

ANTAL-POMÁZI KRISZTINA

A finanszírozási források szerepe a kis- és középvállalkozások növekedésében

A tanulmány célja, hogy átfogó képet adjon a kis- és középvállalkozások növekedését meghatározó tényezőkről, valamint a finanszírozási forrásoknak a vállalati növekedésben betöltött szerepéről. Ahhoz, hogy megállapítható legyen, közgazdasági szempontból milyen típusú állami beavatkozás indokolt e szektor növekedésének elősegítésére, a tőkestruktúra alakulására vonatkozó elméletek tükrében megvizsgáljuk, milyen szerepet töltenek be a kis- és középvállalkozások a magyar gazdaságban és más európai országokban. Ezt követően áttekintjük a vállalkozások növekedési ütemét befolyásoló tényezőket. Bemutatjuk, hogyan magyarázhatók a finanszírozási korlátok jelenlétével a vállalatméret eloszlásával kapcsolatos egyes jelenségek, valamint milyen, empirikusan is igazolható kapcsolat áll fenn a növekedés és az azt meghatározó egyes vállalati jellemzők között. Külön tárgyaljuk a külső és belső finanszírozási lehetőségek vállalati növekedésre gyakorolt hatásait.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: L25, G32.

2008-ban a működő magyarországi vállalkozások 95 százalékát a mikrovállalkozások adták, a mikro-, kis- és középvállalkozások együtt pedig az összes vállalkozás több mint 99 százalékát tették ki.¹ A kis- és középvállalkozási szektor tehát annak ellenére jelentős tényezője a hazai gazdaságnak, hogy termelékenysége és versenyképessége elmarad a nagyvállalatokétól. Részben ezért a gazdaságpolitikával kapcsolatban is újra és újra felmerül a kisvállalkozások támogatásának kérdése, helyzetük és növekedési lehetőségeik javítása.

E tanulmány a kis- és középvállalkozások finanszírozási szerkezetének és lehetőségeinek a vállalati növekedésre gyakorolt hatásaival foglalkozik. E szektor jelentősége azonban önmagában még nem teszi közgazdasági szempontból indokoltá a támogatásukat. Írásunk első részében ezért megvizsgáljuk, milyen más körülmények indokolhatják egy, a magyarországi kis- és középvállalati stratégiában foglaltakhoz hasonló kisvállalkozói program létjogosultságát. Feltérképezzük, milyen szerepet játszanak a kis- és középvállalkozások növekedésében a külső és belső finanszírozási források, és ismertetjük a szakirodalom által feltárt nemzetközi tapasztalatokat. Sajnálatos módon magyarországi becslések erre vonatkozóan eddig nem készültek.

* A szerző ezúton szeretne köszönetet mondani *Karsai Juditnak* és *Valentiny Pálnak* a tanulmány egy korábbi változatához fűzött értékes észrevételeikért.

¹ Az Európai Unió definíciója szerint a mikro-, kis- és középvállalkozások olyan vállalkozások, amelyek 250 főnél kevesebb embert foglalkoztatnak, és az éves forgalmuk nem haladja meg az 50 millió eurót, vagy az éves mérlegfőösszegük nem haladja meg a 43 millió eurót. Ezen belül kisvállalkozások azok, amelyek 50 főnél kevesebb személyt foglalkoztatnak, és éves forgalmuk vagy éves mérlegfőösszegük nem haladja meg a 10 millió eurót, mikrovállalkozások pedig azok, amelyek 10 főnél kevesebbet foglalkoztatnak, és éves forgalmuk vagy éves mérlegfőösszegük nem haladja meg a 2 millió eurót.

Amint Szerb László is megjegyzi, „a hazai szakirodalomból máig hiányzik a precíz modellezés és az ökonometriai módszerek alkalmazása” (Szerb [2008] 10. o.). Véleményünk szerint ennek egyik oka az adathiány. A növekedés modellezése terén így továbbra is az életciklusmodellek vannak túlsúlyban. Mivel azonban e szektor jellemzői nagyfokú hasonlóságot mutatnak a fejlett, különösen az európai országok körében, azok méretétől függetlenül, a más országok adatai alapján levont következtetések Magyarország szempontjából is érvényesek lehetnek.

A tanulmány felépítése a következő: először szólnunk a vállalkozások tőkestruktúráját meghatározó tényezőkről és azokról a körülményekről, amelyek indokoltta tehetik az állami beavatkozást a kis- és középvállalkozások lehetőségeinek javítására. Röviden kitérünk a hazai kis- és középvállalkozások helyzetére, demográfiai adataira és túlélési esélyeire. Majd a vállalkozások növekedését meghatározó tényezőkkel kapcsolatos néhány elméletet és empirikus eredményt mutatunk be, végül pedig a külső és belső finanszírozási források szerepére, empirikusan is igazolt hatásaira koncentrálnunk.

A kis- és középvállalkozások finanszírozása és támogatásuk okai

A kis- és középvállalkozások tőkeszerkezete

A *Modigliani–Miller* [1958/1988] cikk megjelenése óta már „klasszikusnak” számít az az elmélet, amely szerint egy vállalat értéke független a finanszírozási struktúrájától. Utóbbi ugyanis a szerzők feltevése szerint nem befolyásolja a vállalati „torta” méretét (a keletkező összes jövedelem nagyságát), csak szétosztásának rendjét határozza meg a különböző jogosultak között. Ez az eredmény különösen akkor meglepő, ha figyelembe vesszük, hogy az üzleti életben a vállalkozások egyes érintettjei nagy gondot fordítanak a finanszírozási szerkezet tanulmányozására. Az elmélet és a gyakorlat közötti eltérés arra ösztönözte a közgazdászokat, hogy közelebbről is megvizsgálják, indokolt-e ez a figyelem.

Az egyik irány, amely felől a *Modigliani–Miller*-féle elmélet jogosan kritizálható, éppen a „torta” méretének exogenitására vonatkozó feltevés. A vállalaton kívüli érintettek (például a hitelezők) ugyanis nem tudnak tökéletes szerződést kötni a vállalatirányítási döntésekre vonatkozóan. A vállalat irányítóit más ösztönzők és célok mozgatják, mint a tulajdonosokat vagy a külső érintetteket (például nem a profit maximalizálásában, hanem luxusróda kialakításában vagy az ismerőseik beszállítóként való alkalmazásában érdekeltek), ezért az általuk hozott számos döntés befolyásolja a vállalat jövedelmeinek nagyságát – ilyen helyzetben pedig a szétosztás módja sem semleges. Ez a részben morális kockázati probléma régóta ismert. Még ha azonban sikerül is olyan ösztönzőket teremteni, amelyek a vezetőket a vállalat értékének maximalizálására sarkallják, akkor is maradnak olyan tényezők, amelyek miatt a finanszírozás eltérő formái nem tökéletes helyettesítői egymásnak. Ilyenek lehetnek például az adózási megfontolások vagy a csődeljárásra és a vállalkozások megszüntetésére vonatkozó szabályozás (*Tirole* [2006] 79. o.). Az adórendszer különböző elemeinek kölcsönhatása révén az egyes finanszírozási formák után eltérő mértékben kell adót fizetni, ami befolyásolja a közöttük való választást (például ha a kamatköltségek levonhatók a társasági adó alapjából, akkor a hitelezési forrást igénybe vevők adóelőnyt élveznek a tulajdonosi tőkét használókkal szemben). Amennyiben az adóelőny jelentős, érdemes lehet a teljes működést hitelből finanszírozni. Az egyik lehetséges magyarázat arra, hogy miért nem ez történik, az, hogy magas hitelállomány esetén a vállalkozás könnyebben válik fizetéseképtelenné, vagyis a hitelek növelik a csődbe jutás valószínűségét. Mivel a csőd maga is költséges, csak addig érdemes növelni a hitelállományt, amíg a kockázat nem túlságosan nagy. A hitelezők szempontjából pedig az sem közömbös, hogy egy csődeljárás vagy felszámolási eljárás során mely követelések jogosultjait milyen jogok illetik meg. Ha egy országban az állam vagy a munka-

vállalók előnyt élveznek a többi hitelezővel szemben, ez egy felszámolás során lényegében megváltoztatja a más felekkel korábban létesített szerződéses viszonyokat, vagyis a szerződések kikényszeríthetősége módosul (például a hitel biztosítékaul szolgáló eszközre a hitelező már nem lesz teljes mértékben jogosult – uo. 80. o.). Az ilyen és hasonló tényezők tehát mind befolyásolják, hogy egy vállalat hogyan választja meg a finanszírozási szerkezetét.

Annak ellenére, hogy a tőkestruktúra kialakításának meghatározó tényezői országonként különbözhetnek, az általános tapasztalat szerint a világon mindenhol a belső források (a vállalati működés során keletkező jövedelmek) dominánsak a finanszírozásban. A külső források közül is egyértelműen túlsúlyban vannak a banki kölcsönök más, adósság vagy tőke jellegű finanszírozási formákkal szemben (uo. 96. o.). A jelenség *Myers–Majluf* [1984] alapján a különböző formák eltérő jelzésértékével magyarázható. A tulajdonosi tőke utal a legmagasabb értékre: minél magasabb, annál inkább bízik a tulajdonos-vállalkozó a cég kilátásaiban. Az adósság azt jelzi, hogy a vállalkozó a megtermelt értékkel saját maga kíván rendelkezni ahelyett, hogy megosztaná azt a befektetőkkel, míg külső tőke bevonására akkor kerül sor, amikor a saját tőke tulajdonosai inkább diverzifikálnák portfóliójukat.

Egy másik megközelítésben – a hierarchiaelmélet (*pecking order hypothesis*) szerint – az információs problémák jelenléte a folyamatok mozgatórugója (*Myers* [1984]). A vállalat és finanszírozói eltérő információkkal rendelkeznek a megtérülésről, és minél nagyobb ez a különbség az informáltságban, annál költségesebb lesz a tranzakció. A kölcsönösen előnyös szerződéskötést adott esetben az is meghiúsíthatja, hogy a felek (például a vállalkozó és a kockázattőke-befektető) kockázatvállalási hajlandósága eltérő. Ezért, valamint a vállalat irányítóinak és tulajdonosainak eltérő érdekei miatt inkább a belső források élveznek előnyt a külsőkkel szemben. Ha ezek nem elégségesek a működéshez, akkor is először a kisebb információigényű, egyúttal kisebb költséggel járó megoldásokat keresik, mint amilyenek a hitelezési források (a vállalati vezetők szempontjából költségsnek tekinthető többek között a csökkenő autonómiájuk is a vállalat irányításában), és csak végső esetben vannak be új tulajdonosi tőkét. Tehát a finanszírozási formák rangsorolhatók (*Tirole* [2006] 238. o.). A tőkestruktúrára vonatkozó döntéseket ebben a modellben alapvetően az befolyásolja, hogy milyen projektet kívánnak finanszírozni, valamint hogyan alakul a visszaforgatott profit mennyisége és az osztalékpolitika. Az előbbi rangsor létezése a kisvállalkozások körében empirikusan is igazoltnak látszik (*Béza és szerzőtársai* [2007] 54–56. o.).

Reid [2003] a tőkestruktúra időbeli alakulását elméleti és empirikus szempontból is vizsgálta. Abból indult ki, hogy a kisvállalkozások eltérő kockázati osztályokba sorolhatók, ami korlátozza a tőkeáttételük lehetséges mértékét, és meghatározza, mekkora kamatfelárat kell fizetniük adósságaik után. A tőkestruktúra a hitel és a tőke relatív áratól függően alakul. A dinamikus modell érdekessége, hogy ha a tőke relatíve olcsóbb, akkor is először adósságfelhalmozás történik. A termelés szintje emelkedik, átmenetileg megtorpan, majd újra nőni kezd, amíg el nem éri stacionárius állapotát. Eközben először hitelt vesznek fel, majd az átmeneti, „konszolidációs” szakaszban fokozatosan visszafizetik, és tőketípusú forrásokkal váltják fel az újabb növekedési szakaszban. Ez a modell az előzőkhöz hasonlóan konzisztens a valós tapasztalatokkal. *Reid* [2003] skóciai kisvállalkozások paneladataival dolgozott, amelyekből az is kiderült, hogy a vállalatok mindössze felének volt hitelállománya, a külső tőkebevonás pedig nagyon ritka volt (a cégek 6 százalékánál fordult csak elő, igaz, akkor jelentős, átlagosan 58 százalékos részesedéssel, amely azonban alig fizetett osztalékot). A vállalkozások egyharmada banki kölcsönt használt fel az induláshoz, és a harmadik évre már a túlélők 51 százalékának volt banki kölcsöne, amelyek kamatai azonban jóval magasabbak voltak az akkori irányadó kamatlábnál.

Egy tökéletes tőkepiacon, tökéletes informáltság mellett tehát minden vállalat ugyanúgy hozzáférne az összes lehetséges finanszírozási konstrukcióhoz, így a belső (a vállalat tevékenysége következtében rendelkezésre álló) és a külső (a vállalaton kívülről származó)

finanszírozási források egymás tökéletes helyettesítői lennének. A valóságban természetesen nem ez a helyzet, elsősorban az információs problémák miatt. A külső finanszírozás tekintetében a forrásokat keresők és azt nyújtani képesek között fennálló információs aszimmetria kontraszelektiót idéz elő: a potenciális finanszírozó nem tudja költségmentesen megállapítani, melyik befektetés mennyire fog (vagy nem fog) megtérülni.² Ha átlagos feltételekkel próbálna finanszírozni minden vállalkozást, azzal kellene szembesülnie, hogy csak a rosszabb típusba tartozók kívánnak vele szerződést kötni. Emiatt rontania kellene a feltételeken (például kamatot kellene emelnie), ami végső soron a jövedelmezőbb vállalkozások kiszorulásához vezetne a külső források piacáról. Ezért a finanszírozó félnek a lehető legjobban meg kell bizonyosodnia a másik fél típusáról. A tranzakció tehát költséges lesz, ami több következménnyel is jár. Mindenképpen lesz egy optimális befektetési méret, aminél kisebb összegekkel nem éri meg foglalkozni. Emiatt elmaradnak olyan kölcsönösen előnyös tranzakciók, amelyek információs probléma hiányában megkötethetnének. Amennyiben a tranzakciós költség nem, vagy csak kismértékben függ az igényelt forrás nagyságától, akkor a finanszírozónak az lesz az érdeke, hogy minél kevesebb, de minél nagyobb összegű tranzakció révén fektessen be adott pénzüsszeget. Ez nyilvánvalóan nem kedvez a kisebb vállalkozások külső forrásokhoz való hozzáférésének.

Szükség van-e állami beavatkozásra, a kisvállalkozások támogatására, és milyen formában érdemes ezt megtenni? A kérdésre nem kívánunk részletes választ adni, csak vázolunk néhány lehetséges érvet. Ehhez először tekintsük át, milyen súlyt képviselnek a kis- és középvállalkozások Magyarországon és az Európai Unióban!

A kis- és középvállalkozások súlya Magyarországon és az Európai Unióban

Az Európai Bizottság kis- és középvállalkozási stratégiájához és a kisvállalkozói intézkedéscsomaghoz (*Small Business Act*) kapcsolódóan az Európai Unióban évente készítettek kis- és középvállalkozásokra vonatkozó teljesítményértékeléseket (*SME Performance Review*). A 2008. évi jelentés *Audretsch és szerzőtársai* [2009] alapján 2007-ben az európai unióbéli vállalkozások száma több mint 20 millió volt, amelyeknek csupán 0,2 százaléka nagyvállalat, átlagosan 1003 alkalmazottal. A komplementer halmazban az átlagos vállalatméret négy fő. Az összes vállalkozás 91,8 százaléka ugyanis mikrovállalkozás, átlagosan két alkalmazottal. A kisvállalkozásoknál (6,9 százalék) 19 fő, a közepeseknél (1,1 százalék) 100 fő az alkalmazottak átlagos létszáma.

A kis- és középvállalkozások összességében a munkahelyek 67 százalékát biztosítják az Európai Unióban, és a 2002–2007 közötti időszakban a 8,7 millió új munkahely 84 százaléka is ebben a szektorban jött létre. A kis- és középvállalkozások ennek ellenére csak a hozzáadott érték 58 százalékát hozták létre 2007-ben, vagyis termelékenységük alacsonyabb, mint a nagyvállalatoké. Létszám-kategóriák szerint a hozzáadott érték megoszlása nem változott 2002-höz képest. A jelentés szerint 2007-ben a mikrovállalkozások mutatták a legnagyobb beruházási hajlandóságot, de ez a megállapítás csak a régi tagországokra igaz. A jelenség magyarázatául az szolgálhat, hogy az új tagországokban a mikrovállalkozások jövedelmezősége nagyon alacsony volt 2007 előtt.

A magyarországi helyzet nem tér el lényegesen az európai uniós átlagtól. 2008-ban a nagyvállalkozások aránya 0,14 százalék volt, átlagosan 864 alkalmazottal. A kis- és kö-

² Az aszimmetrikus informáltság morális kockázatot is előidéz. Lehetséges például, hogy a vállalatvezető a hitelezőt becsapva nem az általa megnevezett célokra (a vállalkozás jövedelmezőségének növelésére) fordítja a kapott pénzt, hanem másra, ami miatt nem lesz képes azt visszafizetni. Ettől a lehetőségtől elemzésünkben egyelőre eltekintünk.

zép vállalkozások átlagos mérete ezzel szemben három fő. A mikrovállalkozások az összes vállalat 95 százalékát adják, átlagosan két alkalmazottal. A kisvállalkozások 4,13 százalékot (átlagosan 20 fő), a közepesek 0,74 százalékot (átlagosan 99 fő) tesznek ki. A létszám-kategóriák szerinti megoszlás az európai átlaghoz hasonlóan alig mutatott változást 2004–2008 között (1. táblázat).

1. táblázat

A működő vállalkozások megoszlásának alakulása Magyarországon, 2004–2008 (százalék)

Méret (fő)	2004	2005	2006	2007	2008
1–4	89,50	89,27	89,05	89,19	89,36
5–9	5,59	5,72	5,89	5,81	5,64
10–19	2,57	2,63	2,73	2,68	2,69
20–49	1,50	1,53	1,48	1,45	1,44
50–249	0,71	0,70	0,72	0,74	0,74
Mikro-, kis- és középvállalkozás összesen	99,87	99,87	99,87	99,87	99,86
250 és felette	0,13	0,13	0,13	0,13	0,14

Forrás: KSH (http://portal.ksh.hu/pls/ksh/docs/hun/xstadat/xstadat_eves/i_qpg001.html).

Ami a foglalkoztatást illeti, Magyarországon a kis- és középvállalatok 2007-ben az összes munkahely 72,8 százalékát biztosították, ez az arány valamivel magasabb, mint a 27 EU-tagország átlaga. A mikrovállalkozások szerepe is valamivel nagyobb, mint az EU-ban, ugyanis ez a kör foglalkoztatja az összes munkavállaló 37,1 százalékát. A foglalkoztatási arányok szintén időben állandónak tűnnek (2. táblázat).

2. táblázat

A foglalkoztatottak számának alakulása Magyarországon létszám-kategóriák szerint, 2004–2007

Méret (fő)	2004	2005	2006	2007
1	16,9	16,0	15,8	16,0
2–9	21,0	21,6	21,4	21,1
10–49	18,6	19,0	18,9	18,9
50–249	16,5	16,6	16,9	16,8
Mikro-, kis- és középvállalkozás összesen	73,0	73,2	73,0	72,8
250 és felette	27,0	26,8	27,0	27,2

Forrás: KSH (<http://statinfo.ksh.hu/Statinfo/haViewer.jsp> és <http://statinfo.ksh.hu/Statinfo/theme-Selector.jsp?page=2&szst=QTA>).

Hozzáadott érték tekintetében a hazai kis- és középvállalkozások is elmaradnak a nagyvállalatoktól. A mikrovállalkozások 18,8 százalékot, a kisvállalkozások 17 százalékot, a közepesek 19,6 százalékot képviselnek, vagyis az összes hozzáadott érték 55,4 százalékát hozták létre 2007-ben a nagyvállalatok 44,6 százalékával szemben. Létszám-kategóriák szerint a hozzáadott érték megoszlása 2004 óta kismértékű javulást mutat a kis- és középvállalkozások javára (3. táblázat).

Összességében azt mondhatjuk tehát, hogy a vállalkozások számát tekintve Magyarországon szinte kizárólag kis- és középvállalkozások működnek, és ezek is szinte csak mikrovállalkozások. Ennél azonban fontosabb, hogy jelentős szerepet töltenek be a foglalkoztatásban, az összes munkahely majdnem háromnegyedét adva. Utóbbi ténnyel kapcsolatban azonban kérdéses, hogy pozitívan vagy negatívan értékelhetjük-e, mert bár az új munkahelyek létrehozása a gazdaságpolitika céljai között szerepelhet, az ada-

3. táblázat

A hozzáadott érték megoszlása Magyarországon létszám-kategóriák szerint, 2004–2007 (százalék)

Méret (fő)	2004	2005	2006	2007
1	6,0	6,5	6,0	6,1
2–9	10,9	11,9	12,4	12,7
10–49	16,4	16,3	16,6	17,0
50–249	18,7	18,7	20,0	19,6
Mikro-, kis- és középvállalkozás összesen	52,0	53,4	55,0	55,4
250 és felette	48,0	46,6	45,0	44,6

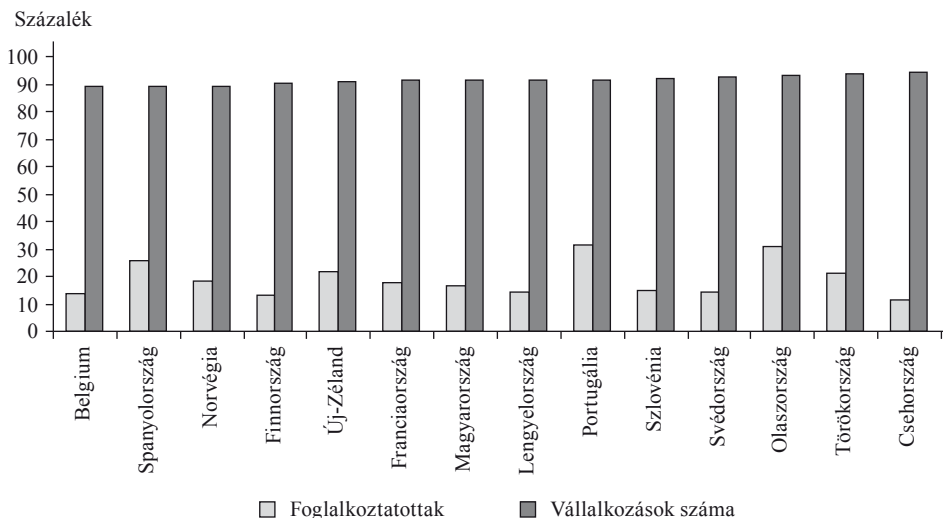
Forrás: KSH (<http://statinfo.ksh.hu/Statinfo/haViewer.jsp> és <http://statinfo.ksh.hu/Statinfo/theme-Selector.jsp?page=2&szst=QTA>).

tok alapján úgy tűnik, hogy ezek éppen az alacsonyabb termelékenyséű munkahelyeket jelentik, hiszen a foglalkoztatottak 72,8 százaléka az összes hozzáadott értéknek csak 55,4 százalékát állítja elő.

A vállalkozások méretét és gazdaságban betöltött szerepét vizsgálva, több szerző is felhívja a figyelmet, mennyire hasonlóak nemzetközi összehasonlításban a vállalkozások létszám-kategóriák szerinti számának és foglalkoztatottságának arányai, átlagos méretük, jövedelmezőségük, méret szerinti eloszlásuk és demográfiai adataik (lásd például *Cabral* [2007], *Bartelsman és szerzőtársai* [2003], *Cabral–Mata* [2003]). Amint azt az 1. ábra is szemlélteti, az európai országok széles köre rendelkezik a magyarországihoz nagyon hasonló arányokkal a 20 főnél kevesebbet foglalkoztató (mikro- és kis-) vállalkozások tekintetében is. A kis- és középvállalkozások hazai gazdasági szerepe és jelentősége tehát nem különbözik szignifikánsan a más európai országokban tapasztalttól.

1. ábra

A húsz főnél kevesebbet foglalkoztató feldolgozóipari vállalkozások az összes vállalkozás és az összes foglalkoztatott arányában, 2007*



* Norvégia, Törökország adatai 2006-ra vonatkoznak.

Forrás: OECD [2010].

A kis- és középvállalkozások életpályájának alakulása

A magyarországi kis- és középvállalkozások demográfiájáról a KSH és az Eurostat révén rendelkezésre álló legfrissebb adatokat tekintve,³ azt tapasztaljuk, hogy a be- és kilépő vállalkozások aránya egy-egy százalékpontos különbségtől eltekintve majdnem megegyezik egymással, a vállalatok mozgásában mutatkozó évi 18–19,5 százalékos változás pedig szinte teljes mértékben a kisvállalkozásoknak köszönhető. Amint azt *Cabral* [2007] (67. o.) is kifejti, ezek a jelenségek az országok széles körében hasonlóan alakulnak, mint Magyarországon. Mivel a piacokon egyszerre történik be- és kilépés, a nettó belépés (a be- és kilépés különbsége) az összes belépésnek csak töredéke. A be- és kilépők aránya ráadásul erősen korrelál az egyes iparágakban: azokon a piacokon, ahol nagy a belépők aránya, általában a kilépők száma is magas.

Az induláskori méret felfogható a vállalkozó várakozásaival kapcsolatos jelzésként is. Mivel a nagyobb vállalatoknál hosszabb idő szükséges, hogy a kezdeti nehézségek megingassák a nagyobb profitvárakozásokat, ők a negatív jelzésekre csak később reagálnak a piacról való kilépéssel, így nemcsak a belépők között lesz magas a kisebb vállalkozások aránya (amit betudhatunk az alacsonyabb költségeknek vagy a finanszírozási korlátoknak), hanem a kilépők között is (*Mata–Portugal* [1994] 232. o.).

Nemzetközi összehasonlításban (az *Eurostat* [2010] 20 európai országra vonatkozó adatai alapján) a vállalkozások számában mutatkozó változás a középmezőnybe helyezi Magyarországot. A vizsgált országok közül 10 rendelkezett 20 százalék feletti értékekkel 2006-ban, ám az átlagosan 20 százalék körüli vállalatmozgás szórása viszonylag nagy (7,67 százalék), tehát vannak jelentős különbségek az egyes országok között (Litvániában például 44,8 százalékos értéket találunk 2006-ban, míg Ausztriában ugyanez mindössze 13,8 százalék). Ha azonban a vállalkozások számának változását súlyoznánk a foglalkoztatottak számával, akkor nagyjából feleakkora vállalatmozgást kapnánk minden országban (*Cabral* [2007] 68. o.), ami arra utal, hogy a be- és kilépők jóval kisebbek a bent maradó vállalkozásoknál. *Cable–Schwalbach* [1991] adatai alapján pedig nyolc vizsgált ország közül hat esetében a belépők mérete kevesebb, mint negyede a már piacon lévőkének.

Természetesen az új vállalatok számának növekedése semmit nem mond azok életképességéről, a piacra be- és kilépők száma mellett ezért fontos a vállalatok túlélési arányainak ismerete is. A legfrissebb magyarországi adat a 2003-ban újnak minősülő vállalkozások 2008-ig tartó életpályájára vonatkozik. Azoknak a vállalkozásoknak, amelyek 2003-ban kezdték tevékenységüket, 43,7 százaléka számított működőnek 2008-ban. Ugyanez a mutató 2005–2007-ben (tehát a 2000–2002-ben indult vállalkozások esetében) 48–49 százalék körül alakult, a 2008. évi arány így visszaesésnek számít a korábbi évekhez képest (*KSH* [2010]). Az ötéves túlélési ráta a társas vállalkozások között a korlátolt felelősségű társaságoknál a legmagasabb, 54,5 százalékos, a részvénytársaságoknál pedig a legalacsonyabb: 47,2 százalékos, de még ez is jóval magasabb az egyéni vállalkozások túlélési arányánál, amely csupán 36,5 százalékos. A túlélők aránya 2003-tól 2008-ig nagyjából egyenletes, évi 10 százalékpont körüli lemorzsolódást mutat.

A magyarországi túlélési arány európai összehasonlításban nem számít magasnak. Az Eurostat ötéves túlélési rátákat tesz közzé, amelyek közül a legfrissebb a 2007. évi, ami azt mutatja, hogy a 2002-ben indult, ipar és szolgáltatások területén tevékenykedő vállalkozások hány százaléka működött 2007-ben. A legtöbb országban az ötéves túlélési ráta nem mutatott nagyobb ingadozást 2005–2007 között. A magyarországi érték 46 százalék körül mozgott (4. táblázat), míg például Svédországban vagy Szlovéniában átlagosan 64 százalékos volt,

³ A működő és az új vállalkozások tekintetében a 2008. évi legfrissebb adatok, míg a megszűnt vállalkozások esetében a 2007. évi.

és a vizsgált országok⁴ felénél átlagosan 50 százalék feletti érték adódott. A 2007. évi ráta tekintetében Magyarország 13-ból a 9. helyen áll. Vagyis annak ellenére, hogy a vállalatmozgás (a keletkezések és a megszűnések összege) más országokkal összehasonlítva átlagosnak mondható, a középtávú túlélési esélyek alacsonyabbak, mint máshol Európában.

Általában véve, a túlélési esélyek függnék a vállalkozás méretétől és korától: a nemzetközi empirikus adatok alapján minél nagyobb és régebbi egy vállalat, annál valószínűbb, hogy fenn tud maradni (Cabral [2007] 68. o.).

4. táblázat

Vállalkozások ötéves túlélési rátája néhány európai országban (ipar és szolgáltatások, százalék)

Ország	2007	2006	2005
Svédország	64,28	64,58	64,43
Szlovénia	62,89	65,60	63,79
Románia	55,73	49,59	47,08
Spanyolország	53,33	53,08	51,68
Olaszország	52,99	55,32	55,12
Litvánia	50,79	55,87	47,01
Luxemburg	50,52	51,99	52,31
Hollandia	48,62	51,11	53,61
Magyarország	46,32	45,98	46,25
Egyesült Királyság	43,91	42,35	43,91
Szlovákia	42,57	44,34	53,81
Lettország	37,86	55,72	50,97
Csehország	37,23	41,58	:
Észtország	:	51,42	44,47
Finnország	:	47,17	48,39

Forrás: Eurostat [2010].

Mata–Portugal [1994] számításai szerint a piacról való kilépés valószínűsége Portugáliában a vállalkozás első évében 19 százalék, ami a következő három évben 14, 12, majd 11 százalékra csökken. A méretet is figyelembe véve, az egy vagy két fővel induló vállalkozások 30 százaléka szűnik meg az első évben, míg a legalább 100 fővel alapított vállalatoknak csak kevesebb mint 5 százaléka. Négy évvel az indulás után a minta legkisebb vállalatának kevesebb mint a fele működik, a legnagyobb vállalatoknak viszont a háromnegyede. Az egy százalékkal nagyobb induláskori méret pedig *ceteris paribus* 0,19 százalékkal csökkenti a megszűnés valószínűségét (*Mata–Portugal* [1994] 238. o.). A kapcsolat azonban nem csak az induláskor áll fenn: a túlélési esélyek a méret arányában monoton nőnek.

Evans [1987] az Egyesült Államokra végzett hasonló számításokat, amelyek szerint a vállalkozás méretének és korának 1-1 százalékos növekedése ötéves időtávon 7, illetve 13 százalékkal növeli a túlélés esélyét.

A vállalatok keletkezésének és megszűnésének dinamikáját és az országok közötti széles körű hasonlóságokat magyarázza a *Jovanovic* [1982]-ben szereplő modell. Ebben a vállalatok hatékonysága eltérő (mások a költségviszonyaik), és belépés előtt nincs pontos információjuk a saját hatékonyságukról. Ezért csak piacra lépésük után hozzájuk érkező

⁴ Az Eurostat az összes európai uniós államról és az EFTA-tagországookról gyűjt adatokat, de ezek nem minden ország esetében állnak rendelkezésre, és nem minden évben.

piaci jelzésekből tudnak relatív hatékonyságukra következtetni. Az idő múlásával ezek az információik egyre pontosabbakká válnak. Az a vállalat, amelyik negatív jelzéseket kap, és várakozásai nem javulnak, csökkenti a termelését, és kilép a piacról. Azok pedig, amelyek pozitív jelzéseket kapnak (magas a relatív hatékonyságuk), a piacon maradnak, és általában növelik a termelésüket. Így a ki- és belépések a magáninformációktól függően szimultán történnek.

Mivel a hatékony vállalatok maradnak bent, a verseny miatt ezek többet értékesítenek, mint amelyek ki- és belépnek, azaz a belépők kezdeti mérete a tapasztalatoknak megfelelően kisebb, mint a már piacon lévőké. A belépőknek egyúttal gyorsabban is kell növekedniük, mint a piacon lévőknek, ha fenn akarnak maradni (*Bechetti–Trovato* [2002] 292. o., *Jovanovic* [1982], *Gerovski* [1995]), ami egybevégg azzal a tapasztalattal, hogy a kisebb vállalkozások növekedési üteme magasabb (erre a későbbiekben még visszatérünk). Utóbbi jelenség magyarázható azzal is, hogy mivel a kisméretű belépők nagyobb valószínűséggel szűnnek meg, nekik inkább érdemes fokozatosan beruházni, így belépéskor magasabb növekedési ütemre számíthatnak, mint a nagyobb méretű belépők (*Cabral* [2007] 79. o.).

A magyar vállalkozások növekedési ütemeiről kevés adat áll rendelkezésre. A magán- és az állami tulajdonban lévő vállalkozások összehasonlításához *Konings* [1997], valamint *Bilsen–Konings* [1998] két másik rendszerváltó ország – Románia és Bulgária – mellett Magyarországon is vizsgálta a foglalkoztatottak számával mért, vállalati szintű növekedési ütem alakulását.⁵ *Konings* [1997] (414. o.) számításai alapján 1990–1996 között a mintában szereplő magyar magánvállalkozások évi átlagos növekedési üteme 6,2 százalék volt. A szerző a növekedési ütemet több tényezővel (a vállalat mérete, kora, versenytársainak száma, nőtt-e a verseny az utóbbi négy évben a piacon, magán- vagy állami tulajdonban van-e) magyarázza azt az eredményt kapta, hogy a magánvállalkozások növekedési üteme szignifikánsan magasabb, mint az államiaké, ám a különbség annál kisebb, minél idősebb a vállalkozás. *Bilsen–Konings* [1998] modelljében ezzel szemben a tulajdonos (magán vagy állami) nem volt kimutatható hatással a növekedésre. A modell eredményei szerint 1994-ben a magyar magánvállalkozások átlagos növekedési üteme 3,9 százalék volt. Azt, hogy a román és bolgár vállalatokkal ellentétben a magyar esetben a tulajdon nem volt szignifikáns hatással a növekedésre, azzal magyarázzák a szerzők, hogy a rendszerváltás folyamata során egyre erősödő verseny nyomást gyakorolt a vállalatokra, ami eltüntette ezeket az eredetileg fennálló különbségeket. Mivel az adatfelvételek más gazdasági helyzetet (rendszerváltás utáni időszak) tükröznek, azokat legfeljebb tájékoztató jellegűnek tekinthetjük.

Ami a kockázati tőke és magántőke magyarországi piacát illeti, a befektetések éves összértéke alapján a hazai piac a környező országokkal összehasonlítva nem nevezhető elmaradottnak. Magyarországon 2007-ben a GDP 0,478 százalékának megfelelő befektetés történt, ami Németország (0,437 százalék), Norvégia (0,543 százalék), Svájc (0,421 százalék) és Spanyolország (0,403 százalék) értékeihez áll legközelebb, és jóval magasabb, mint Csehországban vagy Lengyelországban (*Karsai* [2009a] 106. o.). Egy magyarországi felmérés szerint ugyanakkor a magyar kockázati-tőke-piac legnagyobb problémája a magvető tőke hiánya és az üzleti ajánlatok alacsony száma, ami miatt az innovatív kis cégek nehezen találnak befektetőt (*Andrási és szerzőtársai* [2009] 59. o.). Az adatok azt mutatják, hogy az elmúlt években a befektetett összegeknek csak kis hányadát investálták korai (magvető és induló) életszakaszban lévő kis- és középvállalkozásokba. 1989–2007 között összesen 360 cégbe fektettek kockázati és magántőkét, e cégek nagyjából egyharmada

⁵ A legtöbb tanulmány a foglalkoztatottak számának változásával méri a növekedést, de meg kell jegyezni, hogy – mivel a munkavállalók száma diszkrét mennyiség, a létszám változtatása pedig költséges – az így számított növekedési ütemek jóval alacsonyabbak, mint amit akkor kapnánk, ha az eszközállomány vagy az árbevétel változásával mérnénk a növekedést.

volt induló vagy korai fázisban, ám a befektetések értékét tekintve az induló vagy korai fázisú vállalatok részesedése mindössze 4,65 százalék volt. 2002–2006 között ez az arány 2 százalékra csökkent szemben az Európai Unió 8,1 százalékával (*Karsai [2009a]* 109. o.), 2008-ban 0,4 százalékával (2 millió euró) (*Karsai [2009b]* 3. o.) és 2009-ben 0,7 százalékával (1,6 millió euró) szemben (*Karsai [2010]* 9. o.).

A kis- és középvállalkozások foglalkoztatásban betöltött szerepe és magas be- és kilépési arányaik arra készíthetik a politikusokat, hogy megmentsek őket a megszűnéstől. Így átmeneti segítséggel rövid távon néhány munkahely megmaradhat, hosszú távon viszont megakadályozzák, hogy egy hatékonyabb és életképesebb vállalkozás lépjen a megszűnő helyére, az erőforrások nem hatékony elosztása pedig az egész társadalom számára költséges. A magas be- és kilépési arányok a természetes piaci kiválasztódási folyamat részei lehetnek, és mivel a „kísérletezés” költsége egy kisebb vállalat létrehozásakor alacsonyabb, logikus, hogy ezek nagyobb arányban lépnek be és ki a piacokról (*Cabral [2007]* 84. o.).

Közgazdasági értelemben akkor tekinthetjük indokoltnak az állami beavatkozást, ha valamilyen piaci tökéletlenség kijavítására irányul (a versengés pedig nyilván nem az). A tőkepiacokkal kapcsolatos érvelés során beláttuk, hogy az aszimmetrikus informáltság jelenléte kiszoríthatja a kisebb vállalkozásokat a külső finanszírozási források piacáról. Ezért az ilyen típusú piaci tökéletlenségek felszámolása érdekében indokolt lehet beavatkozni. A Magyarországon is beindított, európai kezdeményezésű Jeremie-program nem ütközik e szemponttal, mivel vissza nem térítendő támogatások nyújtása helyett a finanszírozási források piacát próbálja céltoltan élénkíteni a kisebb vállalkozások javára, többek között mikrohitel, garanciaeszközök és kockázatitőke-befektetések révén.⁶ A kezdeményezés egyik előnye, hogy a megvalósításban közreműködő pénzügyi közvetítőknek a pályázaton saját erőt is kell biztosítaniuk. A saját források bevonása segít csökkenteni az ügynöki viszony révén jelentkező morális kockázatot, és körültekintőbb kihelyezési gyakorlat folytatására ösztönzi a pénzügyi közvetítőket. A másik előnye, hogy a közvetítők által visszafizetett források újra felhasználhatók a kis- és középvállalatok finanszírozására.

Arra vonatkozóan, hogy a közvetlen, vissza nem térítendő támogatás növelné egy vállalat teljesítményét, egyébként sem áll rendelkezésre elégséges bizonyíték. Skóciai kisvállalkozások tulajdonos-vezetői körében végzett öt éves paneladat-vizsgálatból kiderült, hogy az induláskor a vállalkozások 78 százaléka kapott valamilyen támogatást (*Reid [2003]* 276. o.). A következő években a támogatottak aránya jelentősen csökkent (15–20 százalékra), az átlagos támogatási összeg pedig nőtt (75, illetve 60 százalékkal a második és harmadik évben). Ennek ellenére a megkérdezett vállalkozók 43 százaléka a támogatást négyfokozatú skálán (nem fontos–hasznos–fontos–elengedhetetlen) értékelve azt mindössze „hasznosnak” találta. Azaz úgy tűnik, a vállalkozók maguk sem a közvetlen támogatást tartják a legszükségesebb beavatkozási formának.

A kis- és középvállalkozások növekedését meghatározó tényezők

A vállalkozások növekedésének elméleti és empirikus kutatására egyaránt nagy hatással volt *Gibrat [1931]* írása, amely abból indult ki, hogy a vállalatok növekedése nem egyenletes folyamat. Gibrat elméletének lényege két állításban foglalható össze: 1. egy vállalat

⁶ A kormány 2007. december 10-én fogadta el A kis- és középvállalkozások fejlesztésének stratégiája 2007–2013 című dokumentumot, amelynek céljai között szerepel a finanszírozási források bővítése. A 2011-ben induló Új Széchenyi Terv vállalkozásfejlesztési programja átalakította a korábbi konstrukciókat, például megjelent a kombinált mikrohitel, amely a hitel és a vissza nem térítendő támogatás ötvöze (http://ujszecsenyiterv.gov.hu/uj_szecsenyi_terv, letöltve 2011. január 20.).

növekedési üteme független az aktuális méretétől, és 2. adott iparágon belül minden vállalat (méretétől függetlenül) egyenlő valószínűséggel érhet el egy adott növekedési ütemet. Vagyis az elmélet szerint az iparági sajátosságokat leszámítva a várható növekedési ütemet más tényező nem befolyásolja. Ez a két, egymással összefüggő állítás később Gibrat törvényként vált ismertté. Számos kutató épített Gibrat elméletére. Eleinte csak a vállalatméret és a növekedés közötti kapcsolatra koncentráltak, később más tényezőket is megpróbáltak figyelembe venni, amelyek a növekedés magyarázóit lehetnek.

Gibrat [1931] állításai nyomán nemcsak azt feltételezték, hogy a várható növekedési ütem független a vállalat méretétől, hanem azt is, hogy a vállalatméret eloszlása stabil, időben nem változik, és közelítően lognormális. *Cabral–Mata* [2003] azonban felhívják a figyelmet, hogy az első empirikus tanulmányok után, amelyek eredményei még a lognormális eloszlás hipotézisét erősítették, az újabb vizsgálatok szerint (melyek részletesebb adatbázisok felhasználásával készültek) a vállalatméret eloszlása időben változik, és különbözhet a lognormálistól. E változás elemzéséhez a szerzőpáros olyan elméleti modellt épített a finanszírozási korlátok figyelembevételével, amely képes megmagyarázni a gyakorlatban megfigyelt jelenségeket.

A szerzőpáros két, portugál vállalatokból álló mintán vizsgálta a vállalatméret eloszlását (a munkavállalók létszámának logaritmusában mérve). Az egyik adatbázisban csak olyan nagyobb vállalatok szerepeltek, amelyeknek nyilvánosan közzé kell tenniük beszámolóikat, a másikban pedig olyanok, amelyek fizetett munkaerőt alkalmaznak (tehát sokkal több és kisebb vállalatok is). Az adatok alapján a szerzőpáros megállapította, hogy a nagyobb vállalatok eloszlása valóban közel lognormális, de ha a teljes mintát figyelembe vesszük, akkor az eloszlás jobbra ferde, és időben alig változik (1983-ban például szinte pontosan ugyanolyan volt, mint 1991-ben). A portugál eloszlás ráadásul nemzetközi összehasonlításban sem tér el a többi országtól (uo. 1084. o.), sőt leginkább az Egyesült Államokéra hasonlít, amelyről pedig igen eltérő mérete alapján azt gondolhatnánk, hogy vállalatstruktúrája is különböző.

Ha korcsoportonként tekintjük a vállalatokat, akkor látható, hogy minél fiatalabb kohorszról van szó, annál inkább jobbra ferde a méret szerinti eloszlás. Az egy kohorszba tartozó vállalatok méretének logaritmusára tehát erősen jobbra ferde eloszlást mutat a vállalatok alapításakor, de idővel szimmetrikusabbá válik, és az eloszlás a lognormálishoz konvergál, amint az a 2. ábrán is látható. Figyelemre méltó tény azonban, hogy még a 30 évesnél idősebb vállalkozások csoportjának eloszlása sem tekinthető szimmetrikusnak (uo. 1078. o.).

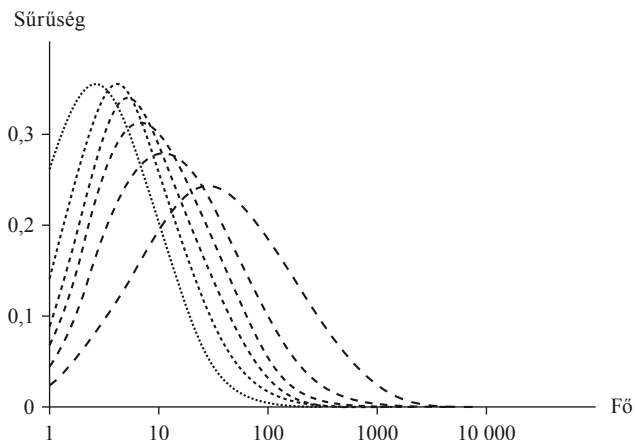
Az összes vállalat méretének eloszlása, szemben a korcsoportonkénti eloszlással, időben viszonylag stabil és csak kissé ferde jobbra. A szerzőpáros egyike egy későbbi tanulmányában arra is felhívja a figyelmet, hogy mennyire kis különbségek tapasztalhatók az országok között az eloszlások és azok változásainak tekintetében is (*Cabral* [2007] 70. o.). A 2. ábrán látható evolúció nem portugál sajátosság, hasonló jelenséget figyeltek meg Olaszországban és Írországban is (*Barrios és szerzőtársai* [2005]).

A jelenség egyik lehetséges magyarázata a szelekció: a kisebb vállalkozások nagyobb arányban lépnek ki a piacokról, így a születéskor még nagyon sok kisvállalat működik (nagyon ferde az eloszlás), de az idő előrehaladtával ezek nagyobb arányban szűnnek meg, és az eloszlás ferdesége csökken. Az adatok alapján a Cabral–Mata-szerzőpáros elutasítja ezt a magyarázatot, mivel az adott évben indult összes vállalkozás és az ugyanebben az évben indult, hét év múlva is működő (túlélő) vállalkozások eloszlása között alig találtak különbséget (*Cabral–Mata* [2003] 1079. o.). Az eloszlás időbeli változásának tehát csak nagyon kis része tulajdonítható a szelekciónak.

A szerzőpáros ezért más magyarázatot kívánt adni a jelenségre, méghozzá a finanszírozási korlátok segítségével. Feltételezésük szerint a kisebb vállalatok egy része azért kicsi, mert ez a hatékony méretük (így ezek később is kicsik maradnak), egy másik

2. ábra

A vállalatméret eloszlása korcsoportonként (a munkavállalók létszámában mérve)



Megjegyzés: a hosszabb szaggatott vonalak idősebb korcsoportot jelölnek.

Forrás: Quadros do Pessoal adatbázis, Portugália (Cabral–Mata [2003] 1078. o.).

részük viszont a pénzügyi korlátok miatt nem növekszik. Utóbbiak csak a vállalat későbbi életszakaszában képesek elérni az optimális méretüket, amikor a korlátok már nem annyira megszorítóak.

A szerzőpáros olyan modell segítségével próbálja magyarázni a vállalatok eloszlásának változását, amelyben a vállalkozó indulóvagyonra (az erőforrásaiból kiépíthető maximális kapacitás) és az optimális vállalatméret minimuma adja a kezdeti vállalatméretet. Ha a vállalkozó nem tud elég forrást szerezni az optimális méret kiépítéséhez (finanszírozási korlátokba ütközik), a vállalkozás átmenetileg kicsi marad, és csak később kezd növekedni. A modellt 515 vállalatból álló mintán is tesztelték, amelyben a vállalkozó indulóvagyonát (a finanszírozási korlátokat) a vállalkozó iskolai végzettségének és életkorának figyelembevételével próbálták megragadni. Az életkor jelezheti egyrészt a finanszírozási korlátokat (az idősebb vállalkozók kiterjedtebb ismeretségi körrel rendelkeznek, és élettapasztalatuk révén is könnyebben tudnak pénzt szerezni a vállalkozáshoz), másrészt a vállalkozói tehetséget, képességeket is (ez esetben az életkor hatása a vállalkozás méretére az idő múlásával is megmarad).

Az eredmények alapján az iskolai végzettség szignifikánsan befolyásolja a vállalkozás méretét, és ez a hatás a későbbi időpontokban is kimutatható, vagyis a végzettség egyfajta jelzés a hatékonyságról. A vállalkozó kora ugyanakkor csak az induláskor játszik szerepet, később ez a hatás eltűnik. A modell szerint egy adott évben az alapításkor legfiatalabb (34 év alatti) vállalkozók cégei átlagosan 30 százalékkal voltak kisebbek az induláskor, mint a legidősebb (50 év feletti) vállalkozóké (Cabral–Mata [2003] 1082. o.). Úgy tűnik tehát, hogy az életkor nem a vállalkozói tapasztalat mércéje. Hatása az idő múlásával kimutathatatlaná válik, és valószínűleg átveszi a helyét a konkrét vállalkozásban szerzett, cégspecifikus tapasztalat, ami a vállalkozó korától függetlenül egyformán érvényesül. Emiatt jogosan feltételezhetjük, hogy az életkor sokkal inkább a finanszírozási forrásokhoz való hozzáférés meghatározója.

Cabral–Mata [2003] ezek alapján úgy kalibrálták modelljüket, hogy az abból kapott eloszlás illeszkedjen a tényleges, 1984. évi eloszláshoz. A modell alapján kiszámítható, milyen valószínűséggel ütközik finanszírozási korlátokba egy vállalkozó. Míg a 30 évesen

vállalatot alapítóknál erre 87 százalék az esély, 60 éves korra ez a valószínűség a felére, 44 százalékra csökken. És míg egy finanszírozási korlátokkal küszködő 30 éves vállalkozó saját erőforrásaiból átlagosan 4,2 fős céget tud alapítani, 60 évesen várhatóan négyszer ekkora, 16,6 fős kapacitással rendelkezik. 30 év elteltével tehát nemcsak feleannyi vállalkozó ütközik pénzügyi korlátokba, de ezek a korlátok egyúttal négyszer több foglalkoztatottat engednek meg, mint fiatalabb korban.

Cabral–Mata [2003] modelljéhez hasonlóan *Cooley–Quadrini* [2001] is a finanszírozási korlátok beépítésével magyarázza, hogy – a vállalkozás korát kontrollváltozóként bevonva – a vállalatméret negatív kapcsolatban áll a növekedéssel, valamint hogy – a vállalkozás méretét kontrollváltozóként bevonva – a kor is negatív kapcsolatban áll a növekedéssel.

Az újabb empirikus kutatások már nemcsak a vállalat méretét tekintik a növekedés meghatározójának, hanem más tényezőket is figyelembe vesznek, mint amilyenek a vállalkozás kora, a kutatás-fejlesztés intenzitása, a belső és külső finanszírozási források, az exportpiacokhoz való hozzáférés, a jövedelmezőség, az iparág, amelyben a vállalat működik, vagy a tulajdonosi szerkezet (a kisvállalkozások esetében a vállalat vezetője általában maga a tulajdonos).

Fagiolo–Luzzi [2006] arra figyelmeztet, hogy óvatosan kezeljük a vállalatok növekedésével kapcsolatos empirikus kutatásokat, mivel ezeket a vizsgálatokat általában több szektor összevont adatain végzik, ami a Gibrat-törvényhez hasonló statisztikai szabályszerűségek megjelenéséhez vezethet.

A hatás ellenére ugyanakkor *Fotopoulos–Louri* [2004] egy görög vállalkozásokból (nem csak kis- és középvállalatokból) álló mintán a vállalatok növekedési ütemétől függetlenül elutasította a Gibrat-törvény érvényességét. A cash flow növekedésre gyakorolt hatását vizsgálva pedig azt állapították meg, hogy a nagyon alacsony (alsó 10 százalék) és a nagyon magas (felső 10 százalék) növekedési ütemű vállalatok esetében a cash flow nincs szignifikáns hatással a növekedésre, míg a többi vállalat (az eloszlás középső része) esetében a hatás pozitívnak bizonyult.

Audretsch és szerzőtársai [2004] arra mutattak rá, hogy a kisebb és a nagyobb vállalatok növekedése mögött eltérő motivációk állnak. A kisvállalatoknak a túléléshez el kell érniük a hatékony méret minimumát, vagyis a méretgazdaságosság erős mozgatórugó a hatékony méret minimumánál kisebb vállalkozások számára. És mivel a nagyon kis vállalkozások mérete sokszor nem optimális, kiugró növekedési ütemre lehetnek képesek, ha törekszenek arra, hogy elérjék a termelés hatékony méretének minimumát.

A kutatás-fejlesztési tevékenységet illetően a vélemények megoszlanak arra vonatkozóan, hogy az intenzív kutatás-fejlesztés növeli vagy csökkenti a kisvállalkozások növekedését. Ha egy iparágban nagy összegeket költenek kutatás-fejlesztésre, az belépési korlátot jelenthet az új vállalkozások szempontjából, így a már piacon lévő, intenzív kutatás-fejlesztést végző vállalatok növekedése könnyebb lehet. A kutatás-fejlesztés segítheti a kisvállalkozások növekedését, mivel hozzájárulhat a tevékenységük jobb diverzifikálásához (*Montgomery* [1994]), javíthatja az együttműködésüket más vállalatokkal, hozzájárulhat, hogy piaci réseket találjanak, és növelheti a szervezet rugalmasságát, amivel könnyebben tudnak alkalmazkodni a váratlan piaci eseményekhez (*Serrasqueiro és szerzőtársai* [2010] 1075. o.). A kutatás-fejlesztés ugyanakkor hátráltathatja is a növekedést, mivel kockázatos tevékenység, amely egyúttal jelentős forrásokat igényel, amelyek felémészthetik a növekedési lehetőségeket. A befektetés pedig általában lassan térül meg, így rövid távon lassabb növekedéshez vezet.

A növekedést nagymértékben befolyásolhatja a finanszírozási forrásokhoz való hozzáférés is, különösen a kisvállalkozások esetében. Amint már utaltunk rá, a hitelezők és hitelt felvevők között fellépő információs aszimmetria piaci kudarcokhoz vezethet a fi-

nanszírozási források terén, ami a méretgazdaságosság problémájával kiegészülve hátrányosan érinti a kisvállalkozásokat. A külső forrásokhoz való hozzáférés nehézsége a belső források felértékelődéséhez vezet, mivel a vállalat csak így tudja finanszírozni a befektetéseit, és végső soron a növekedését. Ugyanakkor a vállalat a belső források felhasználásakor is ütközhet korlátokba.

A kis- és középvállalkozások finanszírozásának hatása a növekedésre – nemzetközi tapasztalatok

Láttuk, az alapvető tényezők – a méret–életkor–növekedés háromszög – figyelembevételén túl érdemes más tényezőket is megvizsgálni, ha a vállalatok növekedésének meghatározóit keressük. Ilyen tényező többek között a belső és külső finanszírozási források rendelkezésre állása. A következőkben finanszírozási típusok szerint tekintjük át a finanszírozás növekedésre gyakorolt hatásával kapcsolatos újabb empirikus kutatások eredményeit.

Belső finanszírozási források

Fagiolo–Luzzi [2006] kifejezetten a likviditási korlátok növekedésre gyakorolt hatását vizsgálta. A korlátozott likviditású vállalatok nehezebben képesek befektetéseiket finanszírozni, ami lassíthatja a növekedést, és csökkentheti a túlélés valószínűségét. A kisebb és fiatalabb vállalatok hajlanak arra, hogy többet fektessenek be, de befektetéseik érzékenyebbek a likviditási korlátokra (*Fazzari és szerzőtársai* [1988]). A vállalat mérete és kora ugyanakkor pozitívan befolyásolhatja a külső forrásokhoz való hozzáférést, ami enyhítheti ezeket a korlátokat. *Fagiolo–Luzzi* [2006] egy egymillió eurónál nagyobb árbevételű olasz vállalatokból álló mintát vizsgált 1995 és 2000 között. A szerzőpáros a likviditási korlátokat a cash flow/árbevétel mutatóval mérve,⁷ arra az eredményre jutott, hogy ha kontrollváltozóként bevonjuk a vállalkozás méretét, a likviditási korlátok szignifikánsan negatívan hatnak a növekedésre. A kisebb és fiatalabb vállalkozások pedig akkor is gyorsabban nőnek, ha a likviditási korlátok hatását is figyelembe vesszük. A korlátozottabb likviditású vállalatok ráadásul nemcsak lassabban nőnek, hanem növekedésük nagyobb volatilitást is mutat.

Serrasqueiro és szerzőtársai [2010] a Gibrat-törvény empirikus tesztelése mellett regressziókkal vizsgálta a növekedés lehetséges meghatározóit, kitérve a növekedés és annak tényezői között esetlegesen fennálló nemlineáris összefüggésekre is. A tanulmány a portugál kis- és középvállalkozások helyzetét követte nyomon 1999 és 2006 között. A vállalatok túlélési valószínűségét elemezve, a szerzők megállapították, hogy a vállalkozás mérete, életkora és előző időszakban tapasztalt növekedése, a kutatás-fejlesztés intenzitása, valamint a cash flow mind pozitívan befolyásolják a portugál kis- és középvállalkozások túlélési esélyeit, az adósságállomány ugyanakkor nincs rá szignifikáns hatással. A lehetséges nemlineáris összefüggések feltárására külön vizsgálatot végeztek a növekedés eltérő szintjei szerint. Az életkor hatása a növekedésre nem bizonyult szignifikánsnak az első kvartilisben, ahol a vállalatok növekedési üteme negatív volt, de a pozitív növekedési ütemű vállalatok esetében a hatás negatívnak bizonyult (minél régebbi egy vállalat, annál

⁷ Azok a vállalatok, amelyek cash flow/árbevétel mutatója magas, egyrészt nagyobb valószínűséggel képesek belső forrásokból finanszírozni a befektetéseiket, másrészt az információs aszimmetria miatt a mutató szűrőként is szolgálhat, ami miatt ezek a vállalatok jobban hozzáférhetnek külső finanszírozási forrásokhoz (*Fagiolo–Luzzi* [2006] 6. o.).

kevésbé növekszik, ha növekszik egyáltalán). A kutatás-fejlesztés szerepe érdekesen alakult: a csökkenő méretű vállalatok esetében a hatás negatív, míg a növekvő vállalatoknál pozitív. A cash flow hatása a növekedés mértékétől függetlenül pozitív, de csökkenőnek, míg a hitelállomány hatása a vállalatok legalacsonyabb (negatív) növekedési ütemű 10 százaléka esetében negatív, a legnagyobb növekedési ütemű 25 százaléknál pedig pozitívnak bizonyult.

A belső finanszírozás (*cash flow*) tehát nemcsak a túlélési esélyeket növeli a portugál kis- és középvállalkozások esetében, hanem a növekedési ütemet is, különösen az alacsonyabb növekedési ütemű vállalatok esetében. Ugyanakkor a külső finanszírozásnak (hitelállomány) sem a lehetséges negatív (a visszafizetési kényszer csökkenti a növekedési lehetőségeket – *Fagiolo–Luzzi* [2006]), sem a lehetséges pozitív hatásai (a visszafizetési kényszer hatékonyabb erőforrás-felhasználáshoz vezet – *Baker–Nelson* [2005]) nem bizonyultak elég erősnek ahhoz, hogy egyértelműen befolyásolják a túlélési esélyeket. Amikor azonban a vállalkozások mérete csökken, a negatív hatások tűnnek erősebbnek, és minél nagyobb a vállalat növekedési üteme, annál jobban erősödnek a külső finanszírozás pozitív hatásai (annál fontosabbá válik a hitelállomány finanszírozó szerepe a hatékony méret minimumának elérésében). A belső finanszírozás hatása a portugál esetben azért is bizonyulhatott ilyen erősnek, mert a kis- és középvállalkozások külső forrásokhoz való hozzáférése korlátozott (*Serrasqueiro és szerzőtársai* [2010] 1097. o.). *Serrasqueiro és szerzőtársai* [2010] ezért a többek között azt javasolja a közpolitikai döntéshozók számára, hogy dolgozzanak ki speciális, kis- és középvállalkozásoknak szóló hitelkonstrukciókat Portugáliában, ami segíthetne a belső források szűkében lévő vállalkozásoknak, hogy gyorsabban érjék el a hatékony méret minimumát.

Külső finanszírozási források

Bechetti–Trovalo [2002] szintén amellett érvel, hogy a növekedés megfelelő magyarázatához ki kell lépni a korábban szokásos méret–életkor–növekedés háromszögből, és más tényezőket is figyelembe kell venni, a finanszírozási korlátok és a külföldi piacokhoz való hozzáférés ugyanis nagy hatással lehet a kis- és középvállalkozások növekedésére. A szerzőpáros olasz vállalkozásokat vizsgált egy kérdőíves felvétel három hulláma alapján (1989–1997 között). A mintába több mint ötezer vállalat került, amelyek tíz főnél többet foglalkoztatnak. Az eredmények szerint a túlélő vállalatok legkisebb 30 százaléknak 1995 és 1997 közötti, hároméves átlagos növekedési üteme 7 százalék volt, míg a legnagyobb 30 százalékra ugyanez a mutató csak 2 százalék. A legfiatalabb vállalkozások átlagos növekedési üteme pedig 8 százalékos, szemben a mintában szereplő legidősebb vállalatok 1 százalékos növekedésével (uo. 294. o.).

Ami a finanszírozás szerepét illeti, a több külső finanszírozási forrással rendelkező (nagyobb tőkeáttételű) vállalatok növekedési üteme jóval magasabb az alacsony tőkeáttételűekénél. A különbség háromszoros a 100 főnél kevesebbet foglalkoztató vállalatok körében, és 2,5-szeres az 50 főnél kevesebbet foglalkoztatóknál. Ez a jelentős különbség azonban hamis oksági viszonyt is takarhat. A tőkeáttétel és a vállalat kora, valamint a tőkeáttétel és a vállalatméret között ugyanis negatív korreláció áll fenn (–0,185 és –0,153 értékekkel). Vagyis elképzelhető, hogy a nagyobb tőkeáttételű vállalatok nem azért nőnek gyorsabban, mert több külső finanszírozási forráshoz férnek hozzá, hanem azért, mert ezek éppen a kisebb és fiatalabb vállalkozások, amelyek amúgy is gyorsabban növekednek (uo. 296. o.). Az oksági viszony tehát nem egyértelmű.⁸

⁸ A szerzők nem vizsgálták mélyebben ezt a kapcsolatot, de az is vitatható, hogy a 0,2 alatti korrelációs együtt-

A növekedésbeli különbségek kapcsán érdemes még megemlíteni, hogy *Bechetti–Trovato* [2002] tanulmányban azok a vállalatok, amelyek a vizsgált időszakban hitelt kívántak felvenni, de elutasították őket, az átlagosnál sokkal rosszabb növekedést (csökkenést) produkáltak, azok a cégek pedig, amelyeknek relatíve magasak voltak a kamatkiadásaik, jóval kevésbé (átlagosan 0 százalékosan) növekedtek a többiekhez képest. Amelyek viszont állami támogatású kedvezményes kölcsönben részesültek, magasabb növekedést mutattak (6 százalékot az átlagos 4 százalékkal szemben).

A szerzőpáros regresszió segítségével is vizsgálta az 1995 és 1997 közötti átlagos növekedési ütem és a lehetséges magyarázó változók (iparág, földrajzi elhelyezkedés, jövedelmezőség, a vállalat mérete és kora, tulajdonosi szerkezet, tőkeáttétel, volt-e elutasított hitelkérelme, kapott-e állami támogatással kedvezményes kölcsönt, exportál-e) közötti kapcsolatot.⁹ Elméleti kiindulópontul szolgált az, hogy az olasz gazdaság „bankközpontú”, abban az értelemben, hogy a kis- és középvállalkozások külső finanszírozásának elsődleges forrása a banki kölcsön. A tőzsdén jegyzett vállalatok aránya ugyanis alacsony, és az olyan intézményi befektetők szerepe is csekély, mint amilyenek például a nyugdíjalapok (uo. 297., 304. o.). Emiatt a szerzőpáros azzal a hipotézissel élt, hogy a kisvállalkozások lehetséges külső finanszírozási forrásainak változói – a tőkeáttétel, az állami támogatású kedvezményes kölcsön és az elutasított hitelkérelem – szignifikáns hatással vannak a növekedésre.

Az eredmények alapján a tőkeáttétel változója csak a legkisebb, 50 főnél kevesebbet foglalkoztató vállalatok esetében szignifikáns, de a három változó együtt minden vizsgált specifikációban kimutatható hatással van a növekedésre. Az adatok azt mutatják tehát, hogy a külső finanszírozási források befolyásolják a vállalatok növekedését Olaszországban. Ha csak a túlélő vállalkozásokat tekintjük, akkor a teljes minta vállalatai közül azok, amelyek kedvezményes kölcsönt kaptak, 1,5 százalékponttal nagyobb növekedési ütemet produkáltak, mint azok, amelyek nem kaptak. Az 50 főnél kevesebbet foglalkoztatókra (melyek az összes vállalat 64,6 százalékát teszik ki) ugyanez a különbség 4,3 százalékpontos. Azok a vállalatok pedig, amelyeknek a hitelkérelmét a vizsgált időszakban elutasították, a teljes mintát tekintve átlagosan 12,3 százalékponttal növekedtek kevésbé, mint a többiek.

Ha azonban csak a túlélő vállalkozásokat vizsgáljuk, akkor a mintánk torzíthat (például előfordulhat, hogy a kisebb vállalatok valójában nem nőnek gyorsabban, mint mások, csak sok megbukik közülük, ami miatt a túlélők közé már csak a „legjobbak” kerülnek, a valótól eltérítve az átlagos növekedési ütemet). Emiatt azokat a vállalkozásokat is célszerű figyelembe venni, amelyek a vizsgált időszak alatt szüntették meg működésüket. Az összes vállalatot tartalmazó mintában már nincs különbség a kedvezményes kölcsön hatásában az összes vállalat és a legkisebbek között. Mindkét esetben azok növekedése, akik kaptak ilyen kölcsönt, 3,5 százalékponttal nagyobb ütemű volt, mint azoké, amelyek nem kaptak. A hitelkérelem változóját tekintve pedig a teljes mintában átlagosan 7,7 százalékponttal volt alacsonyabb azoknak a vállalatoknak a növekedése, amelyeknek volt elutasított hitelkérelme a vizsgált időszakban. (Utóbbi jelenség kézenfekvő magyarázata, hogy a bankok jól választják meg, kinek adjanak hitelt.)

Érdemes még megjegyezni, hogy a 100 főnél többet foglalkoztató, legnagyobb vállalatokra a három közül egyik külső finanszírozással összefüggő változó sem lett szignifikáns. *Bechetti–Trovato* [2002] eredményeiből tehát azt a következtetést vonhatjuk le, hogy a növekedés mértéke nem véletlenszerű, de nem is csak a vállalat méretétől vagy korától függ. Többek között a külső finanszírozás vizsgált tényezői is szignifikánsan befolyásolják a növekedési ütemet, különösen az 50 főnél kevesebbet foglalkoztató kisvállalkozá-

hatókat nagyon magasnak kell tekintenünk.

⁹ A vállalatméret okozta esetleges nemlineáris összefüggések kiszűrésére a szerzőpáros nemcsak a teljes vállalati mintát vizsgálta, hanem külön-külön a 100 főnél többet és az 50 főnél kevesebbet foglalkoztatókat is.

soknál. Utóbbi vállalatípus az átlagosnál nagyobb növekedésre képes, de ezt a lehetőséget korlátozhatja, ha nem áll rendelkezésre megfelelő külső finanszírozási forrás.

Egyes kutatások kifejezetten a kockázati tőke-befektetések vállalati növekedésre gyakorolt hatását vizsgálták. Ez a fajta finanszírozás nemcsak közvetlenül járulhat hozzá a növekedéshez – azáltal, hogy feloldja a vállalat addigi korlátait –, hanem közvetetten is úgy, hogy a tulajdont szerző befektető beleszólhat a vállalat irányításába. Mivel az erre szakosodott befektetőknek komparatív előnye van az éppen induló vagy korai életszakaszban lévő vállalkozások lehetőségeinek értékelésében, és a kiválasztás után később is figyelemmel kísérik a vállalat tevékenységét, a kockázati tőke nagyobb mértékben növelheti egy vállalkozás növekedési ütemét, mint például a hitel valamilyen formája. A befektető által megszerzett ellenőrzési jogkör enyhíti a közte és a vállalkozó között fennálló morális kockázati probléma súlyát, és az általa nyújtott szolgáltatások (például tanácsadás) szintén segítenek növelni a cég hatékonyságát (Engel [2002] 5. o.). A kockázati tőke-befektetés így társadalmi szempontból is hasznos: elősegíti az erőforrások hatékony (legjövődélmezőbb területekre történő) allokációját nagyfokú bizonytalanság és információs aszimmetria körülményei között (Peneder [2010] 85. o.). A befektető szempontjából az információs problémák leküzdésének ára a projektek előzetes szűrésének, folyamatos nyomon követésének és a vállalatnak nyújtott szolgáltatásoknak a költsége.

Ha össze kívánjuk hasonlítani a kockázati tőkével és a más módokon finanszírozott vállalkozások teljesítményét, akkor fontos megjegyezni, hogy a befektetők által alkalmazott gondos kiválasztási mechanizmus torzítja a mintát, mivel eleve azok a vállalatok részesülnek ilyen tőkebefektetésben, amelyek kilátásai kedvezőbbek, vagyis feltehetően befektetők nélkül is az átlagosnál gyorsabban növekednének. Az empirikus vizsgálatoknál ezért törekedni kell ennek a szelektív torzításnak a kiküszöbölésére.

Engel [2002] a kockázati tőkének a vállalatok (foglalkoztatottak számában mért) éves átlagos növekedési ütemére gyakorolt hatását vizsgálta, különbséget téve csúcstechnológiai (*high-tech*) és nem csúcstechnológiai (*low-tech*) iparágak között. A mintában 1991 és 1998 között alapított német vállalkozások szerepeltek. Az eredmények alapján a csúcstechnológiai iparágakban az átlagos éves növekedési ütem a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások esetében 41,5 százalék, míg a többi vállalkozásnál 14,2 százalék volt. A hagyományos technológiájú iparágakban mindkét csoport rosszabbul teljesített, de a kockázati tőkés vállalkozások növekedése itt is gyorsabbnak bizonyult: 27,7 százalékos volt, szemben a többi vállalkozás 10,1 százalékával. A növekedési ütem mediánja utóbbi csoportban minden iparágban nulla volt, míg a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások esetében szignifikánsan pozitív. A kockázati tőkés cégek növekedésének ugyanakkor a szórása is nagyon magas volt, ami a projektek kockázatoságával magyarázható: ha sikeresek lesznek, sokat lehet rajtuk nyerni, de jelentős a bukás valószínűsége is.

Engel [2002] a növekedésre ható más tényezőket (vállalkozás mérete, kora, földrajzi elhelyezkedése, versenytársak jelenléte, kutatás-fejlesztési tevékenység intenzitása a közelben stb.) is bevonva a vizsgálatba, regressziók segítségével próbálta kimutatni a kockázati tőke finanszírozás hozzájárulását a vállalkozások növekedéséhez. Azt találta, hogy – a szelekció hatását kiszűrve – a kockázati tőkét felhasználó vállalkozások közül a csúcstechnológiai iparágakban 165 százalékponttal, míg a hagyományos technológiájú iparágakban 177 százalékponttal magasabb éves átlagos növekedési ütem tapasztalható a kockázati tőke nélkül működő vállalatokhoz képest. A kockázati tőke bevonása tehát szignifikánsan gyorsítja a vállalkozások növekedését. Engel hipotézisével ellentétben azonban a hatás nem bizonyult erősebbnek (szignifikánsan különbözőnek) a csúcstechnológiai iparágakban, mint a hagyományosakban (Engel [2002] 5. o.).

Engel–Keilbach [2007] ugyanebből a német adatbázisból az 1995 és 1998 között alapított vállalkozások mintáján végzett vizsgálatokat. Az alapításkori tulajdonságok és a

kockázati-tőke-bevonás hatását mérték az éves átlagos növekedési ütemre vonatkozóan. A foglalkoztatottak száma (amelyben a növekedést mérték) már az alapításkor szignifikánsan különböző volt: a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások átlagosan 7, a többi vállalkozás átlagosan 5,16 alkalmazottal indult. A megfelelő kontrollcsoportot kiválasztva és a két csoport növekedési ütemeit összehasonlítva, megállapítható, hogy a kockázati tőkét bevont vállalkozások évente átlagosan 32,6 százalékkal nőttek, míg a más módon finanszírozott vállalatok 15,7 százalékkal, tehát csupán feleolyan gyorsan. Ha a hatást szétbontjuk szektorok szerint, azt az érdekességet tapasztaljuk, hogy éppen a technológiaintenzív szolgáltatások területén nem tér el a két csoport növekedési üteme, szemben a feldolgozóiparral és más szolgáltatásokkal, ahol szignifikáns különbség mutatkozik.

Peneder [2010] ugyanezt a kérdést osztrák vállalkozások adatait felhasználva vizsgálta. Két adatbázisból vett mintát, az egyikben 1996 és 2004, a másikban 2002 és 2005 közötti cégszámokkal. A kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások csoportja mellé két lépcsőben választotta ki azt a kontrollcsoportot, amely egyéb, a növekedést befolyásoló paramétereiben (a vállalat kora, árbevétele, a foglalkoztatottak száma, hitelminősítése, milyen földrajzi piacon értékesít, a termék új-e a piacon vagy a vállalat számára, rendelkezik-e szabadalmakkal) nem különbözött szignifikánsan a kockázati tőkét bevont vállalatok csoportjától, csak abban, hogy nem rendelkezett ilyen típusú forrással. A kockázati tőkés cégek nagyrészt a tudásintenzív szolgáltatási szektorban tevékenykedtek (mint például a szoftver- és infokommunikációs szolgáltatások, adó- vagy jogi tanácsadás, kutatás-fejlesztés), és 53 százalékuk a növekedés finanszírozására kívánta fordítani a kapott tőkét. Arra a kérdésre, hogy miért nem vesznek igénybe kockázati tőkét, a kontrollcsoport több mint fele úgy nyilatkozott, hogy e nélkül is elegendő forrás áll rendelkezésére, és csak 17 százalékuk említette, hogy nem kívánják másnak átadni az ellenőrzési jogok egy részét sem. A finanszírozott cégek irányítói közül mindössze 8,5 százalék állította, hogy vállalkozásuk kockázati tőke nélkül is ugyanilyen ütemben tudott volna növekedni, 5,6 százalék viszont a kockázati tőkét okolta amiatt, hogy cége kevésbé fejlődött, mint amennyire kockázati tőke nélkül lehetséges lett volna (*Peneder* [2010] 93. o.).

A növekedést az árbevétel nagyságával mérve, az eredmények azt mutatják, hogy a kockázati tőkével finanszírozott vállalatok átlagos éves növekedési üteme 24,9 százalék az első mintában (1996–2004) és 24,7 százalék a másodikban (2002–2005). A kontrollcsoportban ezzel szemben (amelynek tagjai más paramétereikben megegyeznek a tesztcsoporttal) a növekedés 14,4, illetve 6,6 százalékos volt. A különbség tehát 70, illetve 270 százalékos a csoportok között a mintától függően. A többi specifikációban a különbség 70–290 százalék (10,5–14,8 százalékpont) közötti, a 70 százalék (10,5 százalékpont) tehát tekinthető a növekedésbeli különbség egy alsó becsülésének (*Peneder* [2010] 100. o.).

Ha a foglalkoztatottak számával mérjük a növekedést, a számok abszolút értékben kisebbek, de a különbség megmarad: az első mintában a kockázati tőkével ellátott csoport 13,3 százalékos rátája áll szemben a kontrollcsoport 3,1 százalékával, ami 335 százalékos különbség. Más specifikációkban ugyanez a különbség 130–340 százalék (5,6–10,2 százalékpont) között mozog, vagyis jó alsó becsülésnek tekinthetjük a kockázati-tőke-finanszírozás hatására, hogy 130 százalékkal (5,6 százalékponttal) magasabb növekedési ütemet tesz lehetővé az összes többi paraméter változatlanlansága mellett (*Peneder* [2010] 101. o.).

Peneder [2010] eredményei ezek mellett arra is rámutatnak, hogy a kockázati tőke bevonása nem teszi innovatívabbá a vállalatokat, csak az előzetes szűrésnek köszönhetően a befektetők eleve az átlagosnál magasabb innovációs hajlandóságot mutató vállalkozásokat választják ki. A kockázati tőke tehát nem helyettesíti a kutatás-fejlesztési politikát. Ez egybevág az Engel–Keilbach-szerzőpáros azon megállapításaival, amelyek szerint a kockázati tőkével finanszírozott vállalatok több szabadalmat és más, szellemi tulajdont védő eszközt jegyeztetnek be, de ez már a kockázati tőke bevonása előtt is így van, és csak

gyenge bizonyítékok vannak rá, hogy a kockázati tőkés cégek máshogy viselkednének a szellemi tulajdon védelmével kapcsolatban, mint a többi vállalat (*Engel–Keilbach* [2007] 166. o.). Sokkal valószínűbb, hogy a szabadalmak száma a befektetést megelőzően jelzés-ként szolgál arra nézve, mennyire innovatív a vállalkozás, vagyis a befektetők nagyobb valószínűséggel választják ki azokat, amelyek nagyobb hangsúlyt helyeznek a szellemi tulajdon védelmére.

Látható tehát, hogy a külső finanszírozási források a vállalatok szintjén jelentős növekedési hatásokat képesek generálni. Adósság típusú finanszírozás (például kedvezményes hitelfelvétel) esetén 3,5 százalékpontos, míg tőkebevonás (kockázatitőke-befektetés) esetén ennél is magasabb, legalább 5,6 százalékpontos többletnövekedésre lehet számítani a foglalkoztatottak számában mérve. Az árbevétel nagyságában mérve pedig a kockázatitőke-befektetések akár 10–20 százalékpontos növekedési többletet is eredményezhetnek az érintett vállalkozásoknál.

*

A tanulmányban a vállalkozások finanszírozásával kapcsolatos elméletek ismertetését követően bemutattuk, hogyan befolyásolja az aszimmetrikus informáltság a tőkestruktúra alakulását, valamint hogy éppen ezeknek az információs problémáknak a jelenlétével indokolható a magyarországi kis- és középvállalkozási stratégia egyes elemeihez hasonló állami beavatkozások.

Megvizsgáltuk, milyen szerepet töltenek be a kis- és középvállalkozások a magyar gazdaságban és más európai országokban. Azt találtuk, hogy – a korábbi nemzetközi tapasztalatoknak megfelelően – nincsenek szignifikáns különbségek az országok között a vállalkozások méret szerinti eloszlásában, létszám-kategóriák szerinti számának és foglalkoztatottságának arányaiban vagy demográfiai jellemzőiben.

A vállalkozások növekedési ütemét befolyásoló tényezőkkel kapcsolatban bemutattuk, hogyan magyarázhatók a vállalatméret eloszlásával kapcsolatos jelenségek a finanszírozási korlátok jelenlétével, és milyen, empirikusan is igazolható kapcsolat áll fenn a növekedés és az azt meghatározó egyes vállalati jellemzők (méret, kor, iparág, kutatás-fejlesztési intenzitás, belső és külső finanszírozási források, exportpiacokhoz való hozzáférés, tulajdonosi szerkezet, jövedelmezőség) között. Külön vizsgáltuk a külső és belső finanszírozási lehetőségek rendelkezésre állásának hatását a növekedésre. Több tanulmány kimutatta, hogy a finanszírozási korlátok negatív kapcsolatban állnak a növekedéssel, a források rendelkezésre állása pedig szignifikáns pozitív hatással van rá. Az olasz, német és osztrák eredmények alapján megállapítottuk, hogy a foglalkoztatottak számában mérve a növekedést, a Magyarországon eddig nyújtottakhoz hasonló kedvezményes hitelek várhatóan 3,5 százalékpontos, míg a kockázatitőke-befektetések legalább 5,6 százalékpontos többletnövekedést eredményeznek az érintett vállalkozások körében.

Hivatkozások

- ALEMANY, L.–MARTÍ, J. [2005]: Unbiased Estimation of Economic Impact of Venture Capital Backed Firms. EFA 2005 Moscow Meetings Paper. (<http://ssrn.com/abstract=673341>, letöltve 2010. szeptember 2.)
- ANDRÁSI ZOLTÁN–BORSI BALÁZS–FARKAS LÁSZLÓ–NÉMETHNÉ PÁL KATALIN–PAPANÉK GÁBOR–VISZT ERZSÉBET [2009]: A mikro-, kis- és közepes vállalatok növekedésének feltételei. GKI Gazdaságkutató Zrt., Budapest, http://www.ngm.gov.hu/data/cms1998604/kkv_nov_felt.pdf (letöltve 2010. szeptember 2.).

- AUDRETSCH, D.–KLOMP, L.–SANTARELLI, E.–THURIK, A. [2004]: Gibrat's Law: Are the services different? *Review of Industrial Organization*, 24. 301–324. o.
- AUDRETSCH, D.–VAN DER HORST, R.–KWAAK, T.–THURIK, R. [2009]: First Section of the Annual Report on EU Small and Medium-sized Enterprises. (http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/craft/sme_perf_review/doc_08/spr08_annual_report.pdf, letöltve 2010. augusztus 31.)
- BAKER, T.–NELSON, R. [2005]: Creating something from nothing: resource construction through entrepreneurial bricolage. *Administrative Science Quarterly*, 50. 329–366. o.
- BARRIOS, S.–GORG, H.–STROBL, E. [2005]: The evolution of the firm size distribution and nationality of ownership. *Economics Bulletin*, 12. 1–11. o.
- BARTELSMAN, E.–SCARPETTA, S.–SCHIVARDI, F. [2003]: Comparative Analysis of Firm Demographics and Survival: Micro-Level Evidence for the OECD Countries. OECD Economics Department Working Papers, No. 348.
- BECHETTI, L.–TROVATO, G. [2002]: The Determinants of Growth for Small and Medium Sized Firms. The Role of the Availability of External Finance. *Small Business Economics*, 19. 291–306. o.
- BÉZA DÁNIEL–CSAPÓ KRISZTIÁN–FARKAS SZILVESZTER–FILEP JUDIT–SZERB LÁSZLÓ [2007]: *Kisvállalkozások finanszírozása*. Perfekt, Budapest.
- BILSEN, V.–KONINGS, J. [1998]: Job Creation, Job Destruction, and Growth of Newly Established, Privatized, and State-Owned Enterprises in Transition Economies: Survey Evidence from Bulgaria, Hungary and Romania. *Journal of Comparative Economics*, 26. 429–445. o.
- CABLE, J.–SCHWALBACH, J. [1991]: International comparisons of entry and exit. Megjelent: *Geroski, P. A.–Schwalbach, J.* (szerk.): *Entry and Market Contestability. An International Comparison*. Blackwell, Oxford–Cambridge, MA, 257–281. o.
- CABRAL, L. [2007]: Small firms in Portugal: a Selective Survey of Stylised Facts, Economic Analysis, and Policy Implications. *Portuguese Economic Journal*, 6. 65–88. o.
- CABRAL, L.–MATA, J. [2003]: On the evolution of the firm size distribution: facts and theory. *The American Economic Review*. 93. 1075–1095. o.
- COOLEY, T. F.–QUADRINI, V. [2001]: Financial Markets and Firm Dynamics. *The American Economic Review*, 91. 1286–1310. o.
- ENGEL, D. [2002]: The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation. ZEW Discussion Paper, No. 02-02. <http://ssrn.com/abstract=319322> (letöltve 2010. szeptember 2.).
- ENGEL, D.–KEILBACH, M. [2007]: Firm-Level Implications of Early Stage Venture Capital Investment – An Empirical Investigation. *Journal of Empirical Finance*, 14. 150–167. o.
- EUROSTAT [2011]: Business demography indicators presented by size class. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/european_business/special_sbs_topics/business_demography?_piref716_3277856_716_3115415_3115415.p=h&_piref716_3277856_716_3115415_3115415.nextActionId=8.
- EVANS, D. [1987]: The relation between firm growth, size, and age: estimates for 100 manufacturing industries. *Journal of Industrial Economics*, 35. 567–581. o.
- FAGIOLO, G.–LUZZI, A. [2006]: Do Liquidity Constrains Matter in Explaining Firm Size and Growth? Some Evidence from the Italian Manufacturing Industry. *Industrial and Corporate Change*, Vol. 15. No. 1. 1–39. o.
- FAZZARI, S.–HUBBARD, R.–PETERSEN, B. [1988]: Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1. 141–195. o.
- FOTOPoulos, G.–LOURI, H. [2004]: Firm growth and FDI: Are Multinationals Stimulating Local Industry Development? *Journal of Industry, Competition and Trade*, 4. 163–189. o.
- GEROSKI, P. A. [1995]: What Do We Know About Entry? *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 13. 4. No. 421–440. o.
- GIBRAT, R. [1931]: *Les Inégalités Économiques*. Librairie du Recueil Sirey, Párizs.
- GKM [2007]: A kis- és középvállalkozások fejlesztésének stratégiája 2007–2013 (http://www.ngm.gov.hu/data/cms1940907/KKV_Strategia_2007_2013.pdf, letöltve 2010. augusztus 31.)
- JOVANOVIC, B. [1982]: Selection and Evolution of Industry. *Econometrica*. Vol. 50. No. 3. 649–670. o.
- KARSAI JUDIT [2009a]: A kockázati tőke szerepe az innováció finanszírozásában Magyarországon. *Külgazdaság*, 53. évf. 5–6. sz. 42–62. o.
- KARSAI JUDIT [2009b]: A magyarországi kockázati- és magántőke-ipar fejlődése 2008-ban. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, http://www.hvca.hu/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=66&Itemid=89&lang=hu (letöltve 2010. szeptember 8.)

- KARSAI JUDIT [2010]: A kockázati- és magántőke-ipar 2009. évi eredményei. Megjelent: Évkönyv. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest, 8–13. o.
- KSH [2010]: Statisztikai Tükör. Központi Statisztikai Hivatal, Budapest, 61.
- KONINGS, J. [1997]: Firm growth and ownership in transition countries. *Economics Letters*, 55. 413–418. o.
- MATA, J.–PORTUGAL, P. [1994]: Life Duration of New Firms. *Journal of Industrial Economics*, 42. 227–246. o.
- MODIGLIANI, F.–MILLER, M. [1958/1988]: A tőke költsége, vállalati pénzügyek és a beruházás elmélete. (Fordította: *Száz János*.) Megjelent: *Modigliani, F.: Pénz, megtakarítás, stabilizáció*. Válogatott tanulmányok. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 231–271. o.
- MONTGOMERY, C. [1994]: Corporate diversification. *Journal of Economic Perspectives*, 8. 163–178. o.
- MYERS, S. [1984]: The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 34. 575–592. o.
- MYERS, S.–MAJLUF, N. [1984]: Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13. 187–222. o.
- OECD [2010]: OECD Factbook 2010: Economic, Environmental and Social Statistics. OECD Publishing. (<http://www.oecd-ilibrary.org/content/book/factbook-2010-en>, letöltve 2010. augusztus 24.)
- PENEDER, M. [2010]: The Impact of Venture Capital on Innovation Behaviour and Firm Growth. *Venture Capital*, Vol. 12. No. 2. 83–107. o.
- REID, G. C. [2003]: Trajectories of Small Business Financial Structure. *Small Business Economics*, 20. 273–285. o.
- SERRASQUEIRO, Z.–MAÇAS NUNES, P.–LEITÃO, J.–ARMADA, M. [2010]: Are there Non-Linearities between SME Growth and its Determinants? A Quantile Approach. *Industrial and Corporate Change*, Vol. 19. No. 4. 1071–1108. o.
- STIGLITZ, J.–WEISS, A. [1981]: Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71. 393–410. o.
- SZERB LÁSZLÓ [2008]: A hazai kis- és középvállalkozások fejlődését és növekedését befolyásoló tényezők a 2000-es évek közepén. *Vállalkozás és Innováció*. 2. évf. 2. sz. 1–35. o.
- TIROLE, J. [2006]: *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press, Princeton.
- VAN ARK, B.–MONNIKHOF, E. [1996]: Size Distribution of Output and Employment: A Data Set for Manufacturing Industries in Five OECD Countries, 1960–1990. OECD Economics Department Working Papers, No. 166.