírozás közötti döntést befolyásoló tényezők vizsgálatának érdekében olyan cégeket vontunk be, amelyek vagy kizárólag egyik, vagy csak a másik igénybevételét tervezték – a két finanszírozási forma a gyakorlatban azonban nem válik el élesen egymástól. Szimultán alkalmazásukkal jelentős szinergiák kihasználására nyílnak lehetőségek: a tőkebevonással stabilizálódik, megszilárdul a vállalat tőkehelyzete, nő a hitelkapacitása, amely így a korábbiakhoz képest több, illetve kedvezőbb kondíciójú hitelfelvételt tesz lehetővé. További kutatások témája lehet a hazai kkv-k finanszírozási igényeinek és preferenciáinak olyan szempontból történő vizsgálata, amely a „klasszikus” forrástípusok mellett kitér az olyan hibrid, a hitel- és tőkeági finanszírozás tulajdonságait vegyítő finanszírozási formákra is, mint a mezzanine finanszírozás.

## MELLÉKLETEK

### 1. melléklet

**A magán- és kockázati tőkebefektetések alakulása az Európai Unióban és a közép-kelet-európai régióban (a GDP arányában)**

		<b>2007–2013 (átlag)</b>	<b>2010–2013 (átlag)</b>
Európai Unió*	Összes magántőkebefektetés	0,342%	0,305%
	Kockázati tőkebefektetés	0,033%	0,026%
Csehország	Összes magántőkebefektetés	0,253%	0,101%
	Kockázati tőkebefektetés	0,010%	0,007%
Magyarország	Összes magántőkebefektetés	0,189%	0,107%
	Kockázati tőkebefektetés	0,024%	0,036%
Lengyelország	Összes magántőkebefektetés	0,142%	0,147%
	Kockázati tőkebefektetés	0,006%	0,004%
Románia	Összes magántőkebefektetés	0,112%	0,054%
	Kockázati tőkebefektetés	0,010%	0,003%
Közép-kelet-európai átlag**	Összes magántőkebefektetés	0,168%	0,116%
	Kockázati tőkebefektetés	0,010%	0,008%

*Megjegyzés:* \* EU-28 (kivéve Ciprus, Málta, Szlovákia, Szlovénia, Horvátország)

\*\* Csehország, Magyarország, Lengyelország, Románia

*Forrás:* saját számítás, EVCA/ Pereg\_Analytics, Eurostat

## 2. melléklet

### A növekedési tervek finanszírozására előnyben részesített forrástípusok

	EU-28	Euró-zóna	Cseh-ország	Magyar-ország	Lengyel-ország	Románia	Szlovákia
Bankhitel	67,2%	71,0%	75,2%	58,5%	57,6%	35,5%	74,4%
Egyéb hitel	12,6%	12,4%	12,5%	11,7%	21,4%	13,1%	8,9%
Tőkeági finanszírozás	4,7%	4,3%	0,0%	2,4%	3,7%	5,7%	0,6%
Alárendelt kölcsöntőke	2,7%	3,0%	3,1%	0,0%	0,6%	2,4%	1,0%
Egyéb	6,3%	4,8%	5,6%	20,2%	7,3%	22,5%	8,4%
Nem válaszolt	6,5%	4,6%	3,5%	7,2%	9,4%	20,8%	6,6%

Forrás: EC (2013)

## 3. melléklet

### Keresztábra-elemzés

Pearson-féle khi-négyzet teszt			
	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
AGAZAT	8,872	2	0,012*
MERET	5,985	2	0,05*
ORSZAGRESZ	14,119	2	0,001**

\* 5%-os szinten szignifikáns

\*\* 1%-os szinten szignifikáns

Forrás: saját számítás

## 4. melléklet

**A mikro-, kis- és középvállalatok finanszírozási preferenciájának  
bináris logisztikus regressziós modellel történő vizsgálatba bevont változók**

Változó neve	Változó leírása	Értékek
SAJAT_ERŐ	A pénzügyintézetek által a hitelfelvétel során támasztott legjelentősebb akadályok a vállalatok megítélése szerint: a megkövetelt saját erő.	1 = komoly akadály, 0 = nem komoly akadály
BIZTOSITEK	A pénzügyintézetek által a hitelfelvétel során támasztott legjelentősebb akadályok a vállalatok megítélése szerint: a megkövetelt biztosíték.	1 = komoly akadály, 0 = nem komoly akadály
ÜZLETI_TERV	A pénzügyintézetek által a hitelfelvétel során támasztott legjelentősebb akadályok a vállalatok megítélése szerint: az üzleti terv elbírálásának szigorúsága.	1 = komoly akadály, 0 = nem komoly akadály
SZUKOS_HITELKINALAT	A pénzügyintézetek által a hitelfelvétel során támasztott legjelentősebb akadályok a vállalatok megítélése szerint: a bankok kockázatkerülő magatartása.	1 = komoly akadály, 0 = nem komoly akadály
MAGAS_KAMATOK	A pénzügyintézetek által a hitelfelvétel során támasztott legjelentősebb akadályok a vállalatok megítélése szerint: túl magas kamatok.	1 = komoly akadály, 0 = nem komoly akadály
EGYEB_KONDCIÓK	A pénzügyintézetek által a hitelfelvétel során támasztott legjelentősebb akadályok a vállalatok megítélése szerint: egyéb hitelfelvételi kondíciók (futamidő, türelmi idő stb.).	1 = komoly akadály, 0 = nem komoly akadály
PENZUGYI_STABILIZACIO	A felmérést követő 3 év stratégiai célkitűzése: pénzügyi stabilizáció, megerősödés.	faktorérték
VALLALAT-FELVASARLAS	A felmérést követő 3 év stratégiai célkitűzése: vállalatfelvásárlás.	faktorérték
KULFOLDI_TERJESZKEDES	A felmérést követő 3 év stratégiai célkitűzése: külföldi piacokon való megjelenés, terjeszkedés.	faktorérték

Változó neve	Változó leírása	Értékek
NOVEKEDES_ BOVITES	A felmérést követő 3 év stratégiai célkitűzése: termelés/szolgáltatás növelése, termékpaletta bővítése.	faktorérték
REORGA- NIZACIO	A felmérést követő 3 év stratégiai célkitűzése: vállalati tevékenység racionalizálása, költségsökkentés.	faktorérték
TULAJDONOSI_ JOVEDELEM_ NOVELESE	A felmérést követő 3 év stratégiai célkitűzése: tulajdonosi jövedelmek növelése.	faktorérték
TOKEATTETEL	Mérlegfőösszeg / saját tőke	folytonos változó
INGATLAN	Tervezett beruházás/fejlesztés tárgya: ingatlan vásárlása, építése.	1 = igen 0 = nem
GEP	Tervezett beruházás/fejlesztés tárgya: gépvásárlás.	1 = igen 0 = nem
IT_FEJLESZTES	Tervezett beruházás/fejlesztés tárgya: informatikai fejlesztés.	1 = igen 0 = nem
MUNKAERO_ KEPZESE	Tervezett beruházás/fejlesztés tárgya: munkaerőképzés.	1 = igen 0 = nem
ARBEVETEL_ VALTOZAS	A vállalat árbevételének a felmérést megelőző 12 hónapos alakulása.	1 = nőtt, 0 = nem változott, illetve csökkent
EREDMENY_ VALTOZAS	A vállalat üzemi eredményének felmérést megelőző 12 hónapos alakulása.	1 = nőtt, 0 = nem változott, illetve csökkent
ARBEVETEL_ VARAKOZAS	A vállalat árbevételének a felmérést követő 12 hónapos várt alakulása.	1 = nő, 0 = nem változik, illetve csökken
EREDMENY_ VARAKOZAS	A vállalat üzemi eredményének a felmérést követő 12 hónapos várt alakulása.	1 = nő, 0 = nem változik, illetve csökken
HITELKAMAT_ VARAKOZAS	A hitelkamatoknak a felmérést követő 12 hónapos alakulásával kapcsolatos vállalati várakozás.	2 = csökken, 1 = nem változik, 0 = emelkedik

*Forrás: MFB-INDIKÁTOR vállalati felmérés, 2013. tavasz*

## 5. melléklet

### A logisztikus regresszióelemzésbe bevont főkomponensek elnevezése

A vállalati jellemzőket, illetve a következő 3 évre vonatkozó célkitűzéseket leíró változókból képzett faktorok			
Faktor	Elnevezés	Szorosan korreláló változók* (faktorsúly szerinti sorrendben)	
Vállalati célkitűzések	1. faktor	PENZUGYI_STABILIZACIO	cel_17, cel_18, cel_16, cel_15, cel_20, cel_14
	2. faktor	VALLALATFELVASARLAS	cel_13, cel_12
	3. faktor	KULFOLDI_TERJESZKEDES	cel_02, cel_03, cel_01
	4. faktor	NOVEKEDES_BOVITES	cel_07, cel_09, cel_08, cel_04
	5. faktor	REORGANIZACIO	cel_06, cel_05, cel_11
	6. faktor	TULAJDONOSI_JOVEDELEM_ NOVELESE	cel_19

Megjegyzés: \* A változók leírását lásd a 6. mellékletben.

## 6. melléklet

### Vállalati célkitűzések

A következő 3 évre vonatkozó vállalati célkitűzések fontosságának megítélése 20 szempont alapján egy ötfokú Likert-skálán (1–5-ig)

1: legkevésbé fontos szempont, 5: leginkább fontos szempont)

cel\_01: A piaci részesedés növelése

cel\_02: Export elindítása, illetve bővítése

cel\_03: Külföldi terjeszkedés (vállalatalapítás, felvásárlás)

cel\_04: Profilváltás, profilszélesítés

cel\_05: Vállalati tevékenység átszervezése (válságkezelés/reorganizáció)

cel\_06: Költségcsökkentés

cel\_07: Termelés/szolgáltatás bővítése

cel\_08: Termelés/szolgáltatás minőségének javítása

cel\_09: Új termék(ek)/szolgáltatás(ok) bevezetése a piacra

cel\_10: Új szabadalom, licenz kifejlesztése

cel\_11: Új szabadalom, licenz vásárlása

cel\_12: Versenytárs(ak) felvásárlása

cel\_13: Vállalatfelvásárlás az iparági vertikumon belül

cel\_14: Vállalati önállóság megőrzése (ellenséges felvásárlások kivédése)

cel\_15: Beszállítói kapcsolatok mélyítése

cel\_16: A vállalat finanszírozási helyzetének stabilizálása

cel\_17: Hitelek visszafizetése

cel\_18: Szállítói tartozások csökkentése

cel\_19: Tulajdonosi jövedelmek növelése

cel\_20: Munkavállalók szaktudásának, képzettségének növelése

*Forrás: MFB-INDIKÁTOR vállalati felmérés, 2013. tavasz*

## 7. melléklet

### A modellbe bevont változók (backward módszer)

A modellbe bevont változók						
	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
BIZTOSITEK	3,348	1,378	5,904	1	0,015	28,434
SZUKOS_						
HITELKINALAT	2,229	1,272	3,072	1	0,08	9,293
PENZUGYI_						
STABILIZACIO	-1,17	0,488	5,762	1	0,016	0,31
VALLALAT- FELVASARLAS	1,041	0,458	5,164	1	0,023	2,832
TOKEATTETEL	0,067	0,028	5,886	1	0,015	1,07
MUNKAERO_KEPZESE	2,024	1,205	2,823	1	0,093	7,568
ARBEVETEL_	-1,773	1,062	2,79	1	0,095	0,17
VARAKOZAS						
HITELKAMAT_			5,113	2	0,078	
VARAKOZAS						
HITELKAMAT_	-2,489	1,172	4,507	1	0,034	0,083
VARAKOZAS(1)						
HITELKAMAT_	-1,967	1,11	3,138	1	0,077	0,14
VARAKOZAS(2)						
Constant	-5,523	1,82	9,206	1	0,002	0,004

*Megjegyzés: \* szignifikáns 5%-on; \*\*szignifikáns 10%-on*



**IRODALOMJEGYZÉK**

- ANG, J. S. (1991): Small business uniqueness and the theory of financial management. *Journal of Small Business Finance*, 1(1), 1–13.
- BAEYENS, K. – MANIGART, S. (2006): Who gets private equity? The role of debt capacity, growth and intangible assets (No. 2006-24). Vlerick Leuven Gent Management School.
- BÉKÉS GÁBOR – MURAKÖZY BALÁZS (2011): Magyar gazellák: gyors növekedésű vállalatok jellemzői és kialakulásuk elemzése Magyarországon. TÁMOP – 2.3.2-09/1 Műhelytanulmányok T/4. <http://www.econ.core.hu/file/download/bwp/bwp1109.pdf>.
- BÉKÉS GÁBOR – MURAKÖZY BALÁZS (2012): Magyar gazellák. A gyors növekedésű vállalatok jellemzői és kialakulásuk elemzése. *Közgazdasági Szemle*, LIX. évf., 2012. március, pp. 233–262.
- BREALEY, R. – MYERS, S. C. (1999): Modern vállalati pénzügyek. Budapest, Panem.
- BRIOZZO, A. – VIGIER, H. (2007): Rethinking SME's financing decisions: A demand-side approach. XLII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política (AAEP).
- CARPENTER, R. E. – PETERSEN, B. C. (2002): Capital market imperfections, high-tech investment, and new equity financing. *The Economic Journal*, 112(477), F54-F72.
- CRESSY, R. – OLOFSSON, C. (1997): The financial conditions for Swedish SMEs: Survey and research agenda. *Small Business Economics*, 9(2), 179–192.
- DARAZSACZ PÉTER – SZLATÁROVICS LÁSZLÓ (2009): A magyar kockázati tőke-piac keresleti oldalának vizsgálata. OTDK-dolgozat. <http://www.eco.u-szeged.hu/download.php?docID=5196>
- DEANGELO, H. – MASULIS, R. W. (1980): Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3–29.
- DIAMOND, D. W. (1989): Reputation acquisition in debt markets. *Journal of Political Economy* 97, pp. 828–862.
- EC (2013): 2013 SMEs' Access to Finance survey. Analytical Report. European Commission. [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/2013-safe-analytical-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/2013-safe-analytical-report_en.pdf).
- FILATOTCHEV, I. – ISACHENKOVA, N. – MICKIEWICZ, T. (2007): Ownership structure and investment finance in transition economies A survey of evidence from large firms in Hungary and Poland. *Economics of Transition*, 15(3), 433–460.
- FORSAITH, D. M. – MCMAHON, R. G. (2002): Equity financing patterns amongst Australian manufacturing SMEs. Research Paper Series (02-6).
- FUTÓ JUDIT EDIT – SZOBONYA PÉTER (2012): Ki szereti a kockázati tőkét? Kit szeret a kockázati tőke? HÉTFA Kutatóintézet. [http://hetfa.hu/wp-content/uploads/SZHo9\\_vc.pdf](http://hetfa.hu/wp-content/uploads/SZHo9_vc.pdf).
- GÁL VERONIKA ALEXANDRA (2013): A magyar kis- és középvállalkozások tőkeszerkezetének sajátosságai. Doktori értekezés.
- HAAS, R. – PEETERS, M. (2004): The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies. *EBRD Working paper* No. 87.
- HALASKA GÁBOR (2014): Vesztésre állnak. Startup befektetések féliúdben. *Figyelő*, 2014/26.
- HERNÁDI, P. – ORMOS, M. (2012): Capital structure and its choice in Central and Eastern Europe. *Acta Oeconomica*, 62(2), 229–263.
- JENSEN, N. S. – UHL, F. T. – BARTHOLDY, J. (2008): Capital Structure in European SMEs. An analysis of firm-and country specific variables. University of Aarhus. [http://pure.au.dk/portal/files/3244/Capital\\_Structure\\_in\\_European\\_SMEs.pdf](http://pure.au.dk/portal/files/3244/Capital_Structure_in_European_SMEs.pdf).
- KARSAI JUDIT (2011): A kockázati tőke két évtizedes fejlődése Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, LVIII. évf., 2011. október, pp. 832–857.
- KIM, E. H. (1978): A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity. *The Journal of Finance*, 33(1), 45–63.

- KOSZTOPULOSZ ANDRÉÁSZ (2005): Az üzleti angyalok szerepe a fiatal, növekedésorientált kisvállalkozások finanszírozásában és fejlesztésében. Doktori értekezés.
- KOVÁCS ERZSÉBET (2009): *Pénzügyi adatok statisztikai elemzése*. Tanszék Kft, Budapest
- LECORNU, M. R. – MCMAHON, R. G. P. – FORSAITH, D. M. – STANGER, A. M. J. (1996): The Small Enterprise Financial Objective Function: An Exploratory Study. *Journal of Small Business Management*, Vol. 34, pp. 1–14.
- MAC AN BHAIRD, C. (2010): The Modigliani–Miller proposition after fifty years and its relation to entrepreneurial finance. *Strategic Change*, 19(1-2), 9–28.
- MIKESY ÁLMOS (2013): A magyarországi mikro-, kis és középvállalatok nemzetköziesedése és a külföldi értékesítést nehezítő akadályok. Egy vállalati felmérés tanulságai. *Külgazdaság*, LVII. évf., 2013. január–február, pp. 92–120.
- MIKESY ÁLMOS (2014): A kereslet és a kínálat szorításában. A kelet-közép-európai magántőkepiacok teljesítménye a válság kitörése óta. *Külgazdaság*, LVIII. évf., 2014. szeptember–október, pp. 35–69.
- MIKESY ÁLMOS (2015): A magyarországi mikro-, kis- és középvállalatok nyitottsága a külső tőkebevonás iránt. *KÖZ-GAZDASÁG*, X. évf. 1. szám, 2015. április, pp. 113–132.
- MODIGLIANI, F. – MILLER, M. H. (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review* 48, pp. 261–297.
- MYERS, S. C. (2001): Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2. (Spring 2001), pp. 81–102.
- NIVOROZHKIN, E. (2002): Capital structures in emerging stock markets: the case of Hungary. *The Developing Economies*, 40(2), 166–187.
- NIVOROZHKIN, E. (2004): Financing choices of firms in EU accession countries. BOFIT Discussion Papers 6/2004.
- OECD (2012): Entrepreneurship at a Glance 2012, OECD Publishing. [http://dx.doi.org/10.1787/entrepreneur\\_aag-2012-en](http://dx.doi.org/10.1787/entrepreneur_aag-2012-en).
- PAPANEK GÁBOR (2010): A gyorsan növekvő magyar kis- és középvállalatok a gazdaság motorjai. *Közgazdasági Szemle*, LVII. évf., 2010. április, pp. 354–370.
- PAPP GÁBOR (2012): Kockázati tőke Magyarországon. Innovatív vállalatok kockázati tőke alapú finanszírozása a JEREMIE Programon keresztül. [http://bet.hu/data/cms166915/PappGabor\\_Corvinus\\_Kockazati\\_toke\\_Magyarorszagon.pdf](http://bet.hu/data/cms166915/PappGabor_Corvinus_Kockazati_toke_Magyarorszagon.pdf).
- SAJTOS LÁSZLÓ – MITEV ARIEL (2007): *SPSS kutatási és adatelemzési kézikönyv*. Budapest, Alinea Kiadó.
- SZERB LÁSZLÓ (2009): A magyarországi kis- és közepes méretű vállalatok kockázati tőkefinanszírozási lehetőségei. In: ULBERT JÓZSEF (szerk.): *Az Iskolateremtő. Tanulmányok Bélyácz Iván 60. születésnapja tiszteletére*. Pécs, Pécsi Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi Kar, pp. 247–258.
- SZÉKELYI MÁRIA – BARNÁ ILDIKÓ (2008): *Túlélőkészlet az SPSS-hez. Többváltozós elemzési technikákról társadalomkutatók számára*. Budapest, Typotex Kiadó.
- TÓTH LÁSZLÓ (2013): Az érem másik oldala... [http://kockazatitoke.blog.hu/2013/02/28/az\\_ere\\_masik\\_oldal\\_a\\_419](http://kockazatitoke.blog.hu/2013/02/28/az_ere_masik_oldal_a_419)
- ZOPPA, A. – MCMAHON, R. G. (2002): Pecking order theory and the financial structure of manufacturing SMEs from Australia's business longitudinal survey. *Small Enterprise Research*, 10(2), 23–42.