



**Kis- és középvállalatok  
forrásszerkezetének vizsgálata  
tekintettel a vállalkozói attitűdökre**

**dr. Balog Ádám**

Világgazdasági Tanszék

Témavezető:

Bánfi Tamás, DSc

© dr. Balog Ádám

Budapesti Corvinus Egyetem  
Nemzetközi Kapcsolatok és Politikatudományi Doktori Iskola  
Világgazdasági Alprogram

**Kis- és középvállalatok forrásszerkezetének  
vizsgálata tekintettel a vállalkozói attitűdökre**

doktori értekezés

dr. Balog Ádám

Budapest, 2023



# TARTALOMJEGYZÉK

---

Tartalomjegyzék.....	1
Ábrák jegyzéke .....	4
Táblázatok jegyzéke.....	5
Köszönetnyilvánítás .....	6
Bevezetés .....	8
Új gazdaságpolitikai korszak.....	8
Vállalkozók, vállalkozások és az értékteremtés .....	11
A vállalkozók, mint a társadalom és a gazdaság mozgatói .....	15
Vállalkozók és vállalkozások társadalmi felelőssége.....	17
Tudástőke, immateriális eszközök .....	22
Kutatási kérdés, hipotézisek és kutatási módszer .....	25
Kutatási kérdés .....	25
Hipotézis 1 .....	27
Hipotézis 2 .....	27
Hipotézis 3 .....	27
Kutatási módszer .....	27
Alkalmazott statisztikai eszközök bemutatása .....	29
A vállalkozói teljesítmény – vállalkozói attitűd – immateriális tőke a szakirodalom alapján .....	30
Immateriális tőke .....	30
Az immateriális tőke felfedezése.....	32
Az immateriális tőke mérésének problémái.....	34
Az immateriális tőke definíciói .....	37
Az immateriális tőke jellemzői és kategorizálása.....	41

Vállalkozó, vállalkozói tevékenység és a vállalkozói szellem.....	45
A vállalkozó és a vállalkozói szellem kutatásának története röviden.....	45
Definíciók a vállalkozóra, vállalkozásra és tevékenységére.....	51
Vállalkozói tevékenység társadalmi hatása .....	54
Vállalkozók pszichológiai ismérvei .....	57
Vállalkozási hajlandóság .....	58
Vállalkozói szándék.....	62
Vállalkozói sikeresség .....	62
Vállalkozások finanszírozása .....	67
A pénz a vállalkozók perspektívájából.....	67
Forrásszerkezet kialakításának elméleti alapjai .....	69
Radikális bizonytalanság a finanszírozásban .....	73
Aszimmetrikus információk .....	74
Vállalkozók finanszírozási környezete az Európai Unióban.....	80
KKV szektor szerepe a gazdaságban.....	80
Finanszírozási környezet .....	83
Finanszírozási akadályok okai.....	85
A hitelgarancia és egyéb kockázatsökkentő eszközök .....	88
A hitelgarancia intézménye és az európai gyakorlat .....	91
Empirikus kutatás.....	95
Adatok .....	95
SAFE adatbázis.....	96
Az EIF és a Trieri Egyetem kutatása.....	101
Alkalmazott módszertan.....	107
SAFE adatbázisok elemzésének eredményei .....	111
Klaszterszám meghatározása .....	111

Klaszterek elemzése Jaccard index alkalmazásával .....	112
Klaszterek elemzése négyzetes euklidészi (SE) távolság alkalmazásával .....	115
Klaszterek összehasonlítása.....	117
Országspecifikus összehasonlítás .....	123
Egyéb adatok elemzése .....	125
Következtetések.....	128
Összefoglalás .....	130
I. Melléklet – Klaszteranalízis dendrogramjai .....	135
II. Melléklet – A tágan értelmezett témával kapcsolatos saját publikációk jegyzéke...	136
Irodalomjegyzék.....	137

## ÁBRÁK JEGYZÉKE

---

1. ábra – A világ, az Egyesült Államok, az EU és Magyarország GDP növekedése 1961 – 2022 (éves %)	19
2. ábra – Néhány nagyobb vállalkozás P/BV értéke	30
3. ábra – Néhány nagyobb vállalkozás teljes eszközértékének változása (milliárd USD)	31
4. ábra – Néhány nagyobb vállalkozás immateriális eszközállományának változása (milliárd USD)	36
5. ábra – Néhány nagyobb vállalkozás K+F ráfordításainak alakulása (milliárd USD)	37
6. ábra – A kéthetes kamat állampapír zérókupon hozamok által implikált jövőbeli pályája	68
7. ábra – Vállalati kötvénykibocsátás az EU-ban és az Egyesült Államokban	78
8. ábra – Kis-, közép- és nagyvállalatok külső finanszírozásának megoszlása a mérlegfőösszeghez viszonyítva	79
9. ábra – 10 európai ország privát KKV-inak teljes kötelezettség / tőke aránya a különböző szektorokban	80
10. ábra – Változások az euróövezeti vállalkozások külső finanszírozási lehetőségeiben (válaszadók %)	82
11. ábra – A megkérdezett KKV-k véleménye arról, hogy az általános gazdasági kilátások hogyan hatnak a külső finanszírozás rendelkezésre állására (%)	84
12. ábra – A 27. SAFE felmérésben részvevő vállalkozások legfontosabb problémái százalékosan	97
13. ábra – Klaszterek optimális számának meghatározása a 27. felmérés esetében (Jaccard)	112
14. ábra – Klaszterek optimális számának meghatározása a 28. felmérés esetében (Jaccard és SE)	112



## TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

---

1. táblázat – Immateriális eszközök kategóriái és jellegzetességeik.....	43
2. táblázat – Vállalkozókra és vállalkozásokra vonatkozó definíciók .....	57
3. táblázat – Vállalkozók pszichológiai attitűdjeinek csoportosítása.....	65
4. táblázat – Az EU definíciója a kis- és közepes vállalkozásokra.....	98
5. táblázat – 27. SAFE felmérés felvett interjúinak országok szerinti megbontása.....	101
6. táblázat – Az európai KKV-k klaszteranalízise finanszírozásuk szerint .....	105
7. táblázat – Klasztereredmények a 27. SAFE felmérés adatain (Jaccard).....	114
8. táblázat – Klasztereredmények a 28. SAFE felmérés adatain (Jaccard).....	115
9. táblázat – Klasztereredmények a 28. SAFE felmérés adatain (SE) .....	116
10. táblázat – Klaszterek összehasonlítása (J27).....	118
11. táblázat – Klaszterek összehasonlítása (J28).....	119
12. táblázat – Klaszterek összehasonlítása (SE28) .....	120
13. táblázat – Klasztereken belüli megoszlások összehasonlítása (J27).....	121
14. táblázat – Klasztereken belüli megoszlások összehasonlítása (J28).....	122
15. táblázat – Klasztereken belüli megoszlások összehasonlítása (SE28).....	123
16. táblázat – Klaszterek összehasonlítása országspecifikus jellemzők alapján.....	124
17. táblázat – A forrásszerkezet változása 2006-2014 között a KKV-k és nagy vállalatok tekintetében .....	125
18. táblázat – A forrásszerkezet közötti különbségeket vizsgáló t-teszt eredménye ....	126
19. táblázat – Az egyes szektorokra jellemző forrásszerkezet.....	126
20. táblázat – Korrelációs tábla a hitelek, kamatok és az EU-s források változása között.....	127
21. táblázat – Korrelációs tábla a hitelek, kamatok és az EU-s források változása között a kelet-közép-európai régióban.....	128

# KÖSZÖNETNYILVÁNÍTÁS

---

Köszönettel tartozom mindazoknak, akik türelmükkel, gondolataikkal, tudásukkal, motiválásukkal vagy adminisztrációs képességükkel támogatták munkámat. A tudományos gondolkodás filozófiai értelemben ma inkább mennyiségi jellegű, ezért még egy köszönetnyilvánítás esetében is kíváncsok egy táblázat nevekkal és százalékokkal. Én mégsem teszem ezt, mert i) a nevek szerepeltetése a köszönet mellett olyan – előre nem feltétlenül kiszámítható – üzeneteket is tartalmazhat, melyek megfogalmazása nem célokom, illetve ii) a százalék pedig minden esetben csak 100% lehetne, ami nem mutatna sokat. Így hát maradnak a kategóriák.

Valószínűleg mérhető korreláció van a felsorolt kategóriák és bizonyos „klaszterek” között, így például a türelem a család klaszterrel állna a legszorosabb kapcsolatban, bár ez a klaszter a gondolatok és tudás kategóriában is komoly százalékokat gyűjtene be, így köszönetem is több, mint 100%.

A gondolatokért őszintén hálás vagyok barátaimtól kezdve, kollégáimon keresztül a tudományos és gazdasági élet több aktív szereplőjéig mindenkinek. Kiemelten hasznosak voltak az értekezéstervezetemre adott bírálatok, illetve a tervezet vitája, ahol mind a kötelezően meghívottak, mind a jelenlévő érdeklődők sokat adtak hozzá a végső értekezés tartalmához.

Tudásban nehéz bármely klasztert kiemelni. A módszertani segítségek nélkül valószínűleg nem tudtam volna a megfelelő elemzési mélységeket elérni, a közgazdasági javaslatok nélkül viszont nem sikerült volna jól megtalálni azt a felületet, ahol a mélységi munkát érdemes elvégezni. De hát tudjuk, hogy a geológus és a fűrómérnök sem tud egymás nélkül dolgozni.

A motivációs beszélgetések bemutatása itt nem könnyű, a tisztelt kollégák ugyanis nem kíméltek, és a használt nyelvi szerkezeteket sem öntötték le sziruppal. Meglehetősen direkt fogalmazásuk ugyanakkor kimondottan hatékonynak bizonyult, amiért örökké hálás leszek.

Köszönöm szépen azoknak, aki „utánanézték”, „ellenőriztek”, „ütemezést írtak”, „szerkesztettek” vagy az utolsó pillanatban „még egyszer átnézték”. Nélkülük sem sikerült volna.

Végül, de nem utolsósorban köszönöm a magyar gazdasági valóság harcosainak, hőseinek, rendszerépítőinek, rendszerfenntartóinak. Azaz a vállalkozóknak és az őket egyre ügyesebben és hatékonyabban kiszolgáló állami, pénzügyi, tanácsadói, informatikai és egyéb adminisztrációnak. Dolgoztam velük, dolgoztam nekik, most pedig dolgoztam „róluk”. Ez a dolgozat nekik is szól.

## BEVEZETÉS

---

A gazdaság és gazdaságot elemző tudományok ugrásszerűen, kisebb-nagyobb változások, válságok mentén fejlődnek. Napjainkban is tanúi lehetünk több, egymással sokszor összefüggésben lévő változásnak, melyek a tudományos gondolkodásra is hatással vannak.

---

### Új gazdaságpolitikai korszak

---

„*Push back, entrepreneurs, that is your mission*”, mondta felszólalásában Arancha Gonzales Laya<sup>1</sup>, a PSIA (Paris School of International Affairs) dékánja, korábbi spanyol miniszter a Genfben rendezett világkamarai kongresszuson 2023 júniusában. A „visszalökést”, ellenállást azért tartotta szükségesnek, mert véleménye szerint a politika túlságosan leszűkítette az elmúlt időszakban a vállalkozások – nemzetközi – mozgásterét, és ezzel a gazdaságok növekedési lehetőségeit. Már az is meglepő – pláne egy kelet-közép-európai fülnek –, hogy egy kamarai rendezvényen egy ilyen mondat elhangzik, de a hangsúly még ezen túl is kimondottan harcias volt. Függetlenül attól a kérdéstől, hogy dékán asszonynak igaza volt-e, vagy sem, azt mindenképpen jól mutatja az a felszólalás, hogy újabb fordulójához érkezett a vállalkozói szféra és a gazdaságpolitika közötti, gazdasági feladat és felelősségallokációról szóló vita.

Ennek több oka is van. A 90-es évek gazdaságot is illető optimizmusa óta sorban jönnek a megrázkódtatások. Több olyan technológiai, társadalmi és pénzügyi-gazdasági változás történik egyidejűleg, melyek önmagukban is jelentős hatást tudnak okozni, és ezeket kiegészítik váratlan, nem trendszerű sokkok is.

A 2008-as nagy pénzügyi válság a társadalom és az azzal foglalkozó tudományok szinte mindegyékre jelentős hatást gyakorolt. Elsősorban a gazdaság önszabályozásába vetett általános hitet tépázta meg, még akkor is, ha azt főleg a pénzügyi szektor okozta, és a szabályozók sem voltak vétlenek. Ennek következtében természetes, hogy olyan politikai

---

<sup>1</sup> Arancha Gonzales Laya Spanyolország külügy-, európai uniós és együttműködési minisztere volt 2020-2021-ben. 2013-tól 2019-ig az Egyesült Nemzetek Szervezete főtítkárhelyetteseként és a Nemzetközi Kereskedelmi Központ ügyvezető igazgatójaként dolgozott, 2005 és 2013 között a WTO főigazgatójának kabinetfőnöke és G20-as sherpája volt.

erők tudtak megerősödni világszerte, melyek a gazdaság határozottabb irányítását, megrendszabályozását tűzték ki célul. Megerősödtek a jegybankok is, melyek kulcsszerepet játszottak a válság megoldásában, és megerősödött pozíciójukat nem szándékoznak könnyen feladni, sőt újabb és újabb feladatokat vállalnak magukra, például a digitális jegybankpénzek bevezetésével. Tehetik mindezt annak ellenére, hogy a 2010-es évek általuk vezérelt zéró kamatkörnyezete nem bizonyult elegendőnek egy robosztus világgazdasági növekedéshez. A Covid és az orosz-ukrán háború pedig természetüknél fogva államilag vezérelt megoldást kívántak, ezáltal szintén szűkítve a gazdaság önszabályozásának, illetve szabad (nemzetközi) mozgásának terét. A neoliberális gazdaságpolitika, mely a múlt évezred végén még általános elfogadottsággal bírt, komoly bírálatokat kapott. Krugman már 2009-ben feltette a kérdést, hogy *„So where does the profession go from here?”* (Krugman, 2009), amit később többen megismételtek. Virág Barnabás, az MNB alelnöke például úgy fogalmazott, hogy: *„A nagy pénzügyi válság számos hatása közül kiemelkedő a közgazdasági gondolkodásra gyakorolt hatása... Normális, hogy a korábbiaknál nagyobb számban jelentek meg olyan gondolatok, melyek megkérdőjelezzik a mainstreamet ,... ahogy a korábbi nagy válságok is jelentős hatás gyakoroltak a közgazdaságtanra.”* (Virág, 2018)<sup>2</sup>

Az elmúlt évtizedekben jelentős változások történtek a világ társadalmi szerkezetében. Olyanok is, melyekkel az emberiség történelme során még nem találkozott. A népesség összeségében jelentősen nőtt, 1990 és 2020 között körülbelül 7,8 milliárdra 5,3 milliárdról. Ez a növekedés egyenlőtlenül történt, a fejlettebb gazdaságú országok kárára, de érdemes megjegyezni, hogy ma már Kína sem növekszik korábbi sebességével. A fejlettebb országokban az átlagos életkor eközben jelentősen megnőtt, miáltal olyan életkor-összetételű társadalmak jöttek létre, amilyenek korábban nem léteztek. A demográfiai növekedés legerősebb pontjai Afrika, India, illetve a Csendes óceáni térség lehetnek a jövőben.

---

<sup>2</sup> Virág így folytatja: „... Mivel a kiváltó okok (az eszközárak emelkedése és hirtelen kipukkadása, a pénzügyi rendszer szerepe, a gazdasági szereplők heterogenitása és a racionalistól eltérő viselkedése) többnyire kívül álltak a neoklasszikus szintézis elemzési területén, így a válság menedzselésében a gazdaságpolitika döntéshozói friss ötletek helyett egyre inkább a korábbi, majd 70 éves keynesi tanokhoz és az aktív állami szerepvállaláshoz nyúltak vissza.” Ez a gondolatmenet vezetett lényegében a Modern Monetáris Politika megszületéséhez, avagy újraéledéséhez, csak a keynes-i tanokat már nem a fiskális politika, hanem a jegybankok kezdték el alkalmazni.

Az éghajlatváltozás az elmúlt években vált gyakorlatilag mindenki számára egyértelmű kihívássá, köszönhetően például néhány nagyon száraz és meleg nyárnak a legfejlettebb gazdaságokban, pedig Ferguson már 2011-ben elsőként említi a kockázatok sorában (Ferguson, 2011). Bánfi is leírja, hogy a felmelegedést már a laikus szemlélők is láthatják, és amennyiben nem változtatunk emberi döntéseinken és cselekedeteinken, az átlaghőmérséklet tovább fog emelkedni (Bánfi, 2021).

Részben az előzőekből fakadóan a mezőgazdaság jövőjével kapcsolatban is rendszeresen felmerülnek kérdések. Ez a terület, amely az elmúlt harminc évben folyamatosan szorult háttérbe, ma újra az emberiség egyik legfontosabb kérdése lehet. Vállalkozási szempontból ugyanakkor speciális, hiszen célját tekintve az élelmezési szempontok sokszor megelőzik a nyereségességi szempontokat, ezért erős az állami intervenció.

Mindezek természetesen megindítottak egy társadalmak közötti migrációt is. Ilyen már többször történt a történelem során, ugyanakkor az általánosan megnövekedett népesség a jelenlegi folyamatot felskálázta.

Nem megkerülhető az immateriális tőke jelentőségének robbanásszerű növekedése sem. Az immateriális eszközök beruházási rátája a 90-es évek során az Amerikai Egyesült Államokban meghaladta a materiális eszközök beruházási rátáját (Lev & Gu, 2016, p. 82). Az információs és kommunikációs technológiákon (IKT) túl ennek részét képezik – többek között – az üzleti folyamatok, humántőke, vagy az ügyfélkapcsolatok is. Egyértelmű, hogy az immateriális gazdaság olyan szintet ért el a materiális gazdasághoz képest, mely szükségessé teszi a gazdasági és az állami intézményrendszerek újragondolását.<sup>3</sup>

A lényegében folyamatos kritika alatt álló pénzrendszerek tekintetében napjainkban a 2010-es évek pénzmennyiség bővülése, a kriptovaluták – éppen első válságát kezelő – világa az aktuális kérdések, de az Egyesült Államok „égbekiáltó előjoga” is időről időre felvetődik (Sample, 2020).

A fentiekről általában olyan elemzések születnek, melyek az államok növekvő feladatairól szólnak (Deneen, 2019; Bánfi, 2021), de olyanok kevésbé, melyek azt vizsgálnák, hogy mik azok a feladatok, melyek a piac, a vállalkozások koordinációja alá

---

<sup>3</sup> Az IBM szerint a vállalkozások 25%-a már most a mesterséges intelligencia bevezetésén dolgozik a munkaerőhiány enyhítésére

kellene kerüljenek, és ezen piaci feladatokban milyen szerepet játszhatna a pénzügyi szektor.

---

## Vállalkozók, vállalkozások és az értékteremtés

---

A vállalkozói és a pénzügyi szektor szerepét újra kell hangolni, ehhez pedig vissza kell nyúlni az alapokhoz, hogy miért is van szükségünk vállalkozókra.

Számos tanulmány szól arról, hogy miért lett a modern piacgazdaság alapja a vállalkozó, a vállalkozói szellem. A vállalkozói tevékenység<sup>4</sup> a modern piacgazdaság egyik alappillére mind kialakulása szempontjából, mind napi működése tekintetében. A nagyszámú, államtól független üzleti vállalkozás olyan ismérve a modern piacgazdaságoknak, mely megkülönbözteti minden más, korábban létezett sikeres (vagy sikertelen) társadalmi struktúrától. Vállalkozási tevékenység nélkül nem alakult volna ki a mai értelemben vett gazdaság és társadalom, és ennek folyamatos fejlődéséről, növekedéséről vagy problémáiról sem beszélhetnénk.

*“It starts from business, not from politics”*<sup>5</sup> – ez a mondat is a világgamarai kongresszuson hangzott el John W. H. Denton, az International Chamber of Commerce főtitkára részéről. Ez egy fontos gondolat, amennyiben arra utalt, hogy **értéket teremteni elsősorban a vállalkozó tud.** A vállalkozó az, aki folyamatosan keresi az újat, keresi azt, amivel nagyobb értéket tud a maga (és a társadalom) számára teremteni. A vállalkozó volt az, aki elsőként elkezdett kereskedni a többlettermelésével pár ezer évvel ezelőtt, aki később az agrártársadalmakat elkezdte ipari társadalmakká alakítani, és az is a vállalkozó volt elsősorban, aki megalapozta a tudásalapú gazdaságot. Mára már a tudásalapú gazdaságban élünk, és ennek további mélyülésének vagyunk tárgyai, alanyai és tanúi. A kérdés mára az, hogy kell-e új, ismét a vállalkozók által elindított korszakról beszélnünk?<sup>6</sup>

---

<sup>4</sup> A kifejezés „entrepreneurship” értelmében

<sup>5</sup> John Denton, a 13. Világgamarai Kongresszuson, a multilateralizmus diszruptív technológiák idején című panelbeszélgetésén

<sup>6</sup> (Seidman, 2014)

Az érték elemzésünkben kulcsfogalom. Az érték, mint fogalom használata a mai közgazdaságtanban viszonylag ellentmondásos, ezért a gazdaságstatisztikai közelítésből, a hozzáadott érték fogalmából indulok ki. Számos mítosz és félreértés övezi, mivel intuitív módon nehéz megérteni. A klasszikus képlet szerint egy vállalkozás szintjén a hozzáadott érték egyenlő az előállított output értékesítésének árbevétele mínusz az előállított teljesítményhez felhasznált inputok költsége, korrigálva a tőke (súlyozott) költségével. Másképpen fogalmazva, a vállalkozás üzemi eredménye, melyet piaci elemzésekben a legtöbbször az EBIDTA<sup>7</sup>-val mérnek. Ez a leegyszerűsített modell természetesen számos torzító tényezőt nem vesz figyelembe – melyekről később még bővebben is lesz szó –, mint például az információs aszimmetriákat, a nem internalizált költségeket, vagy az állam intervencióit (KSH, 2023).

Arra ugyanakkor megfelelő, hogy az alapkérdést vizsgáljuk. A modell közgazdaságilag tulajdonképpen egyszerű. Ha a vállalkozó a tőkét, a saját és megvásárolt munkaerőjét és saját vagy megvásárolt tudását úgy tudja termék vagy szolgáltatás előállítására fordítani, hogy az a vevő számára szubjektíve magasabb értéket jelent, mint a felhasznált erőforrások – sokszor szintén szubjektíven kialakult – költsége, akkor hozzáadott érték termelődik.

Ha a közgazdaságtan szubjektív világából egy kevésbé szubjektív világban, a természettudományok világában tesszük fel ugyanezt a kérdést, akkor például az energiával kapcsolatos kutatásokban találhatunk párhuzamokat. Képes-e az ember a semmiből energiát előállítani? Jelenlegi tudásunk szerint a válasz nem, hiszen már minden létezik, amiben energia található, ezeket legfeljebb egymásba átalakítani lehetséges. Ugyanakkor, ha energia(érték)teremtési kérdésünket csak az ember által uralt területeken belül értelmezzük, akkor lehetséges még több energiát ideterelni, erre példa a némileg (de nem teljesen) tudományos fantasztikumnak tekinthető Dyson-gömb (Tóth, 2021). Ez az „értékteremtés” ugyanakkor egyértelműen kiszámítható és így tervezhető. Az inputok energiatermelési képességei állandók, az átalakulási együtthatók állandók, az elméleti rendszer zárt.

A gazdasági értékteremtés ugyanakkor nem egy fix képlet alapján történik, a gazdaság nem stacionárius. Az érték mind az input, mind az output oldalon folyamatosan változik,

---

<sup>7</sup> „earnings before interest, taxes, depreciation and amortization”, azaz magyarul: kamatok, adózás és értékcsökkenési leírás előtti eredmény



ráadásul mindenki számára máshogy. Időben és térben változékony, mintha a fa elégetésével keletkező hőenergia mindenkinek más hőérzetet adna, ráadásul ez az időben és térben is változna, és az sem lenne mindegy, hogy ki égeti el a fát. M tömegű fa elégetésével (azaz bizonyos mértékű input felhasználásával) mindig  $M \times (\text{kb.}) 18.000 \text{ kJ}$  energia (azaz output) keletkezik, de gazdasági értelemben ez minden esetben más összegű hozzáadott értéket teremt (ha teremt egyáltalán).

További kérdéseket vet fel, hogy miben mérjük a (szubjektív) értéket. A gazdaságtudomány keletkezése óta törekszik arra, hogy megszabaduljon a pénzillúziótól. A reálfolyamatok elemzését tartotta szem előtt, így sokáig a pénz nélküli gazdaságra fogalmazta meg állításait. „A pénz egy fátyol” volt, ami hátráltatta a megismerés folyamatát (Bánfi, 2021). Ugyanakkor folyamatosan felvetődött a kérdés a gazdaságpolitika részéről, hogy a pénzfolyamatok hatnak-e és ha igen, akkor hogyan a reálgazdaságra. A fátyol felfogás ugyanis túlzott leegyszerűsítés, a pénz a gazdaság törvényszerűségeinek elemi része, és nem lehet az értékteremtési folyamatot nélküle megérteni. A szupergazdagok listáját sem a munkavállalók számával, vagy az előállított teljesítmény társadalmi értékével határozzák meg<sup>8</sup>, hanem pénzben. A pénz működésének viszont – bár sokban összefügg a reálgazdaság működésével – független mozgatói is vannak, azt nem elég a modern gazdaságokban keresletre és kínálatra redukálni. Ahogy Bánfi fogalmaz, a pénz és az érték összefüggésrendszerében vannak bizonytalanságok (Bánfi, 2021).

A vállalkozó hozzáadott érték teremtő képességével kapcsolatban közkeletű félreértés – valószínűleg a fentiek miatt – az, hogy a hozzáadott érték egyfajta abszolút értelemben vett, természettudományi, technológiai alapú értéknövekedést jelent. Az a helyes megközelítés ezzel szemben, hogy a hozzáadott érték output oldalon és input oldalon is szubjektív, jelentős bizonytalanságot tartalmazó elemekkel tarkított, inkább relatív megközelítést kívánó fogalom. Sok mérnöki gondolkodású ember tekinti az innovációt is kizárólag technológiai fejlesztésnek, és nem érzékeli ezen innováció piacon történő bevezetésének hatásmechanizmusát. Még számos tudományos elemzés is – legalább részben – félreérti ezt. Kay és King például úgy fogalmaz, hogy *„az iPhone-t a magánszektor győzelmének tartjuk, pedig semmi ilyesmiről nincs szó. Valójában minden*

---

<sup>8</sup> De ha mégis megpróbálkoznak vele, akkor is a pénzt használják kifejezőeszközként, például: ‘Impact transparency’ is the tipping point for an impact economy (Cohen, 2023)

*alkotóeleme, az érintőképernyős kijelzőtől kezdve a csipkészetek felépítésén át a weboldalak és letölthető zenefájlok kódolásához használt protokollokig, jelentős állami beruházásokból származik... az innovációt nem szabad a magánszektor történetére redukálni”* (Haskel & Westlake, 2023, p. 117). Azt ugyanakkor már nem fejtik ki, hogy mennyit és hogyan kellett dolgoznia az Apple-nek, mint vállalkozásnak ahhoz, hogy ezeket a tudományos innovációkat piaci eredményekké konvertálja, amelynek kockázatait már nem az állam, hanem a vállalkozás vállalta. Konzisztensen ezzel az ellentmondással, egészen az utóbbi évekig a növekedési modellekbe is csak a technológiai, vagy technológiai jellegű ötleteket emelték be.

Jean-Baptiste Say úgy fogalmazott 1700-as évek végén, hogy a vállalkozó ahhoz kell, hogy az „okosok” által megszerzett tudás összekapcsolódjon a termeléshez szükséges erőforrásokkal, és ezáltal a piacra jusson (Boutillier & Uzunidis, 2014). Romer 200 évvel később ugyanezen kategóriákat elemezte<sup>9</sup>, ő viszont már azt fejtette ki endogén növekedési modelljében, hogy az ötlet a vállalkozón is múlik, azaz vállalkozói tevékenysége visszahat az ötletek kialakulására (Corrado, et al., 2022). Ezekben a megközelítésekben ragadható meg talán legjobban a vállalkozói szellem bizonytalanságtűrő, kockázatvállalásra képes jellege. A vállalkozó nem az „okos”, és nem is az „erőforrás”, hanem egy összekötő kapocs, aki emellett a kockázatot és a bizonytalanságot vállalja. Ahhoz, hogy ez az összekapcsolás megtörténjen, kockázatot kell ugyanis vállalni, és ezt nem az okos vállalja, hiszen őt „okossága” alapján értékelik, nem piaci sikeressége alapján. Nem is a munkavállaló, hiszen ő munkabért kap a rendelkezésre bocsátott erőforrásért, és nem is a hitelező, aki jellemzően fedezet alapján hitelez. A kockázatot a vállalkozó és az általa rendelkezésre bocsátott (vagy bevont) tőke vállalja. Úgy kell ezeket az erőforrásokat allokálnia, bevételeket terveznie, hogy valójában még a legérettebb iparágak esetében is bármikor teljesen megváltozhat akár az erőforrások, akár az előállított teljesítmények piaca. Természetesen lehet és kell is tervezni, de minden pillanatban tudnia kell a vállalkozónak, hogy a radikális bizonytalanság (Kay & King, 2022) nem küszöbölhető ki semmilyen matematikával. *„Az emberek „... precedensek és tapasztalat alapján hoznak döntéseket. Az ember csak eszköz, mely a kultúrát a valósághoz igazítja”* (Pelevin, 2013, p. 222). Ez pedig a vállalkozó számára bizonytalanságot jelent, melyet neki kell felmérnie, szintén jelentős

---

<sup>9</sup> Modelljében két fő termelési kategóriát különböztetett meg: az ötletet és minden mást.

mértékében szubjektív, intuitív módon, és jelentős bizonytalanságtűrő képességgel felvértezve.

„*Faith is build on risk*”<sup>10</sup> – ez a kijelentés pedig már a Marvel univerzum egyik sorozatában hangzik el. Jól szemlélteti, hogy egy vállalkozáshoz a matematikai racionalitáson túlmutató hit kell. Ha a vállalkozói szellemet egyfajta hitnek is tekintjük – ahogy ezt többek között Weber is tette –, Kay és King tulajdonképpen ugyanezt állítják az ellenkező perspektívából, mikor – részben Keynes idézve – azt mondják, hogy „*A vállalkozás szelleme kihal, amikor a matematikai várakozás veszi át a főszerepet. A kockázatvállaló viselkedés, amely alkalmasint összeegyeztethetetlennek tűnik a formális racionalitással, a kapitalista társadalom legfontosabb dinamizáló eleme, a „sikerünk titkának” a kulcsa*” (Kay & King, 2022, p. 139.), (Weber, 2020). Ráadásul meg kell birkózni a romeri „matekoskodás” problémájával is, mely szerint „*a matematikai modellekben leírt és felhasznált változók megfeleltetése a való világban fellelhető és mérhető dolgoknak*” gondot okozhat, mivel „*csupán a modellben léteznek*”, és „*az egyes fogalmak tartalmát a szerző határozza meg, és a gondolatmenet logikája tautologikusan következik ezekből a definíciókból*” (Kay & King, 2022, p. 83).

---

## **A vállalkozók, mint a társadalom és a gazdaság mozgatói**

---

Mik tehát az alapok? Miért vállalják ezt a feladatot a vállalkozók? Mik a motivációik? Robert L. Heilbroner<sup>11</sup> szerint az, hogy a tekintély ostora és a hagyomány ereje helyett a nyereség csábítása lett a társadalom fő mozgatórugója, mely elsősorban a vállalkozók világában érvényesült (Heilbroner, 1999). A piacgazdaság eszméje néhány száz évvel ezelőtt, viszonylag hirtelen, brutálisan erőssé és a legerősebb **működési rendszerré** vált. Heilbroner így ír a korszak közgazdászairól: „*...szétvert birodalmakat és felrobbantott kontinenseket hagytak maguk után, támogattak vagy megdöntöttek politikai rendszereket, feszültségeket szítottak társadalmi osztályok között; nemzetet nemzet ellen hangoltak.*

---

<sup>10</sup> Titkos invázió, 3. epizód, 1:57

<sup>11</sup> A „The worldly philosophers: the lives, times, and ideas of the great economic thinkers” című könyv a The Economist szerint a nyugati kapitalizmus megértéséhez szükséges 3 legfontosabb könyv egyike. (Williams, 2022)

*Mindezt nem azért, mert rosszat akartak, hanem eszméik rendkívüli ereje miatt.*” (Heilbroner, 1999, p. 26).<sup>12</sup>

Pszichológiai oldalról jut hasonló következtetésre David C. McClelland, aki a teljesítménymotivációban találta meg a kapitalista társadalmak (és egyes korábbiak) felemelkedésének okát. Kutatásai szerint azok a társadalmak tudtak hirtelen nagyot fejlődni gazdaságilag, amelyek a valahová tartozás iránti vágygal és a hatalomtól való félelemmel szemben a teljesítményre tudták a motivációs struktúráik jelentősebb részét fókuszálni. Kategóriái hasonlítanak Heilbroner rendszerére, ott is a valahova tartozás (= hagyomány ereje), a hatalom (= tekintély ostora) és a teljesítmény (= nyereség csábítása) határozzák meg egy társadalom motivációs képletét (McClelland, 2016), és párhuzamba állíthatóak Weberrel, aki szintén kimondja, hogy az állam saját erejéből kapitalista szellemet nem tud kinevelni, kifejezetten bénítani viszont sokféle módon tudja, ha rendőri-autoritárius jelleget ölt (Weber, 2020).

McClelland elméleti úton, „laboratóriumi” körülmények között, a világ különböző országaiban – az Egyesült Államokban, Olaszországban, Törökországban és Lengyelországban – is vizsgálta, hogy a teljesítmény akarása hogyan segíti elő a sikeres vállalkozói szellemet. Az eredmények alapján javaslatokat is tett arra vonatkozóan, hogyan lehet felgyorsítani a gazdasági fejlődést az elmaradottabb országokban a sikerhez szükséges motiváció növelésével. Olyan, ma már talán furcsának tűnő kérdéseket is vizsgált, mint például a vállalkozók fizikumának teljesítményükre gyakorolt hatása. Ez esetben arra a következtetésre jutott, hogy a jó fizikum (a mezomorf testalkat) nem eredményez közvetlenül teljesítménymotivációt, de olyan környezeti tényező, amely segíti más – a teljesítményre már közvetlen hatással bíró tényezők – erősödését. Furcsasága mellett az is figyelemre méltó, hogy a vállalkozói képességet így tulajdonképpen egy meglehetősen agresszív vállalkozói képpel kötötte össze. Ez sokáig a vállalkozó szükségszerű ismérve maradt a róluk való gondolkodásban. A vállalkozó jelentős kockázatot vállal, ezt csak jelentős haszon reményében teszi, melyet erősen kell védenie.

---

<sup>12</sup> Samuel P. Huntington nem kifejezetten gazdasági megközelítésben, de hasonló konklúzióra jutott. Szerinte a Nyugat nem eszméinek, értékeinek vagy vallásának felsőbbrendűségével nyerte meg a világot, hanem hatékonyságával, mellyel a szervezett erőszakot is alkalmazza. (Huntington, 2002)

Az elmúlt 30 év jelentős változásokat hozott e megközelítésben, különös tekintettel a 2008-as nagy pénzügyi válságra. A szovjet blokk bukása után újra népszerű kérdés lett, hogy miért lett sikeresebb az erre az időszakra egyeduralkodóvá vált „Nyugat” minden más társadalmi-gazdasági(-filozófiai) rendszerénél. Francis Fukuyama tétele a történelem végéről az egyik világhírűvé vált gondolat a tárgyban. Eszerint a liberális demokrácia az emberiség ideológiai fejlődésének a végpontja, a kormányzás végső formája és mint ilyen, az egyetemes történelem vége lehet. Könyvében Fukuyama a vállalkozókat és a vállalkozói szellemet is több oldalról elemzi, bár erről ritkán szoktak említést tenni. A liberális demokráciák egyik legfontosabb jellegzetességének tartja, hogy jelentős teret ad azoknak, akik többek szeretnének lenni másoknál, és ezt leginkább a vállalkozói tevékenység keretében engedi. Sőt, véleménye szerint a kapitalizmus nem csak megengedi, hanem pozitívan megköveteli a szabályozott és „szublimált megalotímiát” a vállalkozásoknál, azért, hogy jobbak akarjanak legyenek riváisaiknál (Fukuyama, 2006). Ezzel tulajdonképpen a könyv nem tért le a vállalkozói szellem értékelésének és értelmezésének fő útjáról, de a motivációs struktúra egyértelmű elfogadását tekintve az utolsók közé tartozik.<sup>13</sup> Sokkal később írta meg Fukuyama a Bizalom című könyvét, melyben már nagyobb jelentőséget tulajdonít a társadalmon belüli kisebb közösségek működésének, a vállalkozói szellemet ezeken a közösségeken belül látja már jól működőnek. Ezzel tulajdonképpen a McClelland féle hármas motivációs struktúra (a valahová tartozás iránti és a teljesítmény elérése iránti vágy, valamint a hatalom iránti szükséglet) valahová tartozási elemét emelte a teljesítmény iránti vágy fontossági szintjére (Fukuyama, 2022).

---

## Vállalkozók és vállalkozások társadalmi felelőssége

---

A modern társadalmaknak tehát szüksége van a vállalkozókra, a vállalkozói szellem elválaszthatatlan a modern piacgazdaságtól. A mai piacgazdaságok kialakulásának egyik

---

<sup>13</sup> Ha Fukuyamát említjük, akkor kihagyhatatlan Samuel P. Huntington is, aki – részben válaszul Fukuyama könyvére – a Civilizációk Összecsapása című könyvében kereste az akkori jövő világregdjét. (Huntington, 2002) Sokan vélik ma úgy, hogy Huntington jóslata a jelen háborús konfliktusaival egyértelműen megvalósult, és a vitát „megnyerte”, de azt meg kell említenünk, hogy a két könyv elméleti módszertana sokban eltérő, ezért összehasonlításuk nehéz. Fukuyama alapvetően a liberális demokráciát elemzi mélyen és hasonlítja össze egyéb társadalomszervezési megoldásokkal, míg Huntington inkább a kulturális különbségekre, és az ebből fakadó potenciális feszültségekre – sokszor múltbeli esetek tükrében való – elemzésére helyezi a hangsúlyt. A vállalkozókról, vállalkozói szellemről például egy szót sem ír.

legnagyobb felismerése, hogy a közösség vállalkozóvá vált tagjaiban jelentős, az egész közösségre kiterjedő fejlődési lehetőségek rejlenek. Erőtéljes hatása van a vállalkozóknak a társadalom felépítésére, működésére is.<sup>14</sup> Ahogy az OECD fogalmaz, a vállalkozás sokkal több, mint kockázatot vállalva saját üzletet indítani és beszállni a versenybe. A vállalkozások társadalmi szinten munkahelyeket és jólétet teremtenek. A bennük lévő dinamizmus nélkül a globalizáció kihívásai és a strukturális változások által okozott nehézségek leküzdhetetlenek lennének (OECD, 1998). Schumpeter szintén a vállalkozói szellemben találta meg a gazdaság fejlődésének mozgatórugóját, amely innovációs képességével és diszruptív folyamataival újra és újra ki tudja mozdítani a gazdaságot statikus egyensúlyi helyzetéből (Schumpeter, 2021).

Az elmúlt évszázadokban sokat változott, finomodott a vállalkozói szellem társadalmi szerepének értékelése, de ezzel együtt az alapok nem változtak meg. Továbbra is meghatározó a társadalmi szintű növekedés iránti vágy, amit a (leginkább pénzügyi) nyereség iránti vágy által mozgatott vállalkozók nélkül nem lehet elérni hosszabb távon. Napjaink vállalkozói – még a kedvesen dinamikus startup vállalkozók is – sok szempontból ugyanolyanok, mint ők. „Hősi” vállalkozók, ahogy Sophie Boutillier és Dimitri Uzunidis fogalmaz. Szerintük emellett – összhangban a fentiekkel – máig tipikus alapélménye a vállalkozónak, hogy a gazdaság súlya a vállán nyugszik, míg a társadalom nagyobb része (beleértve annak vezetőit is) figyelmen kívül hagyja, vagy úgy tesz, mintha figyelmen kívül hagyná ezt (Boutillier & Uzunidis, 2014).

Mára a fejlett gazdaságokban a vállalkozókat nagyjából persze már megszelídítették, szabályok és a szabályokat érvényesítő intézmények közé szorították, vállalkozássá váltak. Az alapokat azért érdemes mégis felidézni, mert nem szabad elfelejteni, hogy a vállalkozói lét tűzben született, és az alapvető „genetikája” nem változott meg az évszázadok során. A szabadpiac ideológiája eredeti, legtisztább (és legkegyetlenebb) formájában minden egyént motivált arra, hogy pontosan úgy cselekedjen, ahogy neki jó. Ezen elméletek szerint a társadalom így teremti meg összességében a legtöbb értéket. Még ma is olvashatóak olyan elemzések, melyek azon az állásponton vannak, hogy az egyenlőtlenségek ellenére is ez a rendszer eredményezi a legnagyobb jólétet, ahol a szegény is gazdagabb, mint bármilyen más rendszerben lenne (Holy Father, 2020).

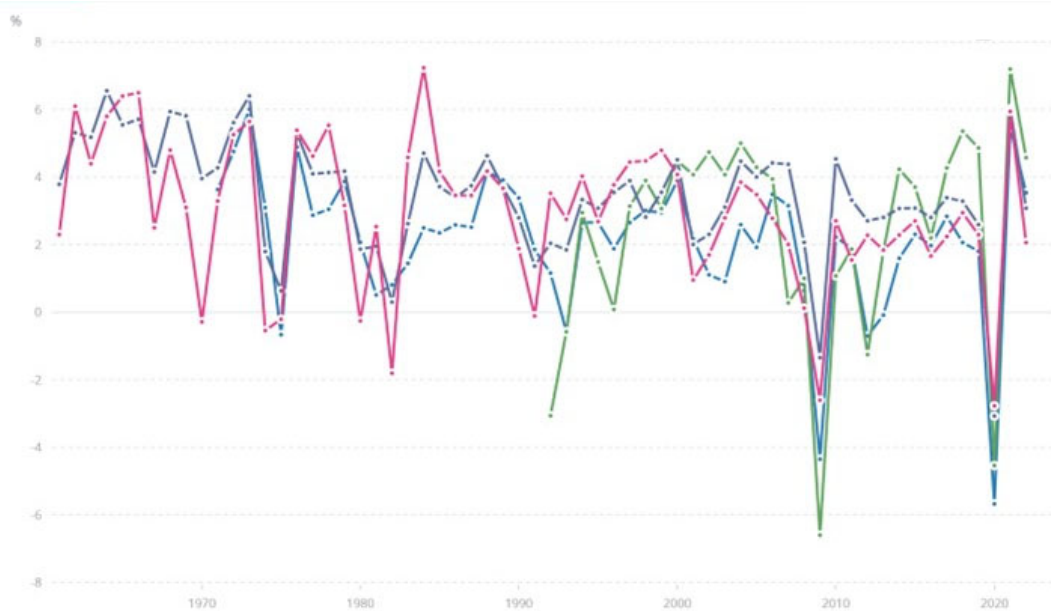
---

<sup>14</sup> Etzioni például a vállalkozói tevékenységet olyan hajtóerőként mutatja be, mely folyamatosan teszteli az aktuális társadalmi valóságot, és módosításokat indukál annak szerkezetén, ha a környezet változásai ezt megkívánják. (Etzioni, 1987)

A 90-es és a 2000-es években a fejlett gazdaságokban összességében pozitív maradt a vállalkozói (és pénzügyi) világ megítélése. Új piacok nyíltak számukra, új technológiai lehetőségek keletkeztek, és a korábbi évtizedekben nehézséget jelentő amerikai monetáris politika is konszolidálódott. Természetesen voltak kivételek, például Japán, de ez a nagy képen nem változtatott. A 70-es és 80-as évek volatilitásához képest – a 2000 környéki dot-com válság rövid távú hatásától eltekintve – 1990-től a 2007-2008-as válságig viszonylagos békeidő volt a világgazdaságban is, ahogy az alábbi, 1. ábrán is látható. Magyarországon (és a régióban) kevésbé volt jó a helyzet, ez is oka részben a vállalkozók 90-es évekbeli negatív megítélésnek, a vállalkozási hajlandóság csökkenésének.

A 2008-as válsággal ez a viszonylag pozitív kép megszűnt. A növekedés nem indult be a korábbi mértékben, a neoliberális gazdaságpolitika hegemoniája pedig véget ért, ezt mutatja a 1. ábra 1. ábra – A világ (●), az Egyesült Államok (●), az EU (●) és Magyarország (●) GDP növekedése 1961 – 2022 (éves %) is.

1. ábra – A világ (●), az Egyesült Államok (●), az EU (●) és Magyarország (●) GDP növekedése 1961 – 2022 (éves %)



Forrás: Világbank (The World Bank, 2022), saját szerkesztés

A 2000-es években megindultak a vállalkozói világot szociális, környezeti és vállalati irányítás szempontból változtatni kívánó irányzatok. Az ENSZ kezdeményezésére már a nagy pénzügyi válság előtt megszületett a „Who Cares Wins” című riport (UN, 2004), mely a pénzügyi szektor jelentős szereplőinek szakmai

támogatását is megszerezte. Az ESG<sup>15</sup>, mint kifejezés tulajdonképpen ebben a riportban született meg, és bár az ezt követő években nem ért el jelentős változásokat, mára az Európai Unióban például megkerülhetetlen kérdése lett a vállalkozói finanszírozásnak és szabályozásnak.

A vállalkozókat elemző tudományos élet is alakult ebben az időszakban, megerősödött például a szociális vállalkozások iránti érdeklődés (Brown, et al., 2004), (Austin, et al., 2006).

Az ezt követő, nyugati társadalomról és annak – többek között – a vállalkozókhoz való viszonyáról születő írások már kevésbé voltak optimisták a jövőt illetően. Niall Ferguson, Daron Acemoglu, James A. Robinson, Yuval Harari – a modern világ népszerű írói közül néhány, akik történelmi, intézményi közgazdasági és kultúrantropológiai szempontokból elemezték a „nyugat” sikerét, és a rá leselkedő veszélyeket. Kihangsúlyozták, hogy a társadalom vállalkozó szellemű tagjainak értése, valamint a számukra megfelelő motivációs (és korlátozó) rendszer kialakulása nélkül nem történhetett volna meg az ugrásszerű fejlődés. Egyúttal a modern piacgazdaság jelenlegi működésének veszélyeire is felhívták a figyelmet, részben általános, történelmi távlatú megközelítésekben (birodalmak jellemző életciklusa alapján például), de sok konkrét veszélyt is bemutatnak, mint a demográfiai változások, éghajlatváltozás, migráció, élelmiszerellátás kockázatai vagy a technológiai változások. (Ferguson, 2011), (Acemoglu & Robinson, 2013), (Harari, 2022)

Másik oldalról a szociális érzékenység, a szolidaritás hiánya, az egyfajta elembertelenedés többször felmerült a modern piacgazdaság kritikusai részéről az elmúlt évszázadokban, és ezek a hangok szintén felerősödtek az elmúlt évtizedekben, főleg a nagy pénzügyi válság után. Ezért ez a kérdés már a menedzsment tudományokba is beszivárgott, Alford és Naughton például a vállalkozás és az etika kapcsolatát elemzi, az integritás, a személyes felelősség és emberi szolidaritás perspektívájából (Alford & Naughton, 2001). Ehhez a katolikus egyház tanításaiából is merítenek ugyanúgy, ahogy Tornielli és Galeazzi, akik Ferenc Pápa eszmei iránymutatása alapján tagadják azt a neoliberális alaptételt, hogy minél gazdagabbak lesznek a gazdagok, annál jobb lesz az

---

<sup>15</sup> Az ESG mozaikszó az angol Environmental (környezet), Social (társadalom), Governance (vállalatirányítás) szavakból ered, lényegében egy szempontrendszer, amely alapján az adott vállalkozás minősíthető. A társadalmilag felelős vállalkozások erősítését célozza.



élete a szegényeknek is, és már nem is igazán tartják kereszténynek a neoliberális rendszert, amely szerintük a reálgazdasággal már semmilyen kapcsolatban sem áll (Tornielli & Giacomo, 2015). Ferenc Pápa a saját maga által írt enciklikájában sem spórol a kritikával. Véleménye szerint egyes gazdasági szabályok hatékonyak bizonyultak a növekedés, de nem az általános emberi fejlődés szempontjából. *„A gazdagság nőtt, de az egyenlőtlenséggel együtt, ami azt eredményezte, hogy a szegénység új formái jelennek meg.”* Cáfolja továbbá azt az állítást, hogy a modern világ csökkentette a szegénységet, a szegénységet ugyanis olyan múltbeli kritériumokkal mérik szerinte, amelyek nem felelnek meg a mai valóságnak. *„Korábban például az elektromos energiához való hozzáférés hiányát nem tekintették a szegénység jelének, és nehézségek forrásának. A szegénységet mindig az egyes történelmi időszakokban rendelkezésre álló tényleges lehetőségekkel összefüggésében kell értelmezni és mérni.”*<sup>16</sup> (Holy Father, 2020)

A legjobban talán a már bemutatott ESG fogalomrendszer ad keretet a vállalkozók káros hatásainak elemzésére. Úgy kell vállalkozni, hogy az ne használja el túlzottan a természeti környezetet (E) és az embert (S), valamint ne éljen vissza túlzottan a hatalommal (G).

Ferguson gondolatai kíváncsok ide, aki szerint ugyanakkor még mindig ez a nyugati „csomag” nyújtja az emberiség számára a legjobb gazdasági, társadalmi és politikai intézményrendszert, amely a leginkább szabadjára engedi az emberi kreativitást, és ezek segítségével lehet a XXI. század előttünk álló problémáit megoldani (Ferguson, 2011). A nyugat egyik fő teljesítménye, hogy a vállalkozók küldetését összhangba tudta hozni a stabilitással. Weber is a küldetés, mint erkölcsi normát elemzi, ahol a küldetés a kezelt termelőeszközök növelése (Weber, 2020).

Az természetesen látszik, hogy ezt az „összhangba hozást” modernizálni kell. Nem biztos ugyanakkor, hogy teljesen új alapokra kell helyezni, például meg kell kérdőjelezni a vállalkozások szerepét a társadalmakban. Amikor vállalkozói értékteremtésről,

---

<sup>16</sup> Még szélsőségesebben fogalmaz a magántulajdon kérdésében, eszerint „a keresztény hagyomány soha nem ismerte el a magántulajdonhoz való jogot abszolútnak vagy sérthetetlennek, és mindig úgy vélte, hogy a magántulajdon intézményének elsődleges a társadalmi szintű célokat kell szolgálnia.” Ez a gondolat a javaknak egyfajta közös használatának az elvét jelenti, amely – itt II. János Pált idézi Ferenc – „a teljes erkölcsi és társadalmi rendszer fő elve. (Az idézetek saját fordítások az enciklika angol verziója – [https://www.vatican.va/content/francesco/en/encyclicals/documents/papa-francesco\\_20201003\\_enciclica-fratelli-tutti.html](https://www.vatican.va/content/francesco/en/encyclicals/documents/papa-francesco_20201003_enciclica-fratelli-tutti.html) – alapján.)

vállalkozói szellemről vagy vállalkozói ismérvekről beszélünk, akkor szem előtt kell tartanunk, hogy a vállalkozókkal szemben támasztott újabb szociális, környezeti és vállalatirányítási elvárások hogyan illeszthetőek a vállalkozóktól amúgy továbbra is elvárt társadalmi szintű hozzáadott-érték teremtő feladathoz.

Érdemesebb tehát alaposabban megérteni, hogyan változtak azok az input és output faktorok, melyeket a vállalkozónak kezelnie kell, és ehhez milyen módon igazodtak, igazodtak-e a társadalmi intézményrendszerek. Amit biztosan tudunk, hogy a vállalkozóknak hozzáadott értéket kell továbbra is előállítaniuk a megváltozott körülmények között is. Rózsás Tamás hivatkozik Matthias Lücke kutatásaira (Rózsás, 2007). Lücke eredményeinek a hozzáadott érték szempontjából lényeges vonatkozásai a következők:

- hozzáadott érték növekedésének alapja a termelékenység növekedése;
- a magas hozzáadott érték fenntartása az alacsonyan képzett munkaerőn és fizikai tőkén alapuló ágazatokban nem tartós;
- tartósan magas hozzáadott értéket csak a magasan képzett munkaerőt igénylő iparágak tudnak elérni, az ilyen munkaerő létrehozása azonban befektetést igényel;
- a termelékenységnövekedés haszna fokozatosan átkerül a fogyasztókhöz.

A 3. pont felvet egy izgalmas kérdést, melyet Haskel és Westlake is érint (Haskel & Westlake, 2023). Azt állítja ugyanis, hogy létezik olyan, hogy „magasan képzett munkaerő”, mely tartósan magas hozzáadott értéket tud termelni. Haskel és Westlake ugyanakkor nemzetgazdasági szinten kimutatta, hogy valójában ez is dinamikus kérdés, és csak addig eredményez magasabb hozzáadott értéket, amíg a piaci nem alkalmazkodik hozzá. A vállalkozásokról való stacionárius gondolkodás olyan csapda, melybe sokan beleesnek. A magasan képzett munkaerő fenntartásához folyamatos tanulási (és változási) képesség kell, ez tesz egy szervezetet folyamatosan magas hozzáadott érték teremtésére alkalmassá.

---

## **Tudástőke, immateriális eszközök**

---

Jól szimbolizálja mindezt a pálmafák növekedési biológiája. A pálmafa ugyanis csak a csúcsában tud nőni. A törzs vastagodása főként az első néhány évben történik, amikor a

pálmafák még fiatalok és növekedésben vannak. A törzs későbbi növekedése inkább a hosszúságának a növekedését jelenti, ahogy a pálmafák új leveleket fejlesztenek ki a növény tetején. Bizonyos mértékű vastagodás természetesen azért történik, de ez inkább egyfajta tömörülés, új „érték” nem keletkezik a törzsben.

Visszatérve a vállalkozókra, számukra a kialakult tudásalapú gazdaságban **a tudástőke vált a kritikus termelékenységi faktorrá**, ez a „pálmafa csúcsa”, ezért a jelen és a közeljövő nagy kérdése az, hogyan tud a vállalkozó lépést tartani a gyorsuló mértékben keletkező tudással.

Másik nagy kérdése a vállalkozó értékteremtő képességének a hozzáadott érték mérésének, meghatározásának változása. A modern vállalkozói lét kezdetekor, a 18-19. század fordulóján minimális szabályozás volt a nyereség meghatározására vonatkozóan. Ami a végén a zsebben maradt, az volt a profit, a „hozzáadott érték”. Mára egy komolyabb vállalkozónak szigorú nemzetközi számviteli elszámolási rendszerben kell meghatároznia az általa termelt hozzáadott értéket – többek között azért, mert a hozzáadott érték mint statisztikai kategória már szigorúbb könyvviteli rendet igényel –, mely sokszor csak közvetett, időben eltoltt kapcsolatban van a számláján (zsebében) levő pénzzel. Ez most kiegészül számos olyan elemmel, mely a **vállalkozás társadalmi költségeit szándékozik internalizálni**. Azaz csökken a hozzáadott érték a közvetlenül nem, de a társadalom számára jelentkező költségekkel, tér és időbeli korlátok nélkül, és hasonló logika alapján nő a társadalom számára jelentkező bevételekkel. Ez természetesen egy jó változás, de a vállalkozó számára komoly adminisztrációs terhet jelenthet, melyhez az alkalmazkodás csökkentheti a hozzáadott érték teremtési képességét. Ez a jelenség is beleilleszthető a tudásalapú gazdaság logikájába.

A vállalkozói világ leginkább értékteremtő része, a pálmafa csúcsa tehát jelenleg egyfajta alkalmazkodási fázisban van. Erre vagy van tartaléka, vagy tud rá külső finanszírozást szerezni, vagy tönkremegy. Jelen dolgozat tárgya annak vizsgálata, hogyan tud a pénzügyi rendszer és a reálgazdaság ebben a folyamatban együttműködni a magasabb hozzáadott érték és ezáltal a gazdaság magasabb szintű növekedése érdekében.

Tekintettel arra, hogy a hozzáadott értéket jelentősen növelni kívánó vállalkozóknak a tudásalapú gazdaságban a tudásért folyó versenyben kell részt venniük, a finanszírozás a tudástőke bővüléséhez is kell, azaz az **immateriális eszközöket is meg kell tudni finanszírozni**. Kérdés, hogyan lehetséges ez. Tudjuk-e egyáltalán megfelelően definiálni

az immateriális eszközöket, és ha igen, beilleszthető-e ezek finanszírozása a tőke- és pénzügyi eszközök elméleti és szabályozási logikájába úgy, hogy közben a vállalkozói inputok és outputok kockázata és értékük bizonytalansága nő?

A jelenleg zajló tudományos és technológiai forradalom a kisebbek számára is kitörési lehetőség. Olyan platformok jönnek létre, melyek sokkal könnyebbé tehetik a fejlődést, számos belépési korlát szűnik meg vagy alakul át, és a forradalom egyelőre „permanens”.

Minden új lehetősége mellett ugyanakkor ez egy tudásalapú változás, amiről le lehet maradni, jelentős a digitális dualitás veszélye. Ahhoz, hogy a KKV szektor sikeresen vegye az akadályt több mindenre szüksége lesz, de egy új finanszírozási megközelítésre mindenképpen. Ezt az immateriális javak finanszírozhatósága mellett közép- és hosszú távon a fenntarthatósági kérdések is befolyásolják.

# KUTATÁSI KÉRDÉS, HIPOTÉZISEK ÉS KUTATÁSI MÓDSZER

---

Érdeklődésünk tágabban értelmezett tárgya az, hogy a vállalkozók a társadalom és gazdaság számára hogyan tudnak hozzáadott értéket generálni, és erre a széles értelemben vett társadalmi környezet milyen hatással van. Azt a metszetet keressük, ahol a „*vállalkozói szellemből fakadó vállalkozói cselekvés*” (Ahmad & Seymour, 2008) fenntartható értékteremtést eredményez valódi, nem társadalmi és környezeti károkat okozó termelékenységgeljavulással, különös tekintettel a tudásalapú gazdaság kialakulására és további fejlődésére.

---

## Kutatási kérdés

---

A kérdés jelen értekezésben az, hogy a vállalkozó, illetve a vállalkozás immateriális tőkéjének növelésében milyen szerepet játszhatnak a tőke- és pénzpiaci instrumentumok. Azt vélelmezzük ugyanis, hogy makrogazdasági szinten ez a kérdés jelentősen befolyásolja a növekedési lehetőségeket.

Ehhez szükséges a **vállalkozó és a vállalkozás, az immateriális tőke**, illetve ezek **finanszírozási intézményrendszerrel való együttműködésének** elméleti áttekintése. A kérdések a következő perspektívákból elemezhetőek:

- A vállalkozó, mint individuum attitűdjei, képességei, tudása, azaz saját immateriális tőkéje mennyiben számít a vállalkozás sikeres működésében? Azaz, **kit** kell finanszírozni?
- A vállalkozás, mint individuumok együttműködése milyen olyan jellegzetességekkel bírhat, melyek a vállalkozás sikeréhez hozzájárulhatnak immateriális tőkeként? Itt is az a kérdés, hogy **kit** kell finanszírozni?
- Az immateriális tőke közvetlenül is egyre inkább elemzés tárgya, külön szakirodalma alakult ki. Milyen definíciói léteznek, milyen kategóriákra bontják őket, és ezeknek milyen szerepe van a vállalkozások számvetési elszámolásaiban, piaci értékelésében, illetve a makrogazdasági szintű növekedési (GDP)

számításokban? A kérdés az értekezés szempontjából az, hogy **mit** kell finanszírozni?

- Utolsó kérdés, hogy a finanszírozási intézményrendszer hogyan veszi, és hogyan vehetné figyelembe az immateriális eszközöket a vállalkozók és vállalkozások finanszírozásra vonatkozó döntéseiben? Azaz a kérdés itt az, hogy **hogyan** kellene, hogyan lehet finanszírozni? A pénzzel kapcsolatos, elsősorban finanszírozási döntések és a makrogazdasági szintű finanszírozási keretrendszer kiemelt szerepet játszanak. A „pénzügyek” világát a gazdaság legracionálisabban gondolkodó területének tartjuk. Hogyan lehet összeegyeztetni ezt a vállalkozói, vállalkozási attitűdök és személyiségek sokszor irracionálisnak tűnő működésével? Illetve, valóban annyira racionális-e a pénzügyek világa, ahogy azt gondoljuk?

A releváns szakirodalom alapján a matematikai, statisztikai jellegű racionalitás mellett a vállalkozók és vállalkozások attitűdjeit, személyiségjegyeit is vizsgáljuk abból a perspektívából, hogy ezek milyen hatással vannak egy adott szektor, klaszter vagy egy egész ország gazdasági struktúrájára és növekedésére. Található-e olyan összefüggés, amely szerint egy vállalkozói személyiség-típus „struktúra”, vagy jellemző vállalkozási kultúra döntéseivel hatással van egy nagyobb egység gazdasági teljesítményére, struktúrájára.

A kutatás tehát kiegészíti a KKV szektor forrásösszetétel-elemzésének kutatását a döntéshozók attitűdjének szerepével. A szakirodalomban sok olyan tanulmánnyal találkozni, amelyek a vállalatok hiteleinek aktuális mértékét magyarázzák és ehhez a vállalat korát, eszközeit, a gazdaság egyéb mutatószámait (GDP, infláció), a tőkeáttételt, esetleg a csődök számát alkalmazzák (Baral, 2004), (Zhao, et al., 2006), (Ryan, et al., 2014), (Jensen & Uhl, 2008). Van olyan tanulmány is, amely a vállalkozások különböző finanszírozási formáinak a növekedésre gyakorolt hatását vizsgálja (Antal-Pomázi, 2011). Míg ezek ténylegesen jelentős szereppel bírnak, feltételezhető, hogy a finanszírozási döntést meghozó vezető vagy tulajdonos, illetve a másik oldalon a finanszírozó attitűdje is számít a döntéshozatalban. Olyan tanulmány ritka, ahol a finanszírozás struktúráját – legalább részben – attitűdökkel, mint magyarázó változókkal elemzik.

Nemzetgazdasági szinten a fenntartható növekedés csak bizonyos makrogazdasági szintű tőkeáttétel, finanszírozás mellett valósítható meg. Következésképpen a vállalkezési szinten a forrászervezetről hozott döntések nemzetgazdasági hatással bírnak.

Az értekezés hipotézisei az előzőekben összefoglaltak figyelembevételével a következők:

---

### ***Hipotézis 1***

A KKV-k forrászervezete összefüggésben van ország, szektor és / vagy egyéb klaszter-specifikus magyarázó változókkal, a vállalkozás méretével, a hozamkörnyezettel, valamint a vállalkozói attitűdökkel. Ezt az összefüggésrendszert torzítják a támogatások.

---

### ***Hipotézis 2***

A KKV-k immateriális eszközökbe történő beruházásai és forrászervezetük között van összefüggés.

---

### ***Hipotézis 3***

A KKV szektor forrászervezete szerepet játszik a KKV szektor összesített finanszírozottságában, és ennek hatása van makrogazdasági szinten is.

---

## **Kutatási módszer**

---

A kutatás során feldolgozásra kerül a releváns szakirodalom: a vállalkozóval, vállalkozással és a vállalkozói szellemmel kapcsolatos közgazdaságtudományi kutatások, ezek elmélettörténeti összefüggései, egyes pszichológiai vonatkozásai valamint a nemzetközi gyakorlat definíciói. A forrászervezettel és a bizonytalansággal kapcsolatos elméleti kérdések, valamint a külső finanszírozási kérdések szintén elemzésre kerülnek.

Vállalkozói szellem nem csak a KKV szektorban van. Egy nagyvállalatban is lehet vállalkozói szellem például, vagy a szociális és az egyházi szférában is. A vállalkozók és a vállalkozói szellem nem kizárólag a kis- és középvállalkozásokra vagy az önálló vállalkozókra vonatkozó fogalmak, ahogyan azt sok tanulmány célszerűségéből gyakran feltételezi. „*A vállalkozás, mint meghatározható jelenség bizonyos sajátosságokat tükröz,*

*amelyek a megvalósulás folyamatához kapcsolódnak, és ez nem kizárólag a kisvállalkozások vagy vállalkozók sajátja. Nyilvánvaló, hogy a nagyvállalatok vállalkozói szelleműek lehetnek, és fontos, hogy ezeket a vállalatokat sem szabad figyelmen kívül hagyni a policy döntések meghozatalakor.”* (Ahmad & Seymour, 2008, p. 5) A nagyvállalatok sokszor valóban komoly erőfeszítéseket tesznek a belső vállalkozói szellem megerősítésére. Az „agile” koncepció például divatos volt az elmúlt években, és „tribe”-ok is alakultak számos multinacionális vállalatnál a 2008-as válság után.

Ennek ellenére jelen értekezésben a KKV szektor elemzésére szűkítem vizsgálataim specifikusabb pontjait, ugyanis elegendően jelentős szerepet töltenek be a vizsgált gazdaságokban, és könnyebben mérhető a vállalkozói szellem működése a hivatalos beszámolóikban, mint egy nagyvállalatnál, vagy társadalmi szinten, ahol könnyen eltűnik egy-egy belső vállalkozói eredmény a nagy számok között. Ezek ugyanis könnyebben strukturálják át belül a forrásaikat, ezért nehezebb megvizsgálni, hogy egy adott forrásból származó pénz mire és mikor kerül felhasználásra.

A vizsgált adatok jó értelmezhetősége érdekében a vállalkozó fogalma továbbá szűkítésre kerül az Európai Unió és pár kapcsolódó állam területén működő kis- és középvállalkozásokra, de ezek közül további kiszűrésre kerülnek egyes torzító tényezők, így kiemelten a pénzügyi szolgáltató szektorban működő és a mezőgazdasági vállalkozások. Bizonyos adatok az EU-n belül is csak egyes országokra állnak rendelkezésre, értelemszerűen ez ezen esetekben szűkíti az elemzés lehetőségeit.

Az elemzett adatok elsősorban az Európai Központi Bank 27. és 28. SAFE felméréseinek adatbázisából származnak (European Central Bank, 2023), (European Commission, 2022).<sup>17</sup> Ezek klaszterelemzéssel kerültek feldolgozásra, a két adatbázis összesen háromszor, két különböző módszerrel.

A vizsgálat célja az Európai Unióban lévő KKV-k attitűdjének felmérése az általuk alkalmazott pénzügyi eszközök tekintetében.

Az Európai Beruházási Alap (EIF) és a Trieri Egyetem által megbízott munkacsoport elemezte a 2013-ban, 28 EU tagországra és 9 egyéb országra elvégzett 9. SAFE felmérés finanszírozási struktúrára vonatkozó kérdését, szintén klaszterelemzéssel (European

---

<sup>17</sup> Az összes közös felmérés itt található: [https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance/data-and-surveys-safe\\_en](https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance/data-and-surveys-safe_en), a csak EKB számára készültek pedig itt: [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/all-releases.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/all-releases.en.html)



Commission, 2013), (Moritz, et al., 2015). Jelen értekezés ennek az elemzésnek részben a megismétlését, részben kiegészítését tartalmazza. Tekintettel az eltelt idő alatti módszertani változásokra a felmérésben, a két vizsgálat összehasonlító elemzése csak korlátozottan lehetséges.

---

## **Alkalmazott statisztikai eszközök bemutatása**

---

A vizsgálatok **klaszterelemzéssel**, valamint kisebb mértékben statisztikai és ökonometriai vizsgálatokkal (például: t-próba, korreláció az egyes adatok között, lineáris regresszió) készültek.

A klaszterelemzés a megfigyelt adatokat hierarchikus osztályokba rendezi, és ezzel lehetővé teszi a különböző csoportok összehasonlítását a passzív változók szerint. Az elemzés R programnyelven történt, módszere az eredeti tanulmányhoz hasonlóan a közismert “ward.D2”. Az egyes logikai vektorok között mért távolság meghatározására négyzetes euklidészi („SE”) és Jaccard távolságot is használ. Ez egy általános módszer, ami mint mennyiségi változó definiálja az 1-es és 0-s értékeket, azonban mivel az intézményrendszer, infrastruktúra kérdéskörét, mint minőségi kérdést is megközelíthetjük ennek tükrében az adataink is IGAZ / HAMIS (felvette / nem vette fel) értéket kaphatnak.

A t-próba során azt vizsgáljuk, hogy két mintában a valószínűségi változó átlagai megegyeznek-e. Így vizsgálható, hogy a különböző vállalati méretek és szektorok tőkeszerkezete között találunk-e statisztikailag szignifikáns eltérést. Az adatok együttmozgását a korrelációs együtthatóval tudjuk megvizsgálni. A lineáris regresszió segítségével meg tudjuk határozni, hogy egy függő változót (jelen esetben az adott társaságra jellemző hitelek változását) milyen független változók magyarázzák a leginkább. A regresszió esetében a többváltozós lineáris regresszió releváns, itt a függő változót több független változó határozza meg.

# A VÁLLALKOZÓI TELJESÍTMÉNY – VÁLLALKOZÓI ATTITÚD – IMMATERIÁLIS TŐKE A SZAKIRODALOM ALAPJÁN

---

A vállalalkozói, vállalalkozási teljesítmény elválaszthatatlan a vállalalkozói attitúdtól és a vállalalkozási kultúrától. Továbbá feltételezzük, hogy ezek szoros kapcsolatban vannak a vállalalkozó vagy a vállalalkozás immateriális tőkeképző képességével, ezért ezeket a kérdéseket egy fejezetben tárgyaljuk.

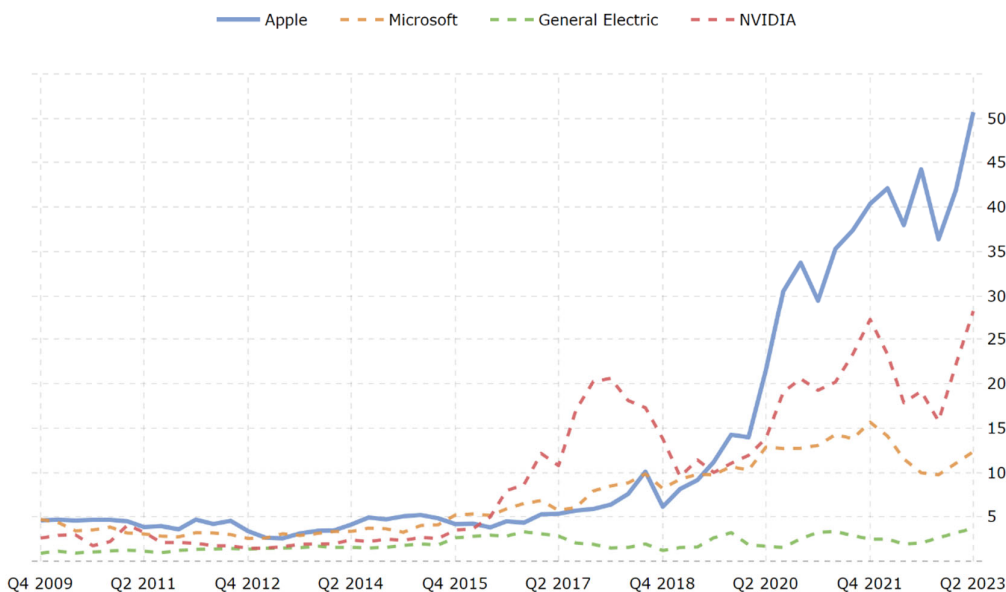
---

## Immateriális tőke

---

Mára jelentős különbségek alakultak ki a legnagyobb tőzsdei társaságok piaci kapitalizációja és számviteli eszközértéke között. A 2. ábra néhány nagyobb, ismert részvény P/BV arányának az alakulását mutatja.

2. ábra – Néhány nagyobb vállalalkozás P/BV értéke



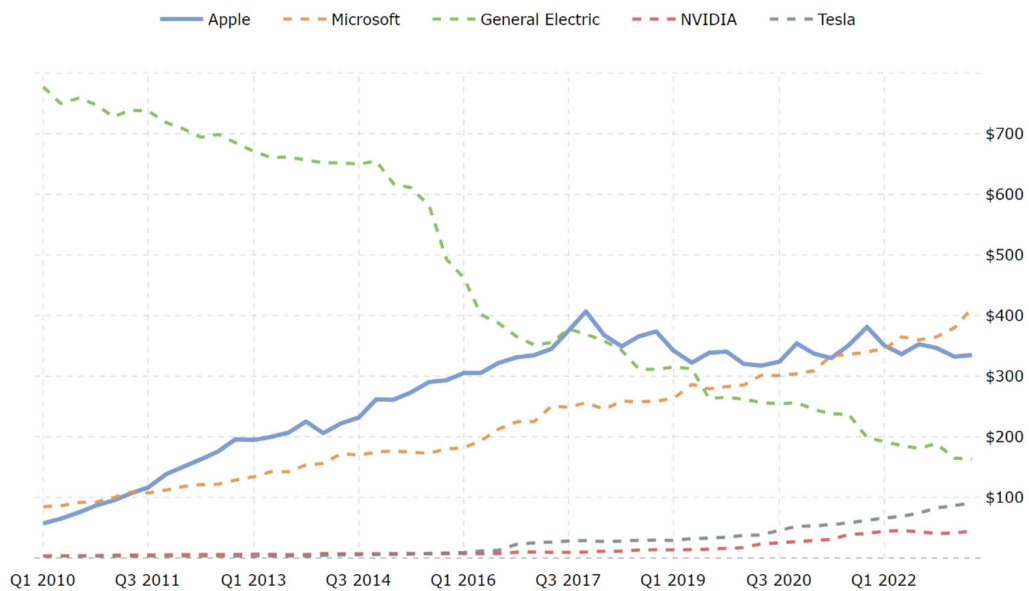
Forrás: macrotrends.net, saját szerkesztés

Már önmagában is sokat mondó az Apple több, mint ötvenszeresre nőtt P/BV értéke, melyet nyilván nem követett le a vállalalkozás eszközállományának növekedése, tehát egyéb faktorokkal magyarázandó. Érdeemes ezért megvizsgálni a teljes eszközállományt

is (3. ábra)3. ábra – Néhány nagyobb vállalkozás teljes eszközértékének változása (milliárd USD).

Jól látható, hogy az eszközállomány növekedése meg sem közelíti a P/BV arányt, amiből egyértelműen látszik, hogy a bemutatott időszak alatt a piaci kapitalizáció / teljes eszközállomány aránya jelentősen nőtt. Hasonló eredményre jutnak Corrado és társai is, egy némileg különböző részvényesomagon vizsgálva ugyanezt a kérdést (Corrado, et al., 2022, p. 4).

3. ábra – Néhány nagyobb vállalkozás teljes eszközértékének változása (milliárd USD)



Forrás: macrotrends.net, saját szerkesztés

A jogosan felmerülő kérdésre, hogy miért nem látszik a vállalkozás elkönyvelt eszközeiben ez az értéknövekedés, több válasz is lehetséges, erről Lev és Gu végzett egy alapos kutatást, amely egy korrigált  $R^2$  regressziós modellel mutatta be, hogy az 1950-es évektől kezdve a számviteli beszámolók egyre kevesebbet tudnak magyarázni a vállalkozások piaci értékéből. A vállalkozás könyv szerinti értéke például 80% feletti  $R^2$ -ről felére, körülbelül 40%-ra csökkent (Lev & Gu, 2016). Ez a kutatás és számos más elemzés is megerősíti, hogy a legnagyobb mértékben a nem látható, számvitelileg nem megfelelően bemutatott immateriális tőkeelemek azok, melyek a különbséget magyarázzák. Corrado és társai, valamint Lev és Gu is bemutatják például, hogy az immateriális tőkébe való beruházási arány az 1990-es évek vége felé meghaladta a materiális tőkébe való beruházási arányt, és azóta folyamatosan magasabb annál (Corrado, et al., 2022), (Crouzet, et al., 2022), (Bronnenberg, et al., 2022).

---

### *Az immateriális tőke felfedezése*

---

A vállalkozások elemzésében a kezdetektől fogva megjelent az immateriális tőke, mint a vállalkozási tevékenység egyik alapja. Ahogy már korábban említésre került, Jean-Baptiste Say például már kifejezetten külön termelési tényezőnek tekintette a tudós munkáját és kutatását, mellyel új tudásra tesz szert. Ezt a tudást a vállalkozó köti össze szerinte az egyéb erőforrásokkal, és így teremt értéket. Say ugyanakkor nem csak a **tudós tudását** jelölte meg az immateriális tőkeelemek közül, mint a vállalkozás nélkülözhetetlen elemét, hanem a vállalkozó **„intellektuális összetételét”** is, mely tartalmazza a morális és működési alapelveket, a döntéshozatali képességet, a szervezési képességet, valamint a bizonytalanság tűrésének és az esetleges negatív következményekért való helytállásnak a képességét is. (Say, 1971), (Boutillier & Uzunidis, 2014, p. 14) Ezek a kategóriák megfeleltethetőek a mai vállalkozások elemzése esetében például a működési modelleknek, ellátási láncoknak, logisztikai hálózatoknak, szervezeti kultúrának, döntéshozatali mátrixnak, vállalati kultúrának vagy kockázatkezelési szabályzatnak, azaz csupa olyan fogalomnak, melyet ma a vállalkozás immateriális tőkéje részének tekinthetünk.

Tulajdonképpen már Say-nél megjelent tehát az a kettősség, amely azóta is jellemző az immateriális tőke elemzésében. Elkülönül ugyanis a **technológiai tudás** (Say szerint a tudós által megszerzett tudás), ami jellemzően valamely output előállításához szükséges fejlesztést eredmény és a **személyes vagy szervezeti képesség és tudás** (a Say szerinti intellektuális összetétel), mely a vállalkozó vagy a vállalkozás belső működéséhez és a társadalomban való külső megjelenéséhez kapcsolódik. Egyes definíciók még immateriálisnak definiálnak (főleg számviteli szempontból) bizonyos materiális eszközök használatához kapcsolódó jogokat, mint például használati jog vagy vagyonkezelői jog, de ez nem jellemző és jelen értekezés szempontjából ezek nem relevánsak.

A vállalkozók és vállalkozások kutatásában Say után is ismétlődően megjelent az a vélemény, hogy az általuk teremtett érték nem csupán a felhasznált munkaerő és tőke eredménye, hanem lényeges input tényező a saját vállalkozói minőségük is. Egyesek, például Schumpeter szerint ez inkább a technológiai tudás – Schumpeter ezt összekapcsolja továbbá a teremtő rombolás, a diszrupció gondolatával – mások ezt a vállalkozó bizonytalanság-tűrő képességében, míg megint mások a márka felépítésének

képességében látják. Utóbbiakra példa a Bronnenberg és társai által kiemelt Arch Wilkinson Shaw, Ronald Coase vagy John Kenneth Galbraith<sup>18</sup> (Bronnenberg, et al., 2022).

Figyelemreméltó, hogy ehhez képest Corrado és társai szerint csak az 1970-es és 1980-as években tettek komoly erőfeszítéseket a kutatási és fejlesztési tevékenységeknek a növekedési tanulmányokban immateriális tőkeként való elismeréséért a vállalkozói és a makrogazdasági szintű neoklasszikus tanulmányokban (Corrado, et al., 2022). A márka stratégiai jelentőségű immateriális tőkeként való elismerése pedig még később került terítékre (Bronnenberg, et al., 2022).

A növekedési elméletek ezt követően reagáltak, az immateriális tőke jelentőségét a vállalkozások értékteremtő – és ezáltal nemzetgazdasági növekedést okozó – képességét lassan fogadták be a kutatásaikba. Solow, aki a növekedés kutatásának az egyik legnagyobb alakja, még csak a munkára és a tőkére alapozta a növekedési függvényeit, számára a technológiai tudás még exogén volt (Corrado, et al., 2022). Arrow learning-by-doing modelljében már megjelent egy véletlenszerű technológiai fejlődés, Lucas pedig felismerte, hogy a humántőke felhalmozható (Jones, 2019). Paul Romer volt az első a 80-as és 90-es években, akinek kutatásai a vállalkozásokban megjelenő „ötletek” endogén természetét ki tudták mutatni és ez széleskörben elterjedt. Ő a modelljeiben lényegében csak két változót különböztetett meg, az ötletet és minden mást (Corrado, et al., 2022), (Romer, 1990). Ki kell mindemellett hangsúlyozni, hogy Romer csak a technológiai tudást építette be modelljébe, a személyes vagy szervezeti képességet és tudást nem. A növekedési elmélet kutatóit természetesen foglalkoztatja, hogyan lehet a matematikailag nehezen megfogható, „láthatatlan” tőkét is beépíteni a modellekbe. Az immateriális tőke még teljesebb figyelembevételéhez a TFP modellek használata bizonyult célszerűnek. McGrattan viszonylag friss, 2020-as modellje az immateriális beruházásokat már beépíti egy többszektoros általános egyensúlyi modellbe, az immateriális beruházásokat pedig közbenső felhasználásról végső felhasználásra csoportosítja át (McGrattan, 2020).

---

<sup>18</sup> A vállalkozói kutatásokról részletesebben később lesz szó.

---

### *Az immateriális tőke mérésének problémái*

---

Az immateriális tőke növekedésben játszott szerepének lassú megértése probléma, mert így a vállalkozók és vállalkozások elemzésének a szintjén már korán megjelenő immateriális javakat illető kutatások csak lassan és későn tudtak átszivárogni a makrogazdasági modellezésbe, és ezáltal a gazdaságpolitikába vagy a politikai gazdaságtanba. Tekintettel arra, hogy a gazdasági, pénzügyi és számviteli szabályozásokat jellemzően a gazdaságpolitika irányítja, feltehetően azok esetében sem tartott a fejlődés, ahol az immateriális gazdaság. Minderről az az intuitív benyomásunk támadhat, hogy a valóság és annak számokkal való leképezése bizonyos mértékben elszakadhatott egymástól.

Ezt a sejtést érdemes másik oldalról, a számviteli, könyvviteli rendszerek szempontjából is megvizsgálni, mivel azok alkotják az immateriális tőke bármilyen más egyéb terület által végzett matematikai, statisztikai vagy közgazdasági elemzésének alapját. Mióta az emberi társadalmak egyes tagjai az egyszerű, a feleslegben megtermelt javak cseréjénél eggyel magasabb szintű kereskedelmi tevékenységet folytatnak, szükséges a tranzakciók könyvelése, az eszközök nyilvántartása, a haszon számszerű kimutatása. A vállalkozó korábban is csak ezek segítségével lehetett tisztában az eredményességével, valamint így tudta megtervezni a termelési, szolgáltatási vagy kereskedelmi folyamatait és az ehhez szükséges erőforrásokat, beleértve a pénzügyi vagy pénzügyi jellegű erőforrásokat is. Továbbá a különböző üzleti partnereivel, azaz beszállítóival, vevőivel, befektetőivel is ezek segítségével tudott jogilag és üzletileg megfelelően elszámolni. A későbbiekben pedig a vállalkozó által így lekönyvelt tételek alapján tudta a magasabb szintű társadalmi szerveződés – a város, tartomány, állam vagy még később a nemzetközi szervezetek – a teljes gazdaság szintjén számolni. Ahogy Lev és Gu írják, egy dologban most is kitűnően működik a számvitel, mégpedig a másokkal megkötött üzleti tranzakciók aprólékos regisztrálásában (Lev & Gu, 2016, p. 105).

Ezekben az elszámolási rendszerekben jelentős mérföldkövet jelentett a Luca Pacioli, reneszánsz matematikus által 1494-ben kiadott *Summa de Arithmetica, Geometria, Proportioni et Proportionalita* című művének *Particularis de Computis et Scripturis* címet viselő, 27 oldalas fejezete a kettős könyvvitelről, mely miatt sokan Luca Paciolit a

„Számvitel Atyja” megnevezéssel tisztelik meg ma is.<sup>19</sup> (Menyhért, 2020), (Lev & Gu, 2016) Pacioli ferences szerzetesként a kettős könyvelésnek teológiai és kozmológiai jelentést is tulajdonított, felidézve „az igazságosság mérlegét és Isten világának szimmetriáját egyaránt”, ezzel kifejezve, hogy a kettős könyvelésben alkalmazott tudás isteni jellegű, azaz az ember teljes mértékben meg nem értheti, ezért – és ez a lényeg – folyamatosan tisztában kell lenni azzal, hogy a számviteli tudás sosem teljes, csak törekedni lehet a tökéletességre.

A későbbiekben a pozitivista tudomány szemlélet ezt a szempontot nem tudta már befogadni. Ez is közrejátszhatott abban, hogy a számvitel az elmúlt évtizedekben sokak szerint eltávolodott a valóságtól. Baruch Lev, a „The End of Accounting” című könyv egyik írója egy beszélgetésben például úgy fogalmazott, hogy „*It is literally a joke*”<sup>20</sup>, Kay és King pedig arról írt, hogy a lerombolták azokat a szakmai és etikai elveket, melyek hosszú időn át jellemezték a számviteli (és a jogi) szakmát (Lev, 2022), (Kay & King, 2022).

Lev és Gu a számvitel valóságtól való eltávolodásának több okát is feltérképezték, ezek: a cégvezetők rossz előrejelzései és manipulációja<sup>21</sup>, a túlbonyolított riporting rendszerek, a rosszul vagy későn regisztrált üzleti események és elsősorban az immateriális javak számvitelének teljes kudarca (Lev & Gu, 2016). Valóban, az információs technológiákba, márkaépítésbe, humán erőforrás fejlesztésbe vagy informatikai rendszerfejlesztésbe fektetett összegekről nagyon nehezen, vagy egyáltalán nem lehet tájékozódni a szabványos számviteli beszámolókból. A 4. ábra például néhány nagy vállalkozás immateriális eszközállományát mutatja be a publikusan elérhető információk alapján, de

---

<sup>19</sup> Érdekes történet, hogy Pacioli-t plágiummal vádolták meg e munkája kapcsán, korábban azonban „*nem létezett mai értelemben vett szellemi tulajdon, hanem csupán a tudomány köztulajdona létezett*”, így a szellemi tulajdont ellopni sem lehetett, hiszen az mindenkié volt. (Menyhért, 2020) Ez tanulságos az immateriális javak birtokolhatósága tekintetében a mai kor számára, hiszen az immateriális tudás sok esetben nagyon gyorsan egyfajta közös tulajdonná képes válni, és a tudás első megszerzőjének tulajdonjogai gyorsan elveszhetnek.

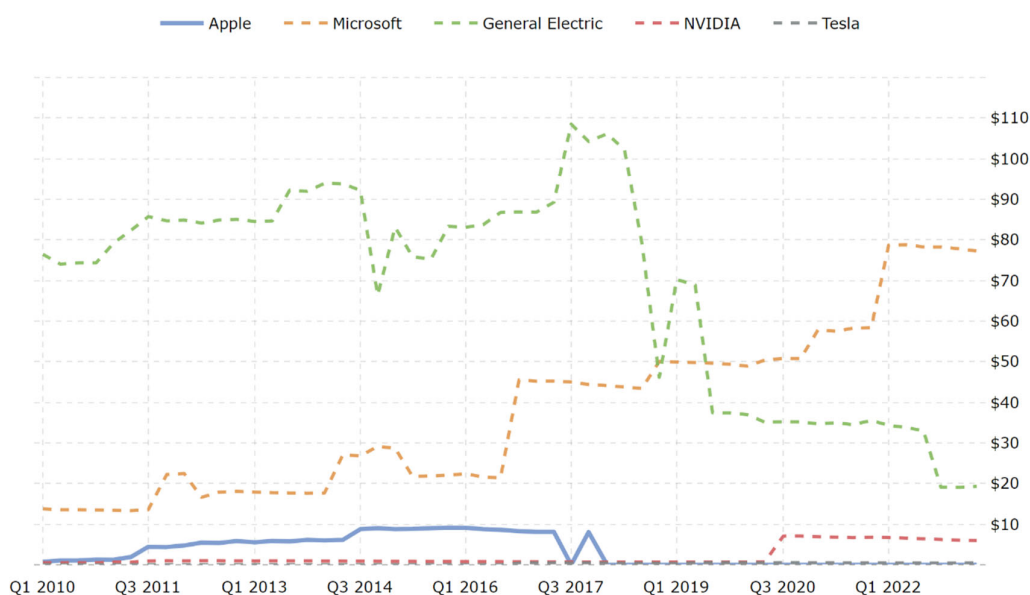
<sup>20</sup> „Ez egy vicc”

<sup>21</sup> „*A számviteli politika legális megváltoztatásán túl sajnos gyakran előfordulnak szándékos csalások, fehérgalléros bűnözési esetek is, amikor a vállalkozás menedzsmentje a kitűzött prémium, jutalom, előléptetési lehetőség reményében a lekülönbözőbb kreatív könyvelési technikákkal változtatja meg a valóságot, hamisítja meg, módosítja célirányosan a könyvelési adatokat, hogy minél kedvezőbb vagyoni, pénzügyi és jövedelmezőségi helyzetet, rózsaszínűbb képet fessen az általa vezetett cégről az érdekeltek – elsősorban a vállalkozás befektető és hitelezői – felé. Sőt, gyakran találkozhatunk ennek éppen az ellenkezőjével is – főleg, ha a tulajdonos és a vezető ugyanaz a személy –, amikor a társasági adó minimalizálására törekedve a valóságosnál jóval kevesebb eredményt (s egyben adóalapot) mutatnak ki a könyvekben.*” (Lukács & Zéman, 2018, p. 6)

látható belőle, hogy lehetetlen bármilyen következtetést levonni belőle például a 2. és 3. ábra kapcsán bemutatott dilemmára vonatkozóan.

Külön nehézséget jelent, hogy általában akkor engedi a számvitel az ilyen típusú költségek eszközként való aktiválását, ha egy másik féltől való akvizíció, esetleg egy másik féllel való összeolvadás során kerül beazonosításra, de akkor nem, ha házon belüli folyamat során. Tekintettel arra, hogy a legnagyobb összegeket immateriális javak fejlesztésére költő vállalkozások jelentősen megnöttek az elmúlt évtizedekben, a házon belüli fejlesztések nagyságrendje is jelentősen nőtt.

4. ábra – Néhány nagyobb vállalkozás immateriális eszközállományának változása (milliárd USD)



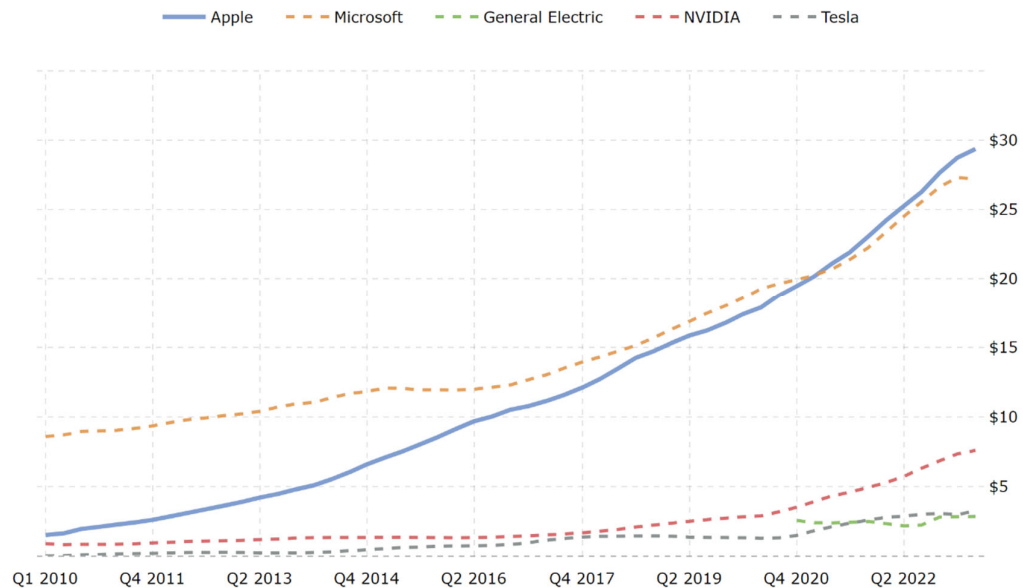
Forrás: macrotrends.net, saját szerkesztés

Számos vállalkozás fektetett például mesterséges intelligencia fejlesztésébe az elmúlt években, de a befektetők és egyéb stakeholderok nem kaptak arról transzparens és teljeskörű információt, hogy ezek a befektetések pontosabban milyen összegeket tettek ki, és mely területen történtek meg. Sokat számít egy befektetési döntésben, ha látszik, hogy a kiadások inkább IT rendszerfejlesztésbe, algoritmus-fejlesztésbe vagy a kapcsolódó humánerőforrás építésébe történtek. Ugyanakkor mivel ez nem kötelező, a vállalkozások ezeket az információkat üzleti titokként kezelik, és nem vagy nem elegendően részletesen mutatják be. Ezzel együtt a K+F-re fordított kiadások jobban lekövethetőek, mint egyéb immateriális eszközök esetében. Ezt mutatja az 5. ábra. Természetesen nem csak a tudományos érdeklődés, vagy befektetők miatt fontos az immateriális tőkével kapcsolatos információk transzparenciája és jól strukturált



kommunikációja. A banki finanszírozás sem tud ezek nélkül működni a jelenlegi intézményi struktúrában és logikában.

5. ábra – Néhány nagyobb vállalkozás K+F ráfordításainak alakulása (milliárd USD)



Forrás: macrotrends.net, saját szerkesztés

### ***Az immateriális tőke definíciói***

Az immateriális tőke finanszírozásáról való gondolkodáshoz szükséges alaposabban körül járni annak fajtáit és jellegzetességeit. Mára már számos kutatási terület vagy szakma foglalkozik az immateriális tőke kérdéskörével, úgy mint a növekedésméletek, termelékenységi modellek, GDP módszertanok, vállalatgazdasági kutatások, számvitel, vagy a piaci vállaltértékelések. Ezek mind használnak egyfajta definíciót és kategorizálást (vagy alapos szűkítést) a tárgyra vonatkozóan. Egyértelmű, mindenki által használt definíciót e viszonylag rövid idő alatt még nem sikerült kidolgozni. Az immateriális tőkének nincs egzakt, kutatási területek, szakmák és szabályozások által, nemzetközi szinten egységesen elfogadott definíciója.

Nemzetközi szinten az OECD 2013-ban elfogadott egy taxonómiát, mely

- a digitalizált információ,
- az innovatív tulajdon és
- a gazdasági kompetencia

kategóriákba sűrítette be a fogalmat, összefoglalóan tudásalapú tőkének nevezve azt (OECD, 2013). Ezen belül további alkategóriákat alkotott. Corrado és munkatársai is ezen kategóriák mentén folytatták le kutatásaikat (Corrado, et al., 2022).

Romer nem általában az immateriális tőkét elemezte, csak az „ötletet”, melyet Romer munkásságának elemzésében Jones úgy definiált, mint tervek vagy tervrajzok valami végrehajtásához vagy elkészítéséhez (Jones, 2019). Ez egy fontos része az immateriális javaknak, és már a vállalkozókat elemző közgazdászok 18. és 19. századi teoretikusai is külön elemezték.

Haskel és Westlake, akik kiemelkedő kutatói a témának, más perspektívából vizsgálták. Definíciójuk szerint az immateriális tőke:

- eszmék,
- tudás és
- kapcsolatok, melyeken a gazdaság alapszik (Haskel & Westlake, 2023).

Gyakorló magyar közgazdászok az immateriális szóval leggyakrabban a számvitelről szóló 2000. évi C. törvény szerinti magyar számviteli mérleg eszközoldalán, az „immateriális eszközök” kifejezésben találkozhatnak. Ezek definíció szerint nem anyagi jellegű eszközök, melyek forgalomképesek, valamint közvetlenül és tartósan szolgálják a vállalkozás tevékenységét. A magyar rendszer fő alkategóriái ezen belül:

- az alapítás-átszervezés aktivált értéke,
- a kísérleti fejlesztés aktivált értéke,
- a vagyoni értékű jogok,
- a szellemi termékek és
- az üzleti vagy cégérték.

Az üzleti vagy cégérték egy témánkhöz szorosan kapcsolódó kategória, mely egy vállalkozás akvizíciója során lényegében minden olyan értéket tartalmaz, amelyet a könyv szerinti eszköznyilvántartás nem, ennek jelentős része általában immateriális tőkének minősül. Ugyanakkor a fogalom túlzottan általános ahhoz, hogy jelen elemzés céljaira használható legyen. A vagyoni értékű jogokon belül találhatunk jelen értekezés fogalomrendszerébe egyértelműen illő (szellemi termékek felhasználási joga, márkanév, játékjog, licencek, egyes koncessziós jogok, egyes játékjogok) és materiális eszközökhöz

kapcsolódó, azaz nem kifejezetten az eddig bemutatott logikába illeszkedő (bérleti jog, használati jog, vagyongazdálkodási jog, egyes koncessziós jogok, egyes játékjogok) alkategóriákat is. Fontos alkategóriák találhatók még meg a szellemi termékeken belül, úgy mint találmány, gyártási eljárás, know-how, szoftver, védjegy, iparjogvédelemben részesülő szabadalom és ipari minta.

Az IFRS rendszerében az IAS38-as irányelv tartalmazza az immateriális eszközök számviteli kezelését több kivétellel, melyeket más IAS irányelvek tartalmaznak. Tipikus kivétel az üzleti- vagy cégérték (goodwill), ami egy fontos különbség a magyar számvitel szerkezetéhez képest. Immateriális eszközként mérlegre vehetőnek tekintik azon nem pénzügyi, nem anyagi jellegű eszközöket, melyek a vállalkozás múltbeli tevékenységéből (vásárlásból vagy saját előállításából) jól azonosítható módon származnak, kontrollálhatók, és jövőbeli megtérülés várható belőlük. Számos külön szabály vonatkozik ezek mellett a figyelembe vehető kiadásokra, ezek elhatárolására. Tipikus immateriális eszközök:

- szabadalmak, szoftverek, adatbázisok, üzleti titkok,
- márkajelek és hasonlóak, például internet domain nevek,
- franchise szerződések,
- import kvóták,
- üzleti kapcsolatok,
- marketing jogok,
- video és audiovizuális anyagok,
- jelzálogjogok,
- licencek, jogdíjak, standstill megállapodások.

Látható, hogy az IFRS, a magyar számvitelhez és az OECD taxonómiához hasonlóan, tartalmaz olyan immateriális eszközöket, melyekre az immateriális tőke kutatásai nem tipikusan vonatkoznak. Ezek jellemzően vagy valamely materiális eszközhöz kapcsolódnak, vagy egyéb okokból nem vonatkozik rájuk az immateriális eszközök elemzésekor legtöbbször feltételezett nem rivális jelleg. Más tekintetben ugyanakkor hasonlóak, mint a nem rivális immateriális eszközök.

Nincs még összekötve az immateriális tőke kutatásával, de részben oda tartozik a társadalmi felelősségvállalás kiterjesztett, ESG szerinti tartalma is. Ma már nagyon sok tőkealap csak ESG minősített vállalkozást tud finanszírozni, és a bankrendszerben is megjelent az ESG elvárás. Azaz egyértelmű, immateriális és materiális elemeket is tartalmazó tétellé vált az ESG kompatibilitás, mely a vállalkozás össztársadalmi hatásait próbálja megragadni. Teljeskörű bevezetése esetén egyfajta „stakeholder” kapitalizmus valósulna meg, melyben **egy adott vállalkozó vagy vállalkozás mérlegében az összes általa előidézett társadalmi hatás megjelenne**, mind a fizikai környezeti, mind a szociális (beleértve lelki), mind „hatalmi” vonatkozásban. A releváns EU jogszabály már most azt javasolja, hogy „*a „nem pénzügyi információ” helyett a „fenntarthatósági információ” kifejezés használata részesítendő előnyben*”, ezzel is utalva arra, hogy cél a hatások számszerűsítése<sup>22</sup> (EURÓPAI PARLAMENT & EURÓPAI TANÁCS, 2022, p. 3). Érdekes kísérletet tett erre Sir Ronald Cohen, aki szerint a Coca Cola környezeti hatása 2019-ben mínusz 3,1 milliárd dollárt tett ki (Cohen, 2023). Meghaladná ezen értekezés kereteit az ESG kérdés bővebb kifejtése, de hangsúlyozni kell, hogy a finanszírozhatósági kérdéseknél kezd kulcsszerepet kapni.

Végül említést kell tennünk a vállalkozói, vállalkozási kultúra külön nem specifikálható, általános minőségéről. Ez egyrészt megfogható maradékelven, hiszen amennyiben mindent figyelembe vettünk, amit meg tudtunk számolni, és még mindig van különbség a piaci érték és az összes figyelembe vett eszközérték között, akkor „kell lennie valaminek”, ami a vállalkozói, vállalkozási általános minőséget tükrözi. Másrészt megfigyelhető egy-egy vezető, vagy munkavállalók egyes csoportjai vállalkozásban betöltött értékének vizsgálatával. Utóbbira vonatkozóan több kutatást (Groysberg, McLean és Nohria, 2006 valamint Zwick, 2007) említenek Corrado és társai, melyek bemutatják, hogy bármilyen értékes vezető is megy el a társaságtól, van számos olyan kulturális érték, melyet i) nem tud elvinni, ii) nem veszik el távoztával (Corrado, et al., 2022, p. 12).

---

<sup>22</sup> bővebben lásd a fenntarthatósággal kapcsolatos vállalati beszámolásról szóló 2013/34/EU irányelv I. számú melléklet-tervezetének 3.5 fejezetében ([https://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/csrd-delegated-act-2023-5303-annex-1\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/csrd-delegated-act-2023-5303-annex-1_en.pdf))

---

### *Az immateriális tőke jellemzői és kategorizálása*

---

Romer óta terjedt el leginkább az immateriális eszközök közül az „ötlet” jellegűekre vonatkozóan a **nem rivális** jelleg megnevezés (Jones, 2019). Eszerint az immateriális javakra jellemző, hogy nem véges erőforrások. Egy ötlet – azaz terv, vagy tervrajz Romer definíciója szerint – természete szerint végtelenül sokszorosítható és felhasználható, csak emberi konstrukciók (hozzáférhetőség mesterséges korlátozása, felhasználására vonatkozó szabályok, illetve pénzügyi jellegű korlátok) tudják felhasználását akadályozni.

Haskel és Westlake négy fő módot emelt ki, melyekben az immateriális eszközök különlegeseek:

- a tovaggyűrűzés lehetőségét,
- a skálázhatóságot,
- a szinergia hatványozott lehetőségeit,
- és az elsüllyedt költségek veszélyét (Haskel & Westlake, 2023).

A **tovaggyűrűzés** hasonló Romer nem rivális megközelítéséhez, azzal a különbséggel, hogy Haskelék nem a pozitív, gyorsan terjedő nemzetgazdasági hasznot, hanem a kapcsolódó jövőbeli bevételek korlátozott kontrollját látják benne. A **skálázhatóság** újfent ezt a tulajdonságát vizsgálja az immateriális javaknak Eszerint egy vállalkozáson belül is bármekkora mértékben felhasználható erőforrásról beszélünk, hiszen például egy Coca-Cola márka nem tud elfogyni, bármennyi kólát is adnak el. Annyiban ugyanakkor mégis más, hogy léteznek olyan immateriális javak – például a már említett márkajelek – melyeknél a tovaggyűrűző hatás nem értelmezhető olyan mértékben, mint a skálázhatóság. A kólás példára visszatérve, sok más kólát gyártó cég és italárus is profitál abból, hogy a Coca-Cola ennyire erős márka lett, de közvetlenül a márkanevet csak egy vállalatcsoport tudja használni.

Az **elsüllyedt költségek** egy komoly kockázata az immateriális beruházásoknak, és feltehetően a legnagyobb nehézség a számviteli kimutathatóság tekintetében. Egy sikertelen beruházási döntés fizikai eszközök tekintetében bármikor visszafordulhat. A bankok vissza tudják írni a fizikai eszközfedezettel biztosított követelés-értékvesztéseket, ha megfordul a piac. Egy szoftverfejlesztés esetében ugyanakkor nagyon könnyen

előfordul, hogy milliárdok úsznak el egy pillanat alatt, mert nem lett sikeres a piaci bevezetés, vagy egy versenytárs gyorsabb volt.

A **szinergia** hatás azokat erősíti, akiknek már van kapcsolható másik immateriális eszközük. Például egy internetes levelezőrendszerhez jól illeszkedik egy felhőalapú tárolási szolgáltatás és egy keresőprogram, és minél több összekapcsolható szolgáltatás áll össze, annál könnyebb az addicionális szinergiahatásokat elérni. Természetesen el lehet ezt is rontani, de egyre nehezebb.

Van olyan megközelítés, mely az immateriális tőkét tartalmazó fizikai eszközt vizsgálja, mely lehet dokumentum, számítástechnikai eszköz vagy személy (Crouzet, et al., 2022), egyszerűsítve vagy egy **fizikai tárgy** vagy egy vagy több **személy**.

Kategorizálhatóak még az immateriális tőkeelemek aszerint is, hogy **számvitelileg aktiválhatóak-e**, vagy ezzel parallel kérdésként aszerint, hogy a **GDP számításakor beszámítható-e**.

A számviteli megközelítések alapján vizsgálható egy immateriális eszköz az alapján, hogy jövőbeli **pénzáram várható-e** belőle, és hogy ez **kontrollálható-e**. Ezek a jellemzők természetesen összefüggenek a rivalizálás és a tovagyrűzés kérdésével, de olyan szempontból elemzik az adott eszközt, hogy üzleti terv szinten vállalható-e rá bevételi szám illetve, hogy specifikusan az adott eszköz védhető-e a tovagyrűzés ellen, legalább ideiglenesen.

Végül fontos számviteli szempontból, hogy **saját tevékenység eredménye, vagy vásárolt** az eszköz. A számviteli rendszerek jellemzően könnyebben és gyorsabban elismerik a vásárolt immateriális eszközök aktiválását, mert ott egyértelműbb árat tudnak hozzárendelni. Ezt kritikusan látja Lev és Gu. Szerintük a késedelem, ami a saját előállítási eszközök esetében tapasztalható, komolyan torzítja a vállalkozás értékének hű és valós képét (Lev & Gu, 2016, p. 105).

Az 1. táblázat a fenti kategóriák és jellemzők alapján mutatja be az immateriális eszközöket. Corrado és társai kutatásaiból illetve az OECD taxonómiából indul ki, és ehhez illeszti hozzá a fentebb bemutatott kutatások és szabályozások fogalmait.

1. táblázat – *Immateriális eszközök kategóriái és jellegzetességeik*

Immateriális tőke kategóriák	Immateriális tőke alkategóriák	A GDP számításában jellemzően figyelembe veszik	IAS (főleg 38) szerint aktíválható	Mi tartalmazza	Tovagyártás lehetsége	Birtoklás korlátozhatósága	Rivális erőforrás?	Skálázhatóság	Elállított költségek veszélye	Szinergiák lehetsége
Digitális információ	Szoftverek	Igen	Részben	Fizikai	Közepes	Részben	Nem	Igen	Igen	Igen
	Adatházisok	Igen	Részben	Fizikai	Közepes	Részben	Nem	Igen	Igen	Igen
	K+F	Igen	Részben	Fizikai	Erős	Részben	Nem	Igen	Igen	Igen
	Szabadalmi jogok	Igen	Igen	Fizikai	Gyenge	Igen	Nem	Igen	Igen	Igen
	Ásványkincsek feladási költségei	Igen	Igen	N/A	N/A	Igen	Igen	Nem	Igen	N/A
	Szóráskortató, irrodalmi és művészeti alkotások eredeti példányai	Igen	Igen	Fizikai	N/A	Igen	Igen	Nem	Igen	Igen
	Ipari formatervek	Nem	Részben	Fizikai	Erős	Részben	Nem	Igen	Igen	Igen
	Pénzügyi termékek	Nem	Nem	Fizikai	Erős	Nem	Nem	Igen	Igen	Igen
	Piactudatás és márkacépités	Nem	Részben	Humán, Fizikai	Gyenge	Igen	Nem	Igen	Igen	Igen
	Működési modellek, platformok, ellátási láncok és logisztikai hálózatok	Nem	Részben	Humán, Fizikai	Közepes	Részben	Nem	Igen	Igen	Igen
Gazdasági és gazdálkodási kompetenciák	Munkavállalók oktatási rendszere	Nem	Nem	Humán, Fizikai	Közepes	Részben	Nem	Igen	Igen	Igen
	Franchise szerződések	N/A	Részben	Fizikai	Gyenge	Igen	Nem	Igen	Igen	Igen
	Egyéb vagyoni értékű jogok	Részben	Részben	Fizikai	Gyenge	Igen	Igen	Nem	Igen	Igen
	Ügyfélhűlték	Részben	Részben	Fizikai	Gyenge	Igen	Nem	Igen	Igen	Igen
	A vállalkozás olyan kulturális és szervezeti sajátosságai, melyek nem köthetőek – még – konkrét költségpontosokhoz	Nem	Nem	Humán	Gyenge	Igen	N/A	Igen?	Igen	Igen
Vállalati kultúra – szervezeti tőke	Külső és belső kapcsolatszerek	Nem	Nem	Humán	Gyenge	Igen	N/A	Igen	Igen	Igen
	ESG tudatosság	Nem	Nem	Humán	Erős	Részben	Nem	Igen	Nem	Igen

Forrás: (Corrado, et al., 2022), (OECD, 2013), (Romer, 1990), (Crouzet, et al., 2022) (Haskel & Westlake, 2023), IAS 38 standard az immateriális eszközökről, számvitelről szóló 2000. évi C. törvény, saját szerkesztés

Látható, hogy az immateriális tőke kutatása és gyakorlata egyelőre sok szubjektív elemet és számos perspektívát tudhat magáénak. Ez a táblázat az értekezés szempontjából fontos finanszírozhatósági perspektívából készült elsősorban. Ami jól látszik, hogy a változatos immateriális tőkeelemek leginkább a következőkben egységesek:

- **Nem rivális jelleg / Skálázhatóság,**
- **Szinergiák lehetősége,**
- **Elsüllyedt költségek veszélye.**

Látható továbbá, hogy a vállalkozás kultúrája speciális, a jellegzetességek és a kategóriák szempontjából a többi immateriális tőkeelemhez képest eltérő jellegzetességekkel bír. Ez leginkább amiatt lehet így, mert nehéz mennyiségi változókkal jellemezni, inkább egyfajta bináris jelleget mutat, azaz vagy van vagy nincs.

A skálázhatóság és a nem rivális jelleg lényegében ugyanazt a fogalmat mutatja be két különböző szempontból, ezért az egyes immateriális eszköz kategóriák ugyanúgy lettek értékelve. Érdeemes mégis külön fogalomként megtartani őket, mert a skálázhatóság egyértelműen egy vállalkozáson belül értelmezendő, míg a nem rivális jelleg azt mutatja, hogy a különböző – akár versenyző – vállalkozásoknak nem kell versenyezniük az erőforrásért.

Finanszírozási szempontból ki kell emelni, hogy ezek a kategóriák **szélsőséges üzleti kimeneteleket** eredményezhetnek. Az immateriális javak múlt századbeli felfutásakor erre még megfelelőek voltak a kockázati- és magántőkealapok, de tekintettel az immateriális javakba történő beruházások növekvő mennyiségére, a hitelezési rendszereknek is képesnek kell lenniük a finanszírozásra. Különben nem reménykedhetünk markánsabb növekedési számokban. Erre a célra természetesen építhetőek még okosabb, akár mesterséges intelligencia alapú értékelő és előrejelző rendszerek, de nem megkerülhető a **vállalkozás** (esetleg a vállalkozó) **kultúrájának** megértése. Bármilyen okos innovációt vagy piacra juttatási marketingstratégiát is alakít ki egy vállalkozás, az semmit sem ér, ha a belső kultúrája, szabályozási rendszere<sup>23</sup> – a

---

<sup>23</sup> Bővebben lásd: (Balog, et al., 2023)



Say szerinti intellektuális összetétel – nem fenntartható, nem tartja össze a vállalkozás működését. Ezt a kérdést elemzi az értekezés következő fejezete.

---

## Vállalkozó, vállalkozói tevékenység és a vállalkozói szellem

---

Peter Kilby híressé vált hasonlatában egy képzeletbeli állathoz, a Micimackóban szereplő Apacukákhoz<sup>24</sup> hasonlította a vállalkozói tulajdonságokat<sup>25</sup>, az ezeket kutatókat pedig a Micimackó szereplőihöz, akik az Apacukákra vadásznak: *„Ez egy nagy és fontos állat, amelyre sok ember vadászott és vadászik különféle zseniális csapdákkal ... Mindenki, aki meglátta, azt állítja, hogy óriási, de abban már nem értenek egyet, hogyan néz ki. Mivel nem tudják, hogy lehető fel pontosan az adott időben, néhány vadász az ő saját kedvenc ételeit használta csaliként, majd megpróbálta meggyőzni az embereket arról, hogy amit elkaptak, az egy Apacuka volt. Nagyon kevesen hitték, hiszik ezt el nekik, a keresés ezért folytatódik.”*<sup>26</sup> (Kilby, 1971, p. 1) A vállalkozó szerepe a közgazdasági és gazdálkodási szakirodalomban vitatott kérdés. Az egyik irányzat szerint a vállalkozók a társadalmi és kulturális változások közös eredményeként jöttek létre, mások, pl. McClelland szerint a vállalkozók okozták a társadalmi és kulturális változásokat (McClelland, 2016). A fejlődő és kevésbé fejlett országokban ma is éles vita folyik a közgazdászok között arról, hogy ezekben a gazdaságokban tőkehiány (külső) vagy vállalkozói (belső) hiányosságok vannak-e, azaz a fejlődés kívülről vagy belülről tud elindulni, esetleg mindkét irányból egyszerre.

---

### *A vállalkozó és a vállalkozói szellem kutatásának története röviden*

---

Az elméleti és gyakorlati definíciók vizsgálata előtt szükséges, hogy röviden áttekintsük a vállalkozók elemzésének elméletitörténetét. Ez is ad inputokat arra vonatkozóan, hogy a vállalkozói lét mely szelete, eleme az, amelyet érdemes finanszírozási szempontból alaposabban megvizsgálni.

A vállalkozók motivációjának, tevékenységének és hatásának elméleti elemzése évszázadokkal ezelőtt elkezdődött, és a vállalkozók társadalmi szerepe növekedésével

---

<sup>24</sup> angolul: Heffalump

<sup>25</sup> Az „entrepreneurship”-et, ennek magyar fordítások nem egyértelmű

<sup>26</sup> saját fordítás

együtt fejlődött. Az biztosan állítható, hogy Richard Cantillon, Adam Smith és Jean-Baptiste Say már foglalkozott a vállalkozókkal gazdaságelméleti munkáikban (Braunerhjelm, et al., 2022).

A vállalkozót számos tudományterület szemszögéből vizsgálhatjuk. Chell szerint például **közgazdaságtani, szociológiai és pszichológiai** irányból is elindulhatunk (Chell, 2008), Aldrichre és Gartnerre hivatkozva Landstrom és Lohrke ezek mellett a **történelem**, a **filozófia** és a **menedzsment** tudományterületek által is vizsgálható témának tartja a vállalkozói tevékenységet (Landstrom & Lohrke, 2010). Emellett van, aki az **antropológiát** is ide sorolja<sup>27</sup> (Ahmad & Seymour, 2008). Továbbá a közgazdaságtani vizsgálatokon belül is különböző területek foglalkoznak vagy foglalkozhatnak vele.

Az első elméletek megszületésekor ugyanakkor lényegesen rövidebb volt a lista. Ahogy Drucker fogalmaz, a vállalkozás (a vállalkozási szellem) elemzése a gazdaság és a társadalom elméletén alapul (Drucker, 1993).

Nem szabad azt sem elfelejtenünk, hogy a kezdetekben még a filozófusok voltak a meghatározó gondolkodók, akik ekkortájt az új társadalmi rendszerek lehetőségeit kutatták. Hobbes Leviatánja épphogy csak „meghalt”, amikor Cantillon (1680-as évek – 1734) megszületett. Ebben a szakaszban nem az individuum, hanem az individuum társadalmi szerepe volt a meghatározó, és a klasszikus közgazdasági megközelítés még nem uralta a tudományos beszélgetést. Az, hogy az egyének haszonmaximalizálása járul hozzá a leginkább (utilitarista megközelítés) a gazdaság (és így a társadalom) fejlődéséhez, még nem volt széleskörűen elfogadott tétel. Így a vállalkozói működések elemzésében még egyrészt eszköztelenül, másrészt ugyanakkor torzításmentesen tudtak gondolkodni az első, úttörő kutatók.

Ez a keretrendszer az elsőnek tartott gondolkodóra, Cantillonra volt leginkább igaz. Cantillon definíciója szerint ugyanis vállalkozó az, aki nem dolgozik másnak, csak magának, kockázatot vállal, és keresi az arbitrázslehetőségeket. Azaz drágábban próbál meg eladni a jövőben, mint amennyiért vett a múltban. Cantillon a vállalkozó tevékenységéhez semmilyen, a társadalom számára értéket teremtő elemet nem rendelt.

---

<sup>27</sup> Gillian Tett, a Financial Times szerkesztőbizottságának elnöke például végzettségét tekintve antropológus, több antropológiai díjat is kapott (<https://www.ft.com/gillian-tett>)

A vállalkozó kutatás másik alapító atyjának tartott Say ehhez képest nagyot lépett előre, amikor azt a fontos elemet tette hozzá, hogy a vállalkozó tulajdonképpen egy közvetítő, amely az „okosok” által megszerzett tudást közvetíti az iparnak, azaz innovációt hajt végre. (Boutillier & Uzunidis, 2014), (Say, 1971)

Időrendben a következő meghatározó gondolkodó Marx. Őt egyes vállalkozáskutatás történeti könyvek kihagyják (Braunerhjelm, et al., 2022), míg mások egész fejezetet szánnak neki (Heilbroner, 1999). Jelen értekezés szempontjából munkássága kevésbé releváns, hiszen Marx szerint *„A tőke – és a tőkés csak a megszemélyesített tőke, a termelési folyamatban csak mint a tőke hordozója funkcionál – a neki megfelelő társadalmi termelési folyamatban meghatározott mennyiségű többletmunkát szivattyúz ki a közvetlen termelőkből vagy munkásokból, többletmunkát, melyet egyenérték nélkül kap meg és amely lényegét tekintve mindig kényszermunka, bármennyire úgy jelenik is meg, mint szabad szerződéses megállapodás eredménye. Ez a többletmunka értéktöbbletben mutatkozik, és ez az értéktöbblet egy többlettermékben létezik”* (Marx, 1957, p. 771), ennek következtében Marxnak a vállalkozói hozzáadott érték keresésében nincs hozzáadott értéke.

Weber – Marx egyoldalúságához képest – már megkülönböztette a spekulatív szellemben orientált „kalandor”-kapitalizmust a racionális polgári üzemek és a munka racionális megszervezésének (aszketikus alapokon nyugvó) ethoszától.

Weber egy érdekes tagja a vállalkozásokat elemző gondolkozóknak. Tematikánk szempontjából fő műve, „A protestáns etika és a kapitalizmus szelleme” stílusában és gondolatmenetében is lényegesen eltérő a többiekéhez képest. Érdekes módon, ennek ellenére tud a fentihez hasonló erős párhuzamokat teremteni a vállalkozáselemzés tudományainak egyéb képviselőivel. A cselekedetekben való megszentelődésből (Werkheiligkeit) keletkező vállalkozói magabiztosság például – természetesen más szavakkal – megfeleltethető a vállalkozói önbizalom számos megfogalmazásának. A legfontosabb hatása Webernek ugyanakkor az, hogy kinyitotta az ajtót a vállalkozói világ és a szélesebb értelemben vett társadalmi változások összefüggésének vizsgálata előtt (Weber, 2020).

A XX. század elején amerikai kutatók kezdtek el megjelenni a közgazdaságtudományban, és főleg ezen a területen.

Érdekes színpontja volt a kutatásoknak Amerikában Thorstein Veblen, aki a mérnökök szerepének jelentős felértékelődését várta, és az üzletemberek és mérnökök között társadalmi küzdelmet vízionált (Heilbroner, 1999). Továbbá egyfajta előhírnöke volt a mai mesterséges intelligenciától való félelemnek, bár ő még csak az egyre fejlődő gépektől féltette a munkaerőt. A mérnökök szerepének túldimenzionálása is abba a gondolatokba illeszthető, mely az immateriális javak kutatásánál a K+F tevékenység kiemelt szerepét képviseli, és a vállalkozó egyéb immateriális tőkéjét kevésbé tekinti fontosnak.

Az üzleti tudományok területe már ekkor elkezdett Amerikában kibontakozni. Frank Knight szegmentálta először a jövőbeli bizonytalanságokat (kockázat, bizonytalanság és valódi bizonytalanság) és összekötötte ezeket a nyereség lehetőségének, valamint a vállalkozói képességek különböző szintjeivel. Némileg leegyszerűsítve azt találta, hogy **ezek metszetében van az adott vállalkozó képességeinek bizonytalansága, mely egy valóban kiszámíthatatlan változó.** Knight ezzel más vonalon indult el, mint az osztrák iskola, illetve az amerikaiak egy része (például John Bates Clarke). Utóbbiak szerint ugyanis a tőkést kell inkább a kockázat viselőjének tekinteni<sup>28</sup> (Landstrom & Lohrke, 2010). Knight munkásságával teret adott vállalkozói képességeket elemző kutatók csoportjának további kutatások végzésére. Kiemelhető közülük Robert E. Lucas, aki a pályaválasztási modellek területén kutatott Knight alapján.

A vállalkozáskutatás története a 20. században folytatódott, olyan közgazdászok munkáival, mint Joseph Schumpeter, akinek nagy és időről időre visszatérő hatása lett (Landstrom & Lohrke, 2010). Ahogy Drucker is kiemeli (Drucker, 1993), Schumpeter szerint a vállalkozó feladata a „teremtő rombolás”, azaz az diszrupció. Say nyomán Schumpeter is elkülöníti a vállalkozót a feltalálótól<sup>29</sup>, az újdonság piacra vezetésében látja a társadalmi feladatát. Ez az újdonság nagyon sok féle lehet szerinte: új termék, új termelési módszer, új piac, új beszerzési lehetőség vagy akár a vállalkozás

---

<sup>28</sup> Bár ebben a korszakban még nem léteztek a mai értelemben vett, intézményesített kockázati tőke alapok, Clarke és Schumpeter mégis jól látták, hogy a vállalkozás pénzügyi kockázata megoszolhat a tőkés és a vállalkozó között. Ez a kettő ugyanis lehet egy személy, de ez nem szükségszerű.

<sup>29</sup> Hasonlót állít Trautmann – Greenwaldot és Stiglitzet is hivatkozva – ,szerinte a „... *tanulást nem a piac teremti meg, hanem a gazdaságpolitikának kell úgy alakítania az egyes gazdasági intézményeket, hogy azok tanulásra ösztönözzenek ... a fejlődés és növekedés lényege a nyereség, és nem a tudás maga*”. (Trautmann, 2018, p. 294)

újjászervezése. Feltehetően azért is töretlen Schumpeter népszerűsége, mert a vállalkozások elemzésének minden korszakában elemeztek valami újat, ami illeszthető volt (és lesz) Schumpeter alapgondolataihoz. Fontos ugyanakkor elhatárolni a Schumpeter féle kreatív rombolást az Israel Kirzner-féle arbitrázs fogalmától. Utóbbi ugyanis a vállalkozók szerepét inkább a piaci információs tökéletlenségekben látta, lényegében egy piaci hatékonyságnövelő eszközként tekintett a vállalkozókra. Braunerhjelm és szerzőtársai szerint a két funkció tulajdonképpen működhet párhuzamosan, mindkettőre szükség lehet a gazdaságban (Braunerhjelm, et al., 2022). Ezzel tulajdonképpen ugyanazt mondták, mint korábban Weber.

A II. világháború után a terület kutatása újból fejlődésnek indult. Az 1950-es és 1960-as években a vállalkozói ismeretek kutatása nagyrészt a vállalkozásoknak a gazdasággal való összefüggéseire összpontosított, mint például a vállalkozók szerepe a gazdaságfejlesztésben, valamint a vállalkozás és a gazdasági növekedés kapcsolata. Továbbá elkezdtek vizsgálni a vállalkozók pszichológiai jellemzőit is, például kockázatvállaló magatartásukat és vezetői képességeiket. Ahogy Galbraith fogalmaz „Az új ipari állam” című munkájában, ez volt az az időszak, amikor megjelentek a vállalati államférfiak (Galbraith, 2015). Mindenképpen meg kell itt ismét említeni McClellandot, aki a vállalkozói motiváció kutatásában meghatározó, egyesek szerint legalább annyira, mint Schumpeter a közgazdasági perspektívában (Lengyel, 2008). Meghatározó szereplők voltak még emellett Arthur Cole és Peter Drucker. Arthur Cole Schumpeter kollégája és követője volt, aki igyekezett minél inkább intézményesíteni a vállalkozók kutatását, kiemelten vallotta ugyanis, hogy a vállalkozók (a vállalkozói szellem) adja a gazdasági fejlődés esszenciáját. A már többször említésre került Drucker szintén a vállalkozók innováció megvalósítási képességét tekintette kiemelt kérdésnek, a többiekhez képest ugyanakkor erősebben fókuszált az erőforrások új vagy újszerű, diszruptív felhasználására (Braunerhjelm, et al., 2022). A változás Drucker szerint normális, sőt egészséges. A vállalkozás – a társadalomban és a gazdaságban való – fő feladata az, hogy valami mást csináljon, és ne csak jobban csinálja azt, amit mások már csinálnak. A vállalkozó szerinte felzaklat és dezorganizál (Drucker, 1993).

Az 1970-es és 1980-as években a vállalkozói ismeretek kutatása még inkább túlterjeszkedett a közgazdaságtanon, és folytatódott a szociológiai és pszichológiai szempontok bevonása. A kutatók ebben az időszakban a vállalkozói szellemet befolyásoló társadalmi és kulturális tényezőket, valamint a vállalkozók személyes

motivációit és attitűdjeit vizsgálták leginkább. Az óriásvállalatok dicsősége kezdett megfakulni, és emiatt újra a kis- és közepes vállalkozások felé fordultak a kutatások is.

Ezen kutatások empirikus eredményei is megerősítették azt a nézetet, hogy az új, fiatal és kis cégek sokkal fontosabb szerepet játszottak a gazdaság fejlődésében, mint azt a megelőző korszakban gondolták. Acs és Audretsch például azt bizonyította be ebben az időszakban, hogy a nagy cégek nem feltétlenül a legrugalmasabbak, legproduktívabbak és leginnovatívabbak. (Acs & Audretsch, 1989), (Acs & Audretsch, 1988)

Az 1990-es és 2000-es években a vállalkozói ismeretek kutatása az Egyesült Államokban és Nyugat-Európában tovább fejlődött és változatosabbá vált. A kutatók olyan témákra kezdtek összpontosítani, mint a vállalkozói tanulás, az innováció és a globalizáció hatása a vállalkozói szellemre. A terület egyre interdiszciplinárisabbá vált, ahol a közgazdaságtani, szociológiai és pszichológiai irányok mellett a történelem, a filozófia, antropológia és a menedzsment tudományterületek is igényt tartanak a részvételre. Jellemző erre az időszakra, hogy a Daniel Kahneman pszichológusként tudott közgazdasági Nobel-díjat kapni a 70-es években végzett munkájáért.

Napjainkban a vállalkozói ismeretek kutatása számos témakört ölel fel, beleértve a vállalkozói szellem szerepét a gazdasági fejlődésben, a vállalkozói szellemet befolyásoló pszichológiai és társadalmi tényezőket, a vállalkozói tanulás és vállalkozói innováció folyamatait valamint a globalizáció vállalkozói létre gyakorolt hatását. Megfigyelhető ugyanakkor egyfajta elmozdulás a vállalkozás társadalmi szerepe felé a vállalkozás individualista perspektívából történő elemzése helyett. Greenwald és Stiglitz a korszakot jól szimbolizáló könyvükben például bemutatják, hogy a sikeres társadalmakban valójában nem tőkefelhalmozás, hanem tudásfelhalmozás történik (Greenwald & Stiglitz, 2014).

A vállalkozó társadalmi szerepe felé történő elmozdulás ugyanakkor felveti azt a kérdést, hogy a vállalkozó-e még az, aki vállalkozásában a kockázatot viseli? Ebben az elméleti kutatások többnyire egyetértettek. Amikor nem (pl. Schumpeter), akkor is legfeljebb annyiban voltak más véleményen, hogy a tőkést, a tulajdonost tekintették a kockázat viselőjének. Ha a vállalkozó társadalmi célt valósít meg, akkor lehet, hogy a kockázatot is – legalább részben – a társadalomnak kell viselnie? Többen vélik úgy például, hogy a hitelezőnek kellene a kockázatosabb KKV-kat finanszírozni (Caggese, 2012), de ha a hitelező (bank) vállalja a kockázatot, az azt jelenti, hogy végső soron az állam, azaz a

társadalom viseli a kockázatot. Ezt a véleményt erősítik egyes, a – legalább részben – állami garanciaintézmények koordinált kockázatmegosztó szerepét szorgalmazó gondolatok (Balog, 2018/2).

Másik kérdés, amit a vállalkozó társadalmi vizsgálata felvet, az a társadalmi hatások mérésének kérdése. Ahogy korábban kifejtésre került, a vállalkozó teljesítményét pénzben tudja mérni, a versenyt a pénzben mért eredményért folytatja, ezért ahhoz, hogy rákényszerüljön társadalmi hatásaink, pozitív és negatív externáliáinak figyelembevételére, azokat tudni kell számszerűsíteni.

---

### ***Definíciók a vállalkozóra, vállalkozásra és tevékenységére***

---

Ha a vállalkozói racionalitás mellett ennyire számít a vállalkozó jelleme, a vállalkozás kultúrája, akkor érdemes megérteni, mégis minek tekintik a vállalkozót, a vállalkozást a különböző gyakorlati definíciók szerint. Ez ahhoz is szükséges, hogy a vállalkozó – forrásszerkezetet érintő – döntései tárgyalhatóak legyenek.

Az elemzést a vállalkozó szó etimológiájával célszerű kezdeni. Általános vélekedés, hogy a francia-ír közgazdász Richard Cantillon használta először a „entreprendre” szót, és ebből szivárgott át az angol szakirodalomba is, mint „entrepreneur”, jelentése: „to undertake”. (Boutillier & Uzunidis, 2014), (Braunerhjelm, et al., 2022)<sup>30</sup>, (Ahmad & Seymour, 2008)

Az „entrepreneur” minőségét az „entrepreneurship” mutatja meg, a szakmai és tudományos munkákban ezt legalább olyan gyakran használják, mint az „entrepreneur”-t.

Ettől a ponttól kezdve ugyanakkor a helyzet bonyolódik, a szavakra ugyanis számtalan definíció található. Ráadásul, ahogy Boutillier és Uzunidis fogalmaz, korszaktól és szerzőtől függően ezek a definíciók élesen különbözőek (Boutillier & Uzunidis, 2014). Egyetértett ezzel Drucker is, aki szerint zűrzavar uralkodik a vállalkozó, illetve vállalkozás meghatározása körül (Drucker, 1993). Már a vállalkozások elemzésének kezdetekor kialakult a különbség. Say már bemutatott, a tudós tudását és az erőforrásokat összekapcsoló, és ebből új értéket előállító vállalkozójához képest Cantillon vállalkozója nem másnak dolgozik és az arbitrázst keresi kockázatot vállalva, azaz drágábban próbál

---

<sup>30</sup> Szakács és társai alapján Peter F. Drucker ezzel szemben Jean-Baptiste Saynek tulajdonítja ezt az érdemet (Drucker, 1993), illetve idézi őt. (Szakács, et al., 2003)

meg eladni a jövőben, mint amennyiért vett a múltban (Braunerhjelm, et al., 2022). Az **ügyeskedő** és az **értékteremtő** vállalkozó megkülönböztetése azóta is megfigyelhető mind a közbeszédben, mind a szakirodalomban. Az Oxford Languages szerint például a vállalkozói szellem („entrepreneurship”) jelentése: *„nyereség érdekében üzleti vállalkozás vagy üzleti vállalkozások elindítása, pénzügyi kockázatot vállalva”* (OxfordLanguages, 2022). Ezzel a nyereségre és kockázatra fókuszáló megfogalmazással szemben a Cambridge Dictionary szerint a jelentése: *„új vállalkozások indításának a képessége, különösen akkor, amikor ez új lehetőségek meglátását is magában foglalja”* (Cambridge Dictionary, 2022.), ami inkább értékteremtő megközelítés.

Az OECD-t szokás a nem pénzügyi vállalkozókat leginkább képviselő nemzetközi szervezetnek tekinteni, de még ő is gyakorlatilag minden, a vállalkozói szellemre („entrepreneurship”) összpontosító tanulmányában eltérő definícióját mutatta be a fogalomnak. Egy 1997-es OECD Gazdasági Felmérésben úgy határozta meg, mint *„a gazdasági lehetőségek azonosításának dinamikus folyamata, és az azokra való reagálás áruk és szolgáltatások fejlesztése, előállítása és értékesítése révén”* (Ahmad & Seymour, 2008, p. 2). A „Fostering Entrepreneurship” című tanulmányban pedig úgy határozták meg, mint *„...az erőforrások összegyűjtésének képessége az új üzleti lehetőségek megragadásához...”* (OECD, 1998). A fiatalok vállalkozásáról szóló 2001-es kiadványban az önfoglalkoztatással azonosították: *„... vállalkozó az, aki önmagának dolgozik, és nem másnak...”*. Egy másik, 2001-es, „A növekedés hajtóereje” című kiadvány pedig így utaltak rá: *„A vállalkozói szellem általában olyan vállalkozó szellemű egyénekre vonatkozik, akik készek kockázatot vállalni új vagy innovatív ötletekkel új termékek vagy szolgáltatások létrehozása érdekében.”* (Ahmad & Seymour, 2008, p. 2) Jelenlegi honlapján az OECD a vállalkozók és vállalkozói szellem innovációban, növekedésben és munkahelyteremtésben betöltött szerepét emeli ki (OECD, 2022).

Komplexebb definíciót fogalmazott meg az Európai Bizottság, mely szerint: *„a vállalkozói szellem az a gondolkodásmód és folyamat, mely gazdasági tevékenységet hoz létre és fejleszt, kockázatot vállalva egy új vagy meglévő szervezeten belül kreativitással és/vagy innovációval, megfelelő menedzsment segítségével”*. (Commission, 2003, p. 6)

Az „to undertake” magyar fordítása: vállal, elvállal, belefog, feltehetően ezekből alakult ki az „entrepreneur” fordítása, a vállalkozó. A magyar értelmező kéziszótár szerint a „vállalkozó” szó használható melléknévként és főnévként is. Melléknévként olyan



személyre használható, aki valamire vállalkozik, például vállalkozó ember. Főnévként lehet használni általánosságban, mint például egy feladatra vállalkozó és kapitalista (intézményi) kifejezésként, mint olyan természetes vagy jogi személy, üzletember, aki valamely vállalkozást rendszerint saját tőkéjének az igénybevételével elindít, megszervez, irányít (Magyar Értelmező Kéziszótár, 2022).

Az „entrepreneurship” magyarra fordítása ugyanakkor már nehezebb kérdés. A Google fordítóprogramja első helyen vállalkozói szellemnek, második helyen vállalkozói tevékenységnek fordítja, a tudományos munkák vegyesen, talán inkább vállalkozói tevékenységnek. Visszafordítva ugyanakkor találkozhatunk az „entrepreneurial spirit” megfeleltetéssel is. Valójában az előbbi gyakorlatiasabb, utóbbi pedig spirituálisabb a szükségesnél, ezért lehet, hogy az „entrepreneurship”-re még nem született meg a megfelelő magyar fordítás.

Találó megfogalmazást használt ugyanakkor a magyar kormány, amely – ha a kifejezést magát nem is – a tartalmát jól megfogta. *„A vállalkozói szellem leegyszerűsítve az egyén azon képességére utal, hogy elképzeléseit meg tudja valósítani, képes erőforrásokat jól kombinálni, vagyis olyan kulcskompetencia ez mindenki számára, amely elősegíti, hogy hosszabb távon egy a kreatívabb és magabiztosabb társadalom épüljön.”* (Magyarország Kormánya, 2013.) Hasonlóan fogalmaz a vállalkozasvezeto.hu, mely szerint *„A vállalkozói tevékenység egy vállalkozás vagy vállalkozások létrehozását jelenti, miközben felépítjük és skálázzuk azt, hogy profitot termeljen. De mint alapvető vállalkozói definíció, ez egy kicsit korlátozó. A modernebb vállalkozói definíció szerint is a világ átalakításáról van szó, nagy problémák megoldásával. Mint például társadalmi változást előidézni, vagy olyan innovatív terméket létrehozni, amely megkérdőjelezi a status quo-t azzal kapcsolatban, ahogyan az életünket nap mint nap éljük”.* (vállalkozasvezeto.hu, 2022)

Látszik, hogy a definíciók jelentősebb része keres valami mély minőséget az „entrepreneurship”-ben, amihez nem könnyű pár sorban eljutni. Másik lehetőség, hogy több sorban sem lehet, mert ez egy olyan minőség, mely Robert Pirsig szerint a *„gondolat és a megfogalmazás olyan jellemzője, amelyet nem gondolkodás útján fogunk fel”.* (Pirsig, 2018, p. 263) Ezzel pedig visszajutunk oda, ahonnan indultunk, azaz Kilby Apacukáihoz.

---

### *Vállalkozói tevékenység társadalmi hatása*

---

Etzioni (1987) alapján választ kaphatunk arra kérdésre, miért és hogyan lehet pozitív hatása egy ország relatív gazdasági képességére maga a vállalkozói tevékenység.

Etzioni a vállalkozói tevékenységet annak társadalmi funkciója alapján tanulmányozta, azt olyan hajtóerőként szemlélítve, mely a társadalmi valóság folyamatos tesztelését mozdítja elő. Legfőbb kiindulópontja, hogy a kialakult társadalmi szerkezet – az intézmények, a szervezetek, a köztük lévő kapcsolatokat, a termelési módozatok és a szabályok összessége – hajlamos arra, hogy az állandóan változó külső környezettől elmaradjon. A vállalkozók azáltal, hogy folyamatosan, adaptív módon igyekeznek a külső környezethez igazodni, keresve a különböző üzleti lehetőségeket megváltoztatják, vagy változásra kényszerítik a berögzült, elavuló mintákat. Ahhoz, hogy megértsük ezt az átalakítási folyamatot, látnunk kell milyen tényezők vezetnek az ilyen elavult szerkezetek kialakulásához.

- A nyereség egyenlőtlen eloszlása: azon társadalmi csoportok, melyek hasznot húznak a fennálló szerkezetből, jellemzően magasabb hatalmi pozícióban is vannak, ezáltal jobban képesek érdekeik érvényesítésére, bebetonozva a számukra kedvező, de kevésbé hatékony mintákat, és blokkolva az új – pozíciójukat fenyegető – kezdeményezéseket.
- A szereplőknek nincs információjuk az új módszerekkel járó költségekről és előnyökről és nem is képesek racionálisan megbecsülni azokat.

Minél inkább elmaradottak az uralkodó társadalmi minták, annál magasabb a vállalkozói tevékenység társadalmi szükségessége. Ez a tevékenység karakterisztikáját tekintve általában nem forradalmi, hanem evolúciós: a fennálló elavult minták folyamatos lebontása és új mintákra cserélése apró, fokozatosan halmozódó változtatásokon keresztül érvényesül. Ebből adódik, hogy a tipikus vállalkozói tevékenység simítja az elkerülhetetlen átmeneteket.

Arra, hogy ez a folyamat mennyire hatékony, és mekkora a változtatás mértéke, amivel a vállalkozók hozzájárulnak a társadalmi rendszer fejlődéséhez, nem csupán a vállalkozói személyiségjegyek, hanem a vállalkozói tevékenység társadalmi legitimitása is hatással van. Etzioni szerint vállalkozói tevékenység mértéke az egyes társadalmak (vagy egy adott társadalom különböző periódusai) között nagyban függ a vállalkozók, és az általuk

végzett tevékenység elfogadottságától, mindez ugyanis hatással van a társadalmi preferenciákra, korlátokra és az erőforrások allokációjára. A legitimitáció megnyilvánulására lehet példa a vállalkozási tevékenységet támogató adókedvezmények, kormányzati támogatások mértéke, vagy az, hogy az egyének a munkaerőpiacra lépésük során – a korábbi edukációjából fakadóan – milyen arányban választják a vállalkozói pályát. A legitimitáció csökkenti a vállalkozói tevékenység költségeit, elősegítve annak térnyerését. Minél inkább elfogadott egy társadalomban a vállalkozói tevékenység, annál nagyobb mértékben képes a vállalkozói réteg a társadalomra hatni és hozzájárulni a társadalmi szerkezetek fokozatos átalakulásához, a külvilághoz való minél gyorsabb alkalmazkodásához (Etzioni, 1987).

McClelland tulajdonképpen ugyanezt a társadalmi jelenséget vizsgálta (McClelland, 2016), bár más perspektívából. Ő ugyanis arra kereste a választ, hogy egyes társadalmak történelmük bizonyos szakaszaiban miért tudtak kiemelkedőt alkotni, ugrásszerűen fejlődni, legyen szó akár az ókori görög városállamokról, akár a késő középkori és kora újkori Angliáról, akár később az Egyesült Államokról. McClelland abban találta meg a választ, hogy a lehetséges emberi motivációk ezekben az esetekben a lehető legoptimálisabb arányban működtek. Juhász István magyarázata szerint McClelland állítása ugyanis az, hogy a motivációkat érzelmi felhangokkal rendelkező ismeretkészletek (motívumok) teremtik. Ezek valamely élményminőségek iránti preferencia vagy készenlét köré szerveződnek (Juhász, 2019). Összesen három alapvető szükségletet különít el: a valahová tartozás iránti, a teljesítmény elérése iránti és a hatalom iránti szükséglet<sup>31</sup>, és elemzése szerint a teljesítmény elérése iránti szükséglet által teremtett motiváció a legerősebb. Ahol és amikor ez a motiváció megerősödött, a társadalom is sikeressé vált. McClelland annyiban ment tovább, hogy azt is elemezte, hogyan tud egy társadalom – például a gyermekesék jellegzetességeinek változtatásával – irányítottan elmozdulni a motivációs helyzetéből.

Bolcic (1997-98) alapján a vállalkozói tevékenység megjelenése és az arra való hajlandóság szükséges előfeltétele egy piacgazdasági és demokratikus átmenetnek. Ez összhangban van Etzioni azon felfogásával, mely a vállalkozókat a fennálló társadalmi rendszer olyan alakítóiként definiálja, akik igyekeznek a külső környezet jelentette kihívásokkal összeegyeztetni a társadalmi mintákat. A szocialista társadalmi

---

<sup>31</sup> affiliation motivation (n-affil), achievement motivation (n-ach) és authority/power motivation (n-pow)

berendezkedés egy rendkívül merev, az évek során a külső gazdasági realitásokhoz alkalmazkodni képtelen struktúraként jellemezhető, melynek bukása többek között a vállalkozói tevékenység torzult jellegének is nagyban köszönhető. Ezt a hiányt jól szemlélteti a legitimációs deficit, amit a szocialista rendszerek az egyéni vállalkozási tevékenységek irányában tanúsítottak. Hasonlóan a többi poszt-szocialista országhoz Szerbiában (Jugoszlávia) is a rendszerváltást megelőzően az egyéni vállalkozási tevékenység csak korlátozott keretek között folyt. A vállalkozó, mint kifejezés is szemben állt az uralkodó szocialista ideológiával. A rendszerváltás és a gazdasági átmenet következtében a vállalkozói tevékenység fokozatosan nyert legitimitást, nem csak törvényi keretek, hanem közvetlen kormányzati támogatás formájában is (pl. Vállalkozói Minisztérium). A megváltozott legitimáció és a társadalmi, gazdasági átalakulás következtében 4 év alatt 21 ezerről, (melynek 77%-a egyéni vállalkozásként működött) 1994-re közel tízszeresére, 201 ezerre ugrott a vállalkozások száma, és ennek a 93%-át már az egyéni vállalkozások adták. Ez a kezdeti felfutás idővel alábbhagyott, ahogy realizálódtak a vállalkozói tevékenységgel kapcsolatos nehézségek (Bolcic, 1997-98).

A vállalkozóról, vállalkozásról, illetve annak társadalmi szerepéről szóló gyakorlati és elméleti definíciók alapján a 2. táblázatban látható kép rajzolódik ki. Számos következtetés levonható lenne belőle, ám jelen értekezés szempontjából annak a szemléltetése a fontos, hogy ezek közül jelentős, meghatározó arányt képviselnek olyan jellemzők, melyek nehezen vagy egyáltalán nem számszerűsíthetők. Olyan minőségi jellegű változók ezek, melyek jelentős mértékben befolyásolják adott vállalkozó vagy vállalkozás sikerét.

2. táblázat – Vállalkozókra és vállalkozásokra vonatkozó definíciók

<b>Képességek</b>	Kreativitás Bizonytalanságtűrés Lehetőségek azonosításának képessége Megvalósítási képesség Dinamikus működés Alkalmazkodóképesség Különleges gondolkodás Valami új elindításának a képessége Erőforrások összegyűjtésének képessége Erőforrások összehangolásának képessége Szervezetépítés képessége
<b>Külső (látható) jellemzők</b>	Függetlenség Saját és társadalmi tőke kockáztatása Valami új teremtése Erőforrások megszerzése Erőforrások szervezése Szervezetépítés Termék vagy szolgáltatás előállítása Értékesítés Arbitráció Eredményesség
<b>Tevékenységek</b>	(Gazdasági) lehetőséget azonosítása Erőforrások megszerzése és összehangolt felhasználása Folyamatszervezés Fejlesztés Termék vagy szolgáltatás előállítása Értékesítés Arbitráció Irányítás, menedzsment
<b>Társadalmi hatás</b>	Értékteremtés Átalakítás Diszrupció Gazdasági növekedés előidézése Munkahelyteremtés Hosszabb távon egy a kreatívabb és magabiztosabb társadalom megteremtése

Forrás: a „Vállalkozó, vállalkozói tevékenység és a vállalkozói szellem” c. fejezetben felhasznált szakirodalom, saját szerkesztés

---

## Vállalkozók pszichológiai ismérvei

---

A fentiekben bemutatott gazdasági és társadalmi perspektíva mellett érdemes megvizsgálni a pszichológiai nézőpontot is. A két szempontrendszer metszetében lehetnek azok a vállalkozói, vállalkozási tulajdonságok, melyek a legfontosabbak a vállalkozók megértéséhez. A kérdés továbbra is az, hogy a vállalkozók attitűdje milyen hatással van a forrásszerkezeti döntéseire. Intuitív megérzésünk az lehet, hogy egy

tudatos, kellő önbizalommal bíró és alapos tervezésre képes vállalkozót nem az érzelmei befolyásolnak a forrásszerkezete kialakításakor. Azaz például nem „fél” beletenni a szükséges tőkét a vállalkozásba (ha van neki), és a hitelkamatoktól sem „ijed meg”, ha ez a legcélszerűbb a végső haszon mértéke szempontjából. Természetesen ilyen tökéletes vállalkozó nem létezik, de a témában született tanulmányok jelentős részben megerősítik intuíciónkat olyan szempontból, hogy összefüggés van egy vállalkozó pszichológiai alkata, üzleti döntései és sikeressége között.

Etzioni (1987) alapján a vállalkozási tevékenység önmagában is hatással van egy ország gazdasági képességére – megerősítve ezzel az értekezés harmadik hipotézisét –, viszont ezen hatás mértékét véleménye szerint nem csupán a személyiségjegyek, hanem a vállalkozási tevékenység és vállalkozók társadalmi legitimitása is jelentősen befolyásolja (Etzioni, 1987). Ez egy jó kutatási terület lehet, ahol pszichológiai szempontból már nem a vállalkozókat, hanem a „többiek” kellene vizsgálni. Jelen értekezés erre a területre ugyanakkor nem tér ki.

A pszichológia az egyén belső világát elemzi, azt vizsgálja, hogy milyen személyiségjellemzőkkel, motivációkkal rendelkeznek a vállalkozók. A vállalkozók pszichológiai elemzésének különböző szintjei vannak. A vállalkozói **hajlandóság** és **szándék** elemzése a populáció potenciális vállalkozóit méri fel, míg a vállalkozói **sikeresség** elemzése már a vállalkozóvá vált személyek, vagy vállalkozásokká vált csoportok attitűdjeiben keresi a siker receptjének pszichológiai hozzávalóit. Érdemes definíciós különbséget tenni vállalkozói hajlandóság és szándék között. A hajlandóság egyfajta nyitottságot testesít meg, megmutatja, kik azok a potenciális vállalkozók, akik hajlandóak lennének megragadni a kínáló üzleti lehetőségeket, míg a szándék már sokkal konkrétabb elkötelezettséget takar, a megvalósítás ez esetben már csak külső tényezőktől függ.

---

### ***Vállalkozási hajlandóság***

---

Vállalkozási hajlandóság megléte, vagy hiánya nem csak azért fontos, mert a potenciális vállalkozók körét képes emelni, hanem mert a vállalkozói tevékenységet és az azzal kapcsolatos pozitív társadalmi magatartást is támogatja, azaz ehelyütt visszautalhatunk Etzioni legitimizációs elméletére is (Etzioni, 1987). Arra a kérdésre, hogy mi segíti elő a vállalkozói hajlandóság növekedését Bolcic (1997-98) a következő fő tényezőket nevesíti:

- pozitív attitűd/hozzáállás a modernizációhoz;
- egyéni képesség az új dolgok (társadalmi szabályok és szerepek) elsajátítására.

A vállalkozói hajlandóság vélhetően bizonyos egyéni személyiségjegyekből adódik és bizonyos mértékben a társadalmi körülmények is befolyásolják. A vonatkozó szakirodalom és a meglévő tudományos eredmények (McClelland, 2016), (Maslow, 2019), (De Bono, 2007) a vállalkozói orientáltságú személyek kapcsán két ilyen tulajdonságot említenek:

- teljesítmény-orientáltság;
- fejlett önmegvalósítási igények.<sup>32</sup>

Kibontásukban támaszkodhatunk Bolcic empirikus kutatására, melyben 1991, majd 1994-es szerbiai adatokon végzett elemzések alapján olyan megállapításokat tehetünk, hogy az olyan demográfiai változók, mint az életkor, a nem, foglalkozás vagy éppen a végzettség, jelentősen befolyásolják az egyén vállalkozási hajlandóságát. Bolcic felmérése alapján az egyik meghatározó változó az életkor. Mind egy 1991-es és egy 1994-es felmérés ugyanarra a konklúzióra vezet: a fiatalabb életkor-szegmensek (40 év alatti korosztály) azonosíthatóak leginkább, mint potenciális vállalkozók, míg az idősebb korosztály (50 év felett) kiemelkedő arányban elutasítók (Bolcic, 1997-98).

Az életkor mellett a nem emelhető ki, ami mentén élesen elválnak a vállalkozási hajlandóság: a férfiak esetében magasabb értékek mérhetőek. Ennek háttérében a különböző személyiségjegyeken túl olyan tényezők is állhatnak, mint egy adott nem számára az uralkodó társadalmi nézetek alapján elfogadott foglalkozási forma, vagy a társadalmak patriarchális jellege. Azt a feltételezést is alátámasztják a felmérések, hogy a modern környezetben, például nagyvárosokban szocializálódott (született és felnőtt) lakosság körében magasabb hajlandósági arányokat láthatunk. Mindezek mellett a mobilitás jelenik meg, mint meghatározó faktor: azon válaszadók között, akik már többször változtattak lakhelyet, nagyobb arányban szerepeltek a potenciális vállalkozók, mint azok körében, akik alig, vagy egyáltalán nem tekinthetők mobilnak. A

---

<sup>32</sup> Emellett az alábbi társadalmi körülmények támogathatják még a vállalkozóvá válást: tulajdonjog megfelelő intézményi biztosítékai, egyéni teljesítményeket támogató kultúrák, társadalmi előmenetel előtt nyitott kapuk. (Schumpeter, 2021), (Bolcic, 1997-98)

végeredmények kapcsán ugyanakkor probléma lehet a mobilis egyének kis mintanagysága, miután a felmérés alapját képező szerb lakosság körében a helyben maradás az általános jelenség.

Amennyiben a potenciális vállalkozókat jelenlegi foglalkozásuk alapján osztályozzuk, azt tapasztalhatjuk, hogy a kereskedelemben és szolgáltatóiparban dolgozók, illetve a menedzserek körében a legmagasabb a vállalkozási hajlandóság, de emellett a diákok és a munkanélküliek körében is jelentős. Ez utóbbi megerősíti azt a korábban már bemutatott vállalkozói tipizálást, mely szerint elkülöníthetünk „push”, illetve „pull” típusú vállalkozókat. Az előbbi esetében a munkanélküliség lehet az egyik legjelentősebb faktor, mely bizonyíthatja, hogy a vállalkozói tevékenység végzése nem csupán egyéni, szabad elhatározásból fakad, hanem azt bizonyos társadalmi körülmények is befolyásolják.

Mindezek mellett az 1994-es felmérés megerősítette, hogy a családi hagyományoknak is nagyon fontos szerepe van a válaszdás során.

Habár De Bono alapján a már vállalkozást folytatók esetében a végzettség nem volt jelentős faktor sem ezen személyek vállalkozóvá válásában, sem a későbbi sikerességükben, Bolcic felméréséből egyértelműen leszűrhető, hogy mindez a vállalkozói hajlandóságra már kihatással van, mégpedig döntően pozitív irányban. Azon személyek, akik magasabb végzettséggel rendelkeztek nagyobb arányban tekinthetők potenciális vállalkozónak, ugyanakkor ez a tendencia az egyetemi diplomával rendelkezők esetében már megfordul: az egyetemi diplomások között is magas a vállalkozói hajlandóság, de elmarad a főiskolai végzettséggel rendelkező válaszdókétól, ugyanakkor ezen szegmens mutatkozott a legbizonytalanabbnak is a kérdésben. Lengyel elemzésében hasonló eredményre jutott. (De Bono, 2007), (Lengyel, 2008), (Bolcic, 1997-98)

Az eddigiekből tehát leszűrhető, hogy a potenciális vállalkozó számos tényező mentén leírható, melyeknek csak egy részt képezik a vonatkozó személyiségjegyek. A szociológiai tényezők, a végzettség, foglalkozás, családi hagyomány és egyéb demográfiai változók, mint az életkor és a nem, hasonlóan fontos szerepet játszanak, így amennyiben meg kívánjuk érteni a vállalkozói sikeresség kulcstényezőit, több szempontrendszerrel érdemes felállítanunk.



Ha Lengyel György 2007-es Eurobarometer adatokon elvégzett számításai alapján európai szinten vizsgáljuk a vállalkozói hajlandóság mértékét, az egyes országokat tekintve változatos eredmények adódnak: a hajlandósági arányok 30 és 60% között változnak, 45%-os EU-s átlag mellett. A vállalkozói hajlandóságot a felmérés úgy igyekezett megközelíteni, hogy a megkérdezetteknek választaniuk kellett: a munkaerőpiacon alkalmazottként, vagy egyéni vállalkozóként képzelnék-e el magukat leginkább. Ha ezen, hajlandóságot leíró adatokat összevetjük azokkal a felmérési eredményekkel, melyben a rövid távú (5 éven belüli) vállalkozói pályára lépés szerepelt kérdésként, a korábbi 45%-os átlagérték 27%-ra esik vissza, melynek okait Lengyel az alábbi tényezőkben foglalta össze:

- A válaszadó nincs abban a helyzetben, hogy rövid távon vállalkozó legyen (pl. életkor).
- Azon országokban, ahol már magas a tényleges vállalkozók száma és mindenkinek volt lehetősége vállalkozóvá válni, mindez csökkenti az ezirányú rövid távú hajlandóságot: a fiatalabb / még vállalkozói tapasztalattal nem rendelkező generációk felülreprezentáltak a hajlandósági mintában, viszont náluk életkori okok miatt a rövid távú vállalkozói pálya még nem opció.
- Intézményi háttér és üzleti környezet akadályozó hatása.

Amennyiben a vállalkozói hajlandóságot Magyarország esetében historikusan, 1988-tól vizsgáljuk, megerősítést nyer, hogy a szubjektív, egyéni faktorokon (életkor, személyiség, családi háttér) kívül olyan objektív tényezők is szerepet játszanak a hajlandóság mértékének alakulásában, mint az üzleti ciklusok, a politikai-közigazgatási viszonyok, vagy a média által gyakorolt hatások (Lengyel, 2008).

Regionális kitekintésként megemlíthető Palkó Emília és Sólyom Zsuzsa tanulmánya, mely két székelyföldi település, Gyergyóalfalu és Illyefalva példáján keresztül vizsgálja a vállalkozók 1989 utáni megjelenésének társadalmi-gazdasági kontextusát (Palkó & Sólyom, 2005). A szerzők Dumitru Sandu nyomán a vállalkozók négy ideáltípusát különböztetik meg:

- nem vállalkozók: azok az egyének, akiknek nincs saját vállalkozásuk, és nem is szándékoznak vállalkozásba kezdeni;

- „vágyakozó” vállalkozók: a vágyakozás nem társul konkrét vállalkozási szándékkal és magatartással;
- „szándék szerinti” vállalkozó: nem rendelkezik vállalkozással, azonban határozott szándéka vállalkozásba kezdeni, főként ha megfelelő anyagi tőkével is rendelkezik;
- „magatartás szerinti” vállalkozó: működő vállalkozások tulajdonosai.

A fenti tipológiát három változó mentén határozták meg: van-e az adott személy tulajdonában vállalkozás, szívesen lenne-e vállalkozó, illetve megfelelő anyagi tőke birtokában indítana-e vállalkozást.

---

### ***Vállalkozói szándék***

---

A vállalkozói szándék pszichológiája szűkebb téma, hiszen itt már a külső tényezők a meghatározóak a továbblépéshez. A befolyásoló tényezők tekintetében taszító és vonzó tényezők kerülnek legtöbbször említésre, előbbire példa a munkával és a javadalmazással való elégedetlenség, utóbbira a jólét, a függetlenség, a piaci hasznosítás, az üzleti lehetőség, a karrier és a státusz (Pirnay, et al., 2003).

A szakirodalomban mások ezt „push” és „pull” típusú tényezőknek hívják. Az előbbi az, amikor valakit előző munkahelye, élethelyzete elhagyására készítetnek a körülmények (beleértve azt is, hogy esetleg nem érzi ott jól magát), az utóbbi pedig az, aki ki akar próbálni egy üzleti lehetőséget. Amit és Muller nemzetközi vizsgálatukban azt találták, hogy a vállalkozók mintegy kétharmada tartozott a „push” és egyharmada a „pull” típusba, s hogy az utóbbiak sikeresebbek voltak, a sikert az egy főre jutó forgalomban, illetve a személyes jövedelemben mérve (Amit & Muller, 1995). Lengyel vizsgálatai támogatják, hogy az arány ehhez valóban ehhez közeli lehet (Lengyel, 2008).

---

### ***Vállalkozói sikeresség***

---

Ha már megtörtént a vállalkozóvá válás, akkor már „csak” a sikeresség a kérdés. Bogáth jól összefoglalja azt az alapvető tételt, hogy a vállalkozások legtöbbször egy rövid fejlődési szakasz után nem növekszik tovább, megreked, míg vannak olyanok, akik hasonló körülmények közül indulva lendületes, dinamikus fejlődést mutatnak. Tanulmányában rámutatott arra, hogy ennek egyik igen markáns oka a vállalkozói attitűdben rejlik (Bogáth, 2012).

Szakács és munkatársai a vállalkozói tulajdonságok megítélésére szolgáló módszerek személyiségvonzatait vizsgálva szintén arra jutottak, hogy ezek azt tanúsítják, létezik és leírható az a vállalkozói személyiség, amely elősegíti a vállalkozói hajlandóságot. A vállalkozói alkalmasság és sikeresség személyiségképe igen hasonlatos, de az utóbbit szerintük erős intellektus is jellemzi, vagyis a vállalkozói személyiség önmagában nem elegendő a sikerességhez, ehhez szerintük intellektuális adottságok is szükségesek (Szakács, et al., 2003). Az iskolai végzettség az intellektuális színvonal (többé-kevésbé megbízható) mutatója, amelyet számos pszichológiai szakkönyv a személyiségjegyek között tárgyal (Atkinson, et al., 1999).

A vállalkozói motiváció kutatásában Lengyel György szerint meghatározó szerepe van McClellandnak, ugyanis ő fogalmazta meg a teljesítménymotívumot, mint a vállalkozás legfontosabb indítékát a „The Achieving Society” című könyvében. (Lengyel, 2008); (McClelland, 2016) A vállalkozói sikeresség kapcsán Rauch és Frese az alábbi főbb személyiség jegyeket emeli ki: teljesítményigény, belső kontroll és kockázatvállalás (Rauch & Frese, 2000). A teljesítményigény talán a leggyakrabban és legegységértelműbben kiemelt vállalkozói attitűd.

A belső kontrollhoz kapcsolódóan több cikk tárgyalja, hogy a vállalkozónak „self-efficacy” kell a vállalkozó sikerhez, mely egyfajta **belülről fakadó magabiztos hatékonyságot** jelent (Fuller, et al., 2018). A vállalkozó tevékenység ugyanis összetett jelenség, egyrészt kognitív, másrészt motivációs elemekből áll. A vállalkozónak nemcsak meglátnia és értelmeznie kell a piaci lehetőségeket, hanem cselekedni is azok kiaknázása érdekében. (Chell, 2008); (Novotny, 2014) Ez párhuzamba állítható a cselekedetekben való megszentelődés („Werkheiligkeit”) protestáns felfogásával, amely egyfajta kiválasztottság tudatot, és ezzel motivált cselekvést eredményezett Weber szerint (Weber, 2020).

Míg a teljesítményigény és a belső kontroll esetében a szakirodalom egyértelmű pozitív korrelációt mutatott a sikerességgel, a kockázatvállalás kapcsán komplexebb a kép. A kockázatvállalási hajlandóság és a vállalkozói sikeresség kapcsolatát vizsgálva általánosságban azt gondolhatnánk, hogy a vállalkozók kiemelkedően magas kockázatvállalási hajlandósággal rendelkeznek, ugyanakkor a kvantitatív eredmények nem ezt mutatják. A magas kockázatvállalás pont fordított, negatív kapcsolatot jelez az üzleti sikerrel. Ez ugyanakkor nem azt jelenti, hogy a sikeres vállalkozók ne vállalnának kiszámítható kockázatokat. Begley és Boyd azt találta, hogy egy bizonyos pontig a

kockázatvállalás magyarázza a sikerességet, ám e pont fölött a túlzott kockázatvállalás már negatívan hat rá (Begley & Boyd, 1987). Thiel és Masters ezt úgy magyarázták, hogy tervezés és reális értékelés nélkül nincs siker (Thiel & Masters, 2014). Szakács és munkatársai egy másik tanulmányukban azt fejtegették, hogy a pénzügyi kockázatokhoz való pozitív viszonyulás szükséges feltétele a sikernek (Szakács, et al., 2008). A vállalkozó (vagy a tőle részben vagy egészben elkülönülő tőkés) „jó” döntései összefüggésben állnak a – jól tervezett – pénzügyi kockázattal. A korlátolt felelősségű cégformák, vagy a túlzó mértékű, és nem rendszeresen fedezett bankhitelek ezt a motivációt csökkenthetik. (Farhi & Tirole, 2011); (Pozzolo, 2004)

Feltehetően a kockázatok, bizonytalanságok kapcsán egyfajta **józan bizonytalanságtűrésről** kell beszélnünk a sikeres vállalkozók esetében.

Saras D. Sarasvathy szerint a rugalmas, megvalósító („effectual”) gondolkodás és a tervező gondolkodás („causal”) gondolkodás képességének megfelelő elegye kell a sikerhez, de az előbbi az, ami igazán definiálja a vállalkozót (Sarasvathy, 2008).

Drake négy erős vállalkozói személyiségjegynek tulajdonította a sikert: generalista hozzáállás, felháborító magabiztosság, lelkiismeretesség, mások véleményének figyelmen kívül hagyása (Drake, 2015).

A „Nagy 5” felmérésben Ciavarella és társai a vállalkozások túléléséhez szükséges tulajdonságokat keresték, azaz azt, hogy a túlélő vállalkozó extrovertált, érzelmileg stabil, kellemes társaság, lelkiismeretes vagy nyitott az új élményekre, esetleg ezek valamely kombinációja. A vizsgálat konklúziója szerint csak a lelkiismeretesség jelent egyértelmű előnyt az 5 vizsgált attitűd közül, az új élményekre való nyitottság pedig egyértelmű hátrányt ( Ciavarella, et al., 2004).

Számos kategorizálás született még, ezek közül fontosak a következők:





- generalista – specialista megbontás, amely szerint az ideális vállalkozó inkább generalista (Moog & Backes-Gellner, 2013),
- az önbizalom vagy annak hiányának vizsgálata természetesen azt találta, hogy a vállalkozó sikeres működéséhez szükséges egy magasabb szintű önbizalom (Rietveld, et al., 2013),
- vizsgálták az ellenszenvenesség mértékének hatását is (Hepler, et al., 2014), valamint a

- lelkiismeretesség „mértékét” (Ciavarella, et al., 2004).

Végül érdemes megemlíteni egy rövid listát Peggy Drexler-től, mely viszonylag tipikus a „hétköznapi” vállalkozói pszichológiában. Szerinte a sikeres vállalkozó önbizalomteli, cselekvőképes, innovatív, inspiráló, független és fókuszált (Drexler, 2013).

Landstrom és Lohrke szerint a kutatások növekedésével az azonosított tulajdonságok, karakterjegyek száma fokozatosan nőtt, és néhány kivételtől eltekintve egy idő után már nehéznek bizonyult egyértelműen tulajdonságokat a vállalkozói magatartáshoz kapcsolni (Landstrom & Lohrke, 2010, p. 28). Ugyanakkor nagyon sok az átfedés, amikor egy pszichológiai jellemzőre, vagy annak egymástól nem túlzottan különböző verzióira más szavakat használunk. Ezt a 3. táblázat szemlélteti.

3. táblázat – Vállalkozók pszichológiai attitűdjeinek csoportosítása

Teljesítményigény Lelkiismeretesség		<b>Teljesítményigény</b>
Belső kontroll Tervezés képessége Reális értékelés képessége Fókuszáltság		<b>Belső kontroll</b>
Kockázatvállalás Kiszámítható kockázatvállalás Pénzügyi kockázatokhoz való pozitív viszonyulás		<b>Józan bizonytalanságtűrés</b>
Belülről fakadó magabiztos hatékonyság Cselekedetekben való megszentelődés Önbizalom Felháborító magabiztosság Meggyőződés		<b>Erős belső meggyőződés</b>
Rugalmas, megvalósító („effectual”) gondolkodás Mások véleményének figyelmen kívül hagyása Cselekvőképesség Független cselekvés képessége		<b>Adaptív cselekvőképesség</b>
Inspiratív személyiség		<b>Inspiratív személyiség</b>
Generalista munkavégzés		<b>Generalista munkavégzés</b>

Forrás: a „Vállalkozók pszichológiai ismérvei” c. fejezetben felhasznált szakirodalom, saját szerkesztés

Ezen csoportosítás alapján pszichológiai perspektívából a legjellemzőbb vállalkozói attitűdök az alábbiak:

- a teljesítményigény,
- a belső kontroll,
- a józan bizonytalanságtűrés,
- az erős belső meggyőződés, és
- az adaptív cselekvőképesség.

Megfigyelhető, hogy nagyon hasonló, vagy akár azonos kategóriák találhatóak a 2. táblázatban azonosított legfontosabb képességek között is. Ez alól az erős belső meggyőződés a kivétel, ez feltehetően egy kívülről történő elemzés során kevésbé azonosítható.

A vállalkozói pszichológia alkalmazhatóságát illetően meg kell említeni a kritikákat is. Akadnak ugyanis, akik mind elméleti, mind empirikus alapon kétségbe vonják ezen tényezők vállalkozói sikerességgel való lényegi kapcsolatát. Begley és Boyd, illetve Herron és Robinson véleménye szerint a személyiségjegyek fontosabb szerepet töltenek be a vállalkozóvá válásban, mint a későbbi sikerességben. (Begley & Boyd, 1987), (Herron & Robinson, 1993). Ezt megerősíti Hvide és Panos, aki szerint nagyobb eséllyel indítanak vállalkozást a magasabb kockázattűrő képességgel rendelkezők (Hvide & Panos, 2014). Gartner amellettt érvvel, hogy a vállalkozók közti diverzitás ilyen téren még nagyobb is, mint a nem vállalkozók és vállalkozók között, ezért e tényezőkből nem érdemes következtetéseket levonnunk a vállalkozói sikerességre vonatkozóan (Gartner, 1985).

# VÁLLALKOZÁSOK FINANSZÍROZÁSA

---

A vállalkozói attitűdök és a finanszírozás összekapcsolása nehéz feladat, és meglehetősen kevés tanulmány próbálkozik meg vele.

---

## A pénz a vállalkozók perspektívájából

---

A pénz az egyik legősibb társadalmi konstrukciónk, az (áru)pénz közel egyidős az írással és a számokkal. A vele kapcsolatos érzéseink, tudásunk, kognitív torzításaink is sokkal hasonlóan ősiek ezért.<sup>33</sup> Azóta az árupénzből hitelpénz lett, de továbbra is betölti a csereeszköz, az értékmérő, az értékőrző és a (halasztott) fizetési eszköz funkciókat. (Bánfi, 2021).

A közgazdaságtanban sokáig semlegesnek tekintették a pénz mennyiségét, és az állam pénzteremtő és elosztó szerepét. Ahogy Bánfi fogalmaz, a gazdaságtudomány eredetileg reálgazdaságtan volt, így annak tudományos megközelítése is pénz nélküli gazdaságra fogalmazta meg állításait (Bánfi, 2021). Fontos ugyanakkor látni, hogy a pénz működésének, bár sokban összefügg a reálgazdaság és abban a vállalkozó működésével, attól független mozgatói is vannak. A pénz lehetőséget teremt az emberi társadalmaknak a „dolgok elintézésére”. Keynes megfogalmazásában a pénz elsősorban az állam befolyása alatt áll, így az állam tud elsősorban „elintézni dolgokat”, azaz allokálni és megszerezni, vagy teremteni a pénzt (Ingham, 2004). Az állam mellett mára a különböző szupranacionális szervezetek, mint például az EKB is hasonló szerepbe került.

A pénz fogalma a legtöbb ember számára intuitív módon szorosan kötődik a vállalkozó fogalmához. A vállalkozói teljesítményt leginkább pénzben lehet mérni, a szupergazdagok listáját sem a munkavállalók számával, vagy az előállított teljesítmény – egyelőre általában mérhetetlen – társadalmi értékével határozzák meg. A pénz még ma

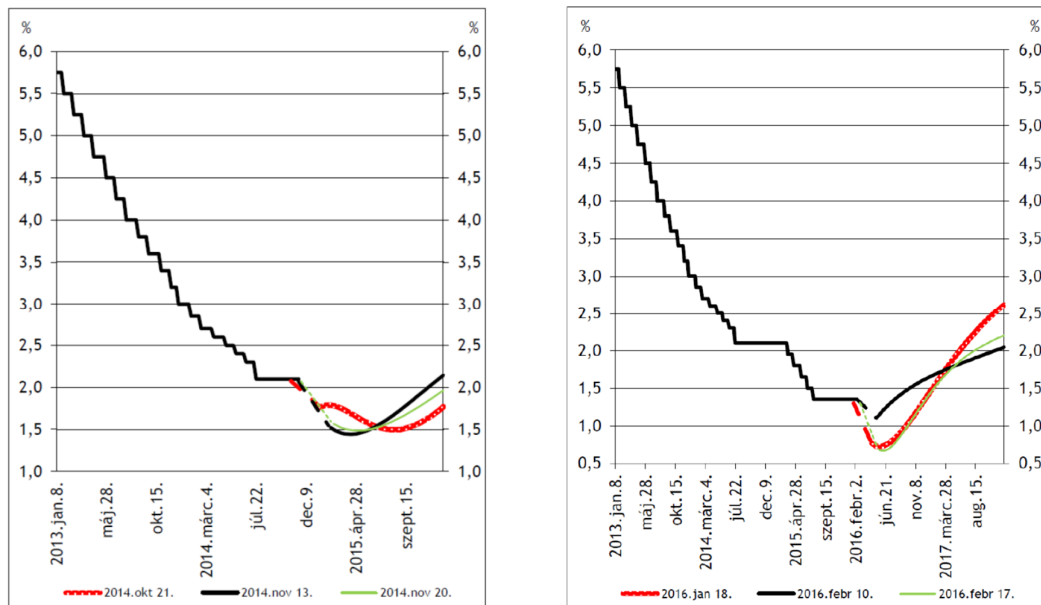
---

<sup>33</sup> Negatív oldalról példaként megvizsgálhatjuk például Julius Evola gondolatait, melyek jól mutatják ezt: „... a végzetet el lehet háritani, amíg sikerül tisztán megőrizni azt a primordiális és szimbolikus elemet, amelyből egykor Asgardban, az eredeti lakhelyen, a hőroszok királyi palotája, Odin tizenkét trónjának terme készült: az aranyat. Ez az arany az üdvösség princípiuma lehet mindaddig, amíg sem az elementáris rassz, sem emberi kéz nem érinti meg” (Evola, 2021, p. 369)

is a legjobb konstrukció arra, hogy – többek között – segítse a vállalkozókat tevékenységük megtervezésében, elvégzésében és teljesítményük mérésében.

Ugyanakkor a pénz és az érték összefüggésrendszerében vannak bizonytalanságok (Bánfi, 2021). A pénz értéke például függ a becsült jövőbeli hozamkörnyezettől, ezt elvileg tudni kellene ugyanis ahhoz, hogy a megfelelő diszkontfaktorokat alkalmazzuk jövőbeli tervezett nyereségünk jelenértékének meghatározásához, ami pedig elvileg szükséges lenne ahhoz, hogy a befektetési döntéseinket jól hozzuk meg akár befektetőként, akár vállalkozóként. A 6. ábra mutatja, hogy ez bizonyos időszakokban folyamatos, dinamikus követést, és portfólióink heti szintű átértékelését igényelné.

6. ábra – A kéthetes kamat állampapír zérókupon hozamok által implikált jövőbeli pályája



Forrás: MNB, ÁKK, az MNB által, Svensson módszerrel becsült hozamok (MNB, 2014), (MNB, 2016)

Fukuyama szerint a vállalkozók „természetesen kapzsik” abban a tekintetben, hogy egyre nagyobb pénzre vágnak, de a pénzt leginkább vállalkozói képességeik szimbólumának tekintik. Nem kockáztatják az életüket, de kockára teszik vagyonukat, státuszukat és hírnevüket egy bizonyos fajta dicsőségért; rendkívül keményen dolgoznak, és félreteszik az apró örömeiket a nagyobbak, de kevésbé mérhetőek kedvéért (Fukuyama, 2006). Azaz, valójában a vállalkozók is meglehetősen rugalmasan és viszonylagosan kezelik a „pénzüket” mennyiségét, leginkább a versenyben való helyezésüket mérik vele.

Ezen értekezés megközelítésében a pénz fontos tulajdonsága, hogy a forrásszerkezet szempontjából kétféle pénz állhat a vállalkozó rendelkezésére, olyan, ami nem tud eltűnni



(tőke), és olyan, ami előbb vagy utóbb mindenképpen eltűnik (hitel). Sok vállalkozó nem érti a pénzteremtés működését és a monetáris politika hatásmechanizmusát, és emiatt nem tud kalkulálni annak számára sokszor nem befolyásolható jellegével. A 2008-as válság után például Magyarországon úgy csökkent a vállalati szektor hitelállománya, hogy ezt legkevésbé a vállalati szektor okozta, de az elszenvedői között már ott volt (Balog, et al., 2014).

A pénz és a vállalkozás viszonyáról tehát elmondható, hogy komplex, és a vállalkozói tevékenységtől sokszor független erők befolyásolják a pénz értékét és rendelkezésre állását. A vállalkozó szempontjából ez azért lehet veszélyes, mert a fentiek szerint kétféle pénzzel dolgozik a forrásoldalon, tőke és hitel típusú pénzzel, és ezek arányára, felhasználására folyamatosan figyelnie kell, terveznie kell velük, miközben a rendelkezésre állás nem csak tőle függ.

Továbbá a vállalkozó számos olyan immateriális eszközzel dolgozik, melynek pénzbeli értékelése a korábbiakban kifejtetteknek megfelelően problémás, vagy akár – legalábbis rövid távon – lehetetlen.

---

## **Forrásszerkezet kialakításának elméleti alapjai**

---

Az elmúlt 60 évben számos elmélet született arról, hogy a vállalatok hogyan határozzák meg a tőke alokációját és a saját tőke, valamint az adósság milyen elegyét alkalmazzák. A források szerkezete országról országra, szektorról szektorra változhat, melyet befolyásolnak az adott vállalat egyedi tényezői (kor, tulajdonosok köre, hitelképesség, múltbeli profitabilitás, jövőbeli várakozások), ezen kívül meghatározza az ágazat (tőkeigényes szektorok esetében előtérbe kerülhet a hitel és a lízing), illetve a gazdasági berendezkedés alakulása. A piaci sokkok vagy fellendülések alkalmával más és más lehet a társaságok forrásszerkezete, melyet nem csak az adott vállalkozás válságra adott válasza határozhat meg, hanem a pénzügyi közvetítő rendszer átalakulása vagy a piaci turbulencia hatására adott reakciója is (például hitelek leépítése, szigorúbb követelmények támasztása a hitelfelvevő felé).

A finanszírozási kondíciók mellett a tőke ára is fontos kérdés, ugyanis a tőkeköltség alapvető hatással van a jövedelmezőségre. Amennyiben a tőke költsége magasabb, mint a jövőbeli várható megtérülés (melyet mérhetünk pl. a befektetett tőke hozamával, ROIC,

vagy a saját tőke eredményével, ROE), akkor a társaság értéket rombol. Ezzel pedig eljutunk a kérdéshez, hogy mi lehet a tőke optimális összetétele.

Elsőként Durand „net income” és „net operating income” elméletét lehet megemlíteni. Durand szerint a pusztán saját tőkéből való finanszírozás drága, így az mindenképpen a hitel irányába tolja el a szerkezetet. Ennek következtében a tőkeáttétel is növekszik, ami a vállalat értékének növekedéséhez vezethet. A második elmélet pont ellentétes az elsővel, hiszen ebben arról értekezik a szerző, hogy a tőke összetétele nem befolyásolja a vállalat értékét, ahogy azt Miller és Modigliani esetében is látni fogjuk (Durand, 1952).

A vállalatok forrásszerkezetét érintő elméletek közül elsőként Miller és Modigliani „közömbösségi” tétele vált széles körben ismertté. Az elmélet szerint a vállalat értéke nem függ attól, hogy finanszírozása saját tőkéből vagy hiteltől áll, így nem jelent dilemmát az, hogy melyiket preferálja a tulajdonos vagy a menedzsment. Az elmélet azonban tökéletes piacot feltételezett, ahol nincsenek adók, tranzakciós költségek és az információ is szabadon áramlik (Modigliani & Miller, 1958).

Jensen és Meckling ügynöki elmélete 1976-ban („agency theory”) látott napvilágot. Eszerint a tulajdonosok, a menedzsment és a hitelezők között érdekellentét van, hiszen mindegyik csoportnak más a célja. Ez bizonyos mértékben az információs aszimmetria modellnek is előfutára volt, hiszen a tulajdonosok, menedzsment és a hitelezők között jelentős különbség lehet a rendelkezésükre álló információ tekintetében (Jensen & Meckling, 1976).

1980-ban DeAngelo és Masulis bemutatta a választásos elméletében („trade-off theory”), hogy ha számításba vesszük az adót, akkor az a hitel felé tolja el az optimális forrásszerkezetet, hiszen a hitelek után fizetendő kamat levonható a társaság eredményéből (DeAngelo & Masulis, 1980).

Myers és Majluf 1984-es hierarchia elmélete szerint („pecking order theory”) a tulajdonosok a finanszírozási döntések esetében először a belső forrásokra támaszkodnak (például eredménytartalék) és csak ezután nyitnak a külső lehetőségek irányába (Myers & Majluf, 1984).

Harris és Ravis 1991-es információs aszimmetria („information asymmetries”) elmélete szerint a társaság tulajdonosának érthető okokból sokkal több és megbízhatóbb információja van a saját cégéről, ami megnehezítheti az optimális forrásszerkezet

elérését, ugyanis a tulajdonos és a hitelező más-más információ alapján hozza meg döntését (Harris & Raviv, 1991).

Abeywardhana szerint nincs azonban olyan elmélet, amely teljesen megmagyarázná a két finanszírozási forma közötti választást (Abeywardhana, 2017). Bizonyos tényezők között van némi összefüggés: a cégspecifikus változók (méret, tárgyi eszközök stb.), a működési és piaci teljesítmény, a nemzeti környezet, a vállalatirányítás jellege, a piacra lépés időzítése például hatnak a döntésre, valamint a cégek a tőkeáttételre meghatároznak egy felső határt (Gauda, et al., 2007). Az információs aszimmetria Narayanan szerint is fontos elem, például cégértékeléskor (Narayanan, 1988). Általánosságban elmondható, hogy a külső finanszírozás nem megfelelő finanszírozási forma az értéknövelő beruházási projektekkel rendelkező cégek vagy a túlértékeltnek vélt cégek számára. Ezek a vállalatok nagyobb valószínűséggel tőkefinanszírozást terveznek. Ezzel szemben a kevesebbre értékelt vagy a nyereséges projektek hiányában működő vállalatok számára az adósság előnyben részesítendő (Gauda, et al., 2007). A banki finanszírozás másik előnye, hogy az adósság fegyelmezi a menedzsereket (Narayanan, 1988).

Megemlíthető itt a kontraszelekciónak hatás olyan szempontból, hogy azok a cégvezetők, akik nem bíznak a társaság jövőjében, sokkal inkább hajlanak a külső finanszírozásra, míg ahol prosperáló jövőképet vizionálnak, inkább belső forrásból oldják meg ezt, így a nyereséget nem kell megosztani mással.

Mac an Bhaird és Lucey már a válság után foglalkozott a startupok finanszírozásával és egy új, „sajátos hierarchia” elméletet írt le, mely szerint a kockázatos, fiatal cégek elsősorban a tulajdonos finanszírozásában bízhatnak, majd a részvénykibocsátás következhet és csak miután kiforrott a tevékenység, akkor jöhet szóba a hitelezés. A bankok szempontjából ugyanis fontos a múlt („track record”), a banki cél az, hogy innovatív, a gazdasági növekedés szempontjából kiemelkedő társaságokat finanszírozzanak, hanem az, hogy a hitel az ügylet végén vissza legyen fizetve (Mac an Bhaird & Lucey, 2010).

Az információs aszimmetria modellt erősít az is, hogy a nyilvános társaságok tulajdonosai manipulálhatják a vállalat eredményét, hiszen a tőkeszerkezetet könnyen és gyorsan módosíthatják részvényvisszavásárlással, vagy kibocsátással. Ennek érdekes aspektusa figyelhető meg az elmúlt években: fő célként a részvényesek jutalmazását tekintették, de ezzel közvetett módon javították az egy részvényre jutó nyereséget.

Az alapvető elméletek esetében elmondható, hogy azok az idők folyamán keveredtek és fel lehet fedezni átmenetet köztük. Például az információs aszimmetria megjelenhet az ügynök elméletben, de bizonyos mértékig a startupokra vonatkozó új hierarchia elméletben is, továbbá a kontraszelekciónak hatás esetében is arról van szó, hogy a vállalat vezetőjének/tulajdonosának több információja van a vállalkozásról.

Ezek az összefüggések leginkább az információ és az információs aszimmetria körül forognak. Beck több tanulmányában rámutatott, hogy az információk nyilvánossága jelentősen különbözik a kis és nagyvállalatok között, amely hatással van a tőkeszerkezet alakulására. A KKV szektorban így értelemszerűen a mikrovállalatok a legkiszolgáltatottabbak. (Beck, 2007), (Beck, et al., 2005) A hitelezéshez szükséges adatok nyilvános adatbázisba foglalása jelentősen javíthatja az információ áramlását és így a kockázatot is csökkentheti a hitelező részéről. (Powell, et al., 2004), (Pagano & Jappelli, 1993)

A fentebb bemutatott információs aszimmetriát (és részben az ügynöki elméletet is) igazolja (Berger & Udell, 1998). Szerintük a KKV szektor finanszírozását sokszor a hitelező és a hitelfelvevő kapcsolata alakítja. Ez megjelent az European Investment Fund szövetkezeti, valamint lokális és régiós pénzügyi intézeteit vizsgáló anyagában is (Lang, et al., 2016). A tanulmány szerint az ilyen hitelintézetek a KKV-k finanszírozásában meghatározott aránya a 30%-ot is meghaladja. Ők jól ismerik a helyi vállalatokat és viszonyokat, így az információ kevésbé torzul.

Az adott ország jogrendszere, tőkepiacának fejlettsége is nagyban hozzájárul a hitelezés javulásához. (Kumar, et al., 1999), (Aghion, et al., 2007)

A 2008-as válság utáni egyes kutatások szerint a kötelezettségek lejárat szerkezete is fontos szempont. Eszerint nem mindegy, hogy a visszafizetendő összegeket hogyan diverzifikálja az adott vállalat: azok minél jobban „terítettek” az időben, annál pozitívabban befolyásolják a későbbi forráshoz jutást (Almeida, et al., 2009).

A hitelezési probléma kiváltó oka lehet a pénzügyi tudás hiánya, a szabályozói környezet nem megfelelő fejlettsége, az üzleti környezet alakulása és a „túlhitelezés”, amikor sokkal több KKV cég jut hitelhez, mint amit egy egyensúlyi állapot indokolna (Beck, et al., 2006). Ez lényegében szintén egy információs aszimmetria.

Több tanulmány megállapítja, hogy a széles és nagy KKV szektor nem feltétlenül egyensúlyi állapotot tükröz. Ez sokszor a gyorsan növekvő országok jellemzője, de nem

annak következménye. Vagyis nem azért növekszik az átlagosnál jobban az adott régió, mert kiterjedt a KKV szektor (Beck & Demircuc-Kunt, 2006).

Schumpeter szerint fontos, hogy új, innovatív társaságok jelenjenek meg. Az innováció, a magas kutatási és fejlesztési költséggel működő cégek elengedhetetlenek. Jó példa erre Nagy-Britannia és Olaszország különbsége: míg előbbi esetében a vállalatok 10-12. évéig folyamatosan növelik a gazdasági szerepüket, addig ez Olaszországban már a 3-4. év környékén tetőzik. Míg a déli államot sok öreg, nem innovatív, stagnáló KKV jellemzi, addig a szigetországban pont ellentétes folyamatok figyelhetők meg. Bár az olasz KKV szektor az egyik legnagyobb Európában, a gazdaság sokszor a stagnálás jeleit mutatja (Beck & Demircuc-Kunt, 2006).

Caggese a termelékenységet növelő beruházási döntéseket vizsgálta több, mint 11 ezer olasz feldolgozóipari vállalkozás esetében, és azt találta, hogy a diverzifikáció hiánya miatt alacsonyabb a kockázatvállalási kedv a KKV szektorban, melyet a finanszírozás hiány vagy finanszírozás korlátossága is visszafog. Véleménye szerint banki finanszírozás kellene az innovációra, amikor a körülmények bizonytalanabbá válása esetén a kevésbé diverzifikált családi vállalkozások csökkentik inkább az innovációs beruházásokat, de nem tesznek bele saját tőkéjét. Ez magyarázza, miért nem tudnak az olasz vállalkozások az angolok szintjén fejlődni, és erősíti azt a hipotézist is, hogy a forrásszerkezet hatással lehet a vállalkozás fejlődésére (Caggese, 2012).

---

## **Radikális bizonytalanság a finanszírozásban**

---

Pénzforgalmi alapon jellemzően nagyobb, már bizonyítottan sikeres cégeket finanszíroznak a bankok. A Bank of England egy 2015-ös felmérése szerint az 500 millió fontnál kisebb árbevételű brit kis- és középvállalkozások esetében a hitelezés több mint 90 százaléka valamilyen fedezet ellenében történt (Haskel & Westlake, 2023, p. 143). A kisebb vállalkozások (immateriális) fejlődését megérteni és kockázatot számolni rá is túlzott költség egy bank számára.

A tőkepiacok és a bankrendszerek csekély mértékben képesek arra, hogy hiteleket nyújtsanak olyan vállalatoknak, amelyek eszközei nehezen használhatóak fel a hitelek fedezeteként, különös tekintettel arra, ha ezek az eszközök a vállalkozás immateriális tőkéjének a részei (Haskel & Westlake, 2023, p. 17). Leginkább a gazdasági növekedés

szempontjából leghatékonyabb, gyors és erős tovagyrűzési tulajdonságokkal bíró immateriális eszközök finanszírozása problémás. A tipikus számviteli szabályok szerint ezeket sokszor még eszközként sem lehet a mérlegbe felvenni. Az IAS38 szerint például csak akkor aktiválható egy immateriális eszköz, ha az képes a jövőbeli bevételeket emelni vagy a költségeket csökkenteni, és a vállalkozás képes ezt kontrollálni, azaz ezek a hatások őt érik. Egy gyors és erős tovagyrűzés esetén természetesen a kontroll lehetősége közel nulla, azaz minden érintett vállalkozás számára azonnal elérhető lesz az új eszköz, így a relatív előnye az eszközt kifejlesztő vállalkozásnak gyorsan megszűnik, és a piaci verseny hatásmechanizmusa miatt a bevételnövelő vagy költségcsökkentő hatás is hamar kiegyenlítődik.

A számviteli „lemaradás miatti hiányosságok” következtében kialakult információs torzulások szintén a kisebbeket hozzák hátrányos helyzetbe mind a finanszírozói, mind a finanszírozotti oldalon. *„A rendszer igazságtalan lett a kisebb befektetők számára, mert nincsenek meg az erőforrásai a saját kutatások elvégzésére vagy elvégeztetésére.”* (Lev, 2022, 0:15:14) Ennek természetesen hatása van a finanszírozásra a kisebb vállalkozók esetében. A kisbefektetők ugyanis inkább nagyobb vállalkozásokba (vagy államba, bankokba) fektetik a pénzüket, az információ megszerzésének könnyebbsége miatt.

---

### ***Aszimmetrikus információk***

---

A bizonytalanság egyik legfontosabb oka az információ hiánya, mely sokszor aszimmetriával párosul.

A pontos információk megszerzése nehéz, és egyes esetekben magas költségekkel jár. Sőt, sok a nehezen számszerűsíthető puha információ (alternatív adat), mint például a közösségi média aktivitás, a mobiltelefon-használati szokások, a fogyasztói vélemények, hogy csak néhányat említsünk. Amit a hitelfelvevő tud, az sokszor rejtve maradhat a hitelező előtt. Így az információáramlás aszimmetrikus lehet a hitelfelvevő és a hitelező között. A bank nem rendelkezik pontos információval a KKV-k hiteltörténetéről, a megvalósítandó projektről, a menedzsmentről és egyéb puha adatokról, ami kontraszelekcióhoz vezethet (Stiglitz & Weiss, 1981). Ebben a helyzetben a hitelfelvevő további információval rendelkezik, tehát ex-ante aszimmetrikus információról beszélünk (Huang, et al., 2014).

Altman szerint az aszimmetrikus információt „I. típusú”-nak nevezik, amikor a hitelező gyenge vagy hibás projektet fogad el, és „II. típusú” aszimmetrikus információról beszél, ha a hitelező elutasít egy jót. A „II. típusú” aszimmetrikus információ a KKV-k finanszírozási hiánya esetén természetesen relevánsabb (Altman, 1968).

A bank szempontjából költséges a projektek, beruházások megvalósításának nyomon követése, ami erkölcsi kockázathoz („moral hazard”) vezet, ha a cég vezetése többletkockázatot vállal, mert valaki más viseli ezeknek a kockázatoknak a költségeit. (Farhi & Tirole, 2011); (Holmstrom & Tirole, 1997); (Kuniyoshi & Tsuruta, 2014) Ez az eset áll fenn, ha a kölcsönt már folyósították. Az erkölcsi kockázat negatív tényező a bank számára, mert növeli a nemteljesítő hiteleket (NPL), ha a projekt meghiúsul és a hitelt nem lehet visszafizetni (Huang, et al., 2014).

A nagy, univerzális bankok kisebb jelenléttel bírnak a KKV-k körében, amit ráadásul tovább nehezít a centralizált döntési rendszer. Az AI (mesterséges intelligencia) megjelenése óta sok bank alkalmaz erre épülő algoritmusokat a hitelezési döntések gyorsabb, egyszerűbb és pontosabb meghozatalára. Érdeemes megjegyezni, hogy az összetett algoritmusok (például neurális hálók, mély tanulás) finomíthatók, így az alternatív, puha információ figyelembevételére is alkalmas lehetnek, nemcsak múltbeli adatok elemzésére.

A szabályozó hatóság vagy a hitelintézet által saját magára bevezetett hitelezési szabványok is korlátozóak lehetnek, mivel a KKV-k projektjei közül sok nem szabványosítható. A bankszektor magas koncentrációja (amikor a piac nagy részét csak néhány bank irányítja) a KKV-k kiszorulásához vezet a hitelezésből. A 2008-as válság óta eltelt évek európai bankkonszolidációja tükrében ez valós problémát jelenthet a kisebb cégek számára.

Az erkölcsi kockázat és a kontraszelekció hitelracionálizáláshoz vezet, amelynek során a bankok hajlamosak tudatosan csökkenteni a KKV hitelezési tevékenységüket. A hitelracionálizálás sokkal inkább a KKV-szektorra érinti, mivel a nagyvállalatok átláthatóbbak és alacsonyabb kockázatot jelentenek. Egy ilyen stratégia végrehajtásakor a bankok képesek a hitelkamatok emelésére, hogy csökkentsék az információs hátrányból adódó lehetséges hitelvesztés kockázatát. A magasabb hitelkamatok azonban azt eredményezik, hogy a blue chip cégek elfordulnak a banki hitelezéstől, mert nem akarják kifizetni a gyengébb vállalatok által felhajtott többletkockázati prémiumot. Ez nem csak

a magasabb kamat elmaradása miatt fáj a bankoknak, hanem azért is, mert a nagyobb vállalatok jobb kockázati kategóriában vannak, ezért kisebb tőkeköltséggel lehet őket finanszírozni. Ez a folyamat csökkenti a bankok bevételeit, így a pénzintézetek alacsonyabb kamatokat választanak, és inkább megtagadják a KKV-k hiteligényének egy részét (Huang, et al., 2014).

Az aszimmetrikus információ több okból is fennáll. A legtöbb esetben a cég vezetése nem rendelkezik magas szintű, komplex pénzügyi ismeretekkel, így nehezen tudják leírni az új projektjeiket vagy beruházásaikat. A startupoknak nincs megfelelő múltjuk. A KKV-k heterogén csoportot alkotnak, így nem létezik tipikus KKV. Összességében ez mind azt eredményezi a bankok számára, hogy nehezebb felmérni a kockázatokat. Kiseb cégek esetében felmerül a fedezetként felhasználható eszközök és pénzügyi tartalékok megléte.

A kisvállalkozás indításának elsődleges motívuma a függetlenség, valamint a személyes erőfeszítés és kockázatvállalás hasznainak megtartása. Sok vállalkozó ezért nem akar lemondani a tulajdonrészről, így a legtöbb esetben a magántőkéből vagy kockázati tőkéből történő tőkeemelés szóba sem jöhet (Lean & Tucker, 2001). Ez különösen igaz a kontinentális Európára.

Az aszimmetrikus információs jelenség megoldásában kézenfekvő lenne, ha a bankok több erőforrást fordítanának arra, hogy megfelelő információt kapjanak a KKV-k projektjéről, és figyelemmel kísérnék a beruházások, projektek megvalósulását. Nyilvánvalóan ez a folyamat jelentősen növelné a hitelezés költségeit (ami így már tőkeköltség szintű lenne a piaci folyamatok jó működését feltételezve). A hitel fedezete csökkentheti a bank információs aszimmetriából adódó kockázatát, de a fedezet általában többet ér a cégnek, mint a banknak, ami szintén probléma a bank szempontjából. A fedezet nyújtása azonban a hitel költségét is növeli, mivel további jogi és adminisztrációs kiadásokkal jár. A fedezetek egyik fő forrása a KKV-tulajdonosok tulajdonában lévő ingatlanok. A recesszió idején az ingatlanárak általában esnek, így a hitelfelvevők kevésbé valószínű, hogy új fedezethez jutnak, ami a fedezet felszámolásához vezethet. (Chen, 2006); (Ryan, et al., 2014) Az adatok gyűjtése és elemzése tehát költséges folyamat. Másik kérdés a méretgazdaságosság, hiszen egyáltalán nem elhanyagolható, hogy egy bank egy kisvállalat hiteligénylésének folyamatába vagy egy nagyvállalat finanszírozásába fektet-e energiát.



Az információs aszimmetriát részben a regionális, vagy szövetkezeti bankok tudják feloldani. A helyi bankok szorosabb kapcsolatban állnak a helyi KKV-kal, így a szükséges információk gyorsabban és olcsóbban szerezhetők be számukra, és így az információs aszimmetria okozta problémák veszélye kisebb. Az EIB olasz példán alapuló megállapítása szerint a helyi bankok jobban ismerik az adott régiót, és erősebb a kapcsolat a bank és a hitelfelvevő között. Tisztában vannak a puha információkkal, amelyeket nehéz számszerűsíteni. A regionális bankok működésükből adódóan kockázatkerülők, mert a feltőkésítés az eredménytartaléktól és a tagok befizetésétől függ (Lang, et al., 2016).

A kockázatkerülésük erősebb, hiszen csak egy adott régióban működnek, így a diverzifikáció lehetősége korlátozott. Pontosabban veszik górcső alá a hitelfelvevőket, így szigorúbb az adóminősítés. A regionális/szövetkezeti bankok piaci részesedése a KKV-k hiteleiből 16-17% között mozog, de nagy a különbség az egyes országok között. A regionális/szövetkezeti bankok piaci részesedése a KKV üzletágban Franciaországban több mint 50%, Portugáliában viszont mindössze 3,9% (Lang, et al., 2016).

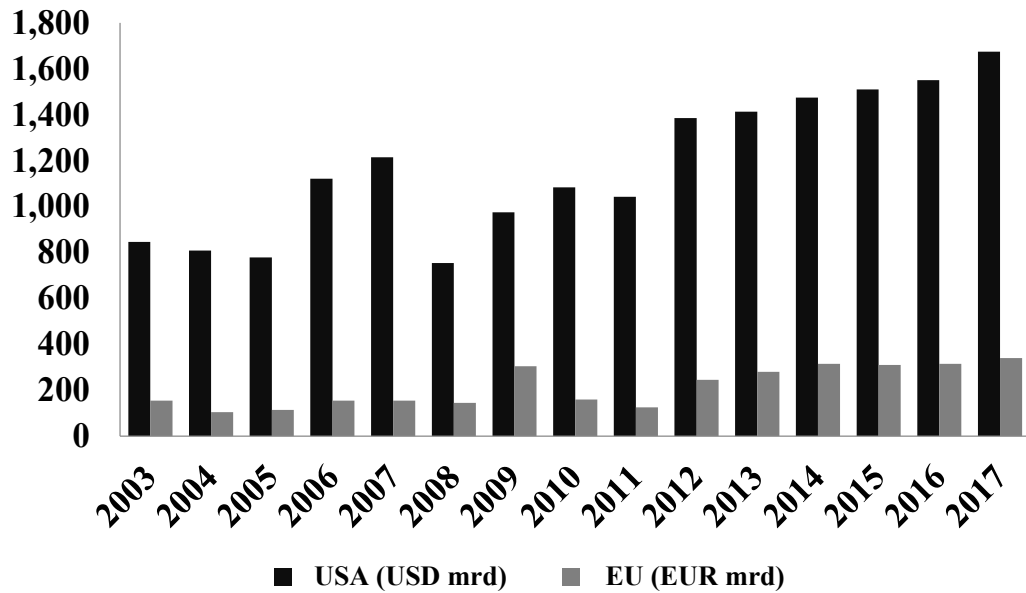
A BIS 2017-es tanulmánya szerint az erkölcsi kockázat a hitelfelvevő és a hitelező közötti gyenge kapcsolat esetén áll fenn, ami azt jelzi, hogy a szoros kapcsolat megmaradása, és az ebből következő monitoring feltétele az értékpapírosítás működésének. A szerzők elutasították azt a feltételezést, hogy a kockázat áthárítása (például értékpapírosítással) önmagában laza hitelezési standardokhoz vezetne.

További potenciális résztvevő a finanszírozásban a tőkepiac. Fejlett és hatékony tőkepiacra van szükség a megfelelő általános információs szint eléréséhez.

A tőkepiacra való belépés egy jól működő kötvénypiaccaal kezdődik. Ahhoz, hogy az EU-ban hatékony vállalati kötvénypiac működjön, szükséges egyszerűbb kibocsátási szabályok kialakítása a vállalatok számára, a befektetők hozzáféréseinek és választási lehetőségeinek bővítése, a közvetítői és kereskedési tevékenység hatékonyságának biztosítása, új kereskedési formák kialakulásának elősegítése és fejlesztése, a kereskedés utáni környezet, a megfelelő szintű tájékoztatás és átláthatóság biztosítása, valamint a felügyeleti és szakpolitikai keret javítása (European Commission, Expert Group on Corporate Bond, 2017). Ez összhangban van az Unió céljaival. Ezen pontok nagyobb része az információk megfelelő szintű megosztásában is segítene.

Ehhez azonban piaci méret is kell. Nagy különbség van az Egyesült Államok és az EU vállalati adósságpiaca között. Az Egyesült Államokban az elmúlt években 1300 és 1600 milliárd dollár közötti nagyságrendű vállalati adósságkibocsátások történt. Az EU-ban a vállalati adósságpiac az Egyesült Államok egyötöde, ez kb. 300 milliárd euró.

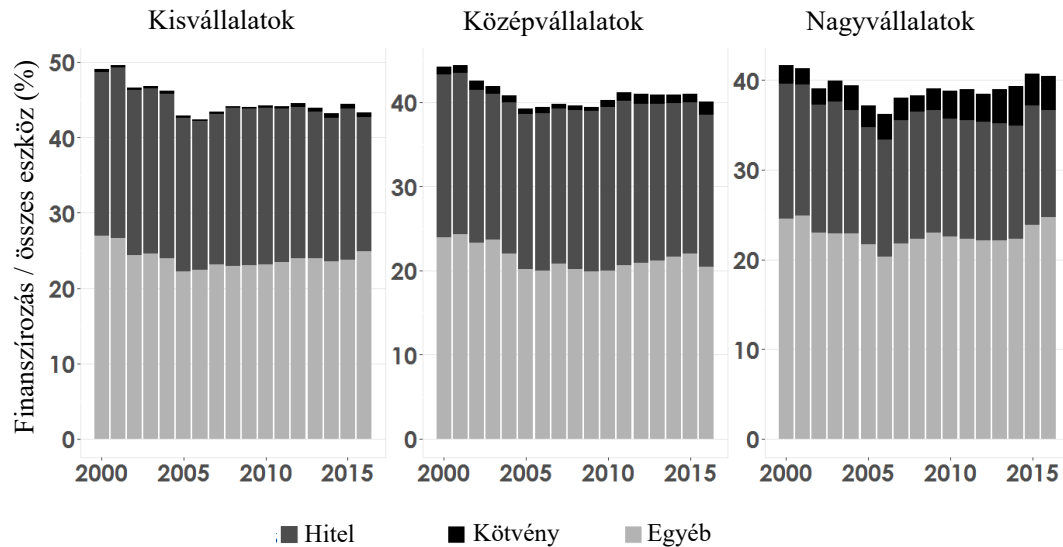
7. ábra – Vállalati kötvénykibocsátás az EU-ban és az Egyesült Államokban



Forrás: (Balog, 2018, p. 66)

Az EU-ban a vállalati kötvények a KKV-k tőkeszerkezetének elenyésző töredékét képviselik. Az 8. ábra azt mutatja, hogy 11 európai országban a magántulajdonban lévő nagyvállalatok eszközeiknek mindössze 3-4%-át finanszírozzák kötvénypiacról. A kis- és középvállalatok esetében ez az arány még alacsonyabb.

8. ábra – Kis-, közép- és nagyvállalatok külső finanszírozásának megoszlása a mérlegfőösszeghez viszonyítva



Forrás: (Balog, 2018, p. 67)

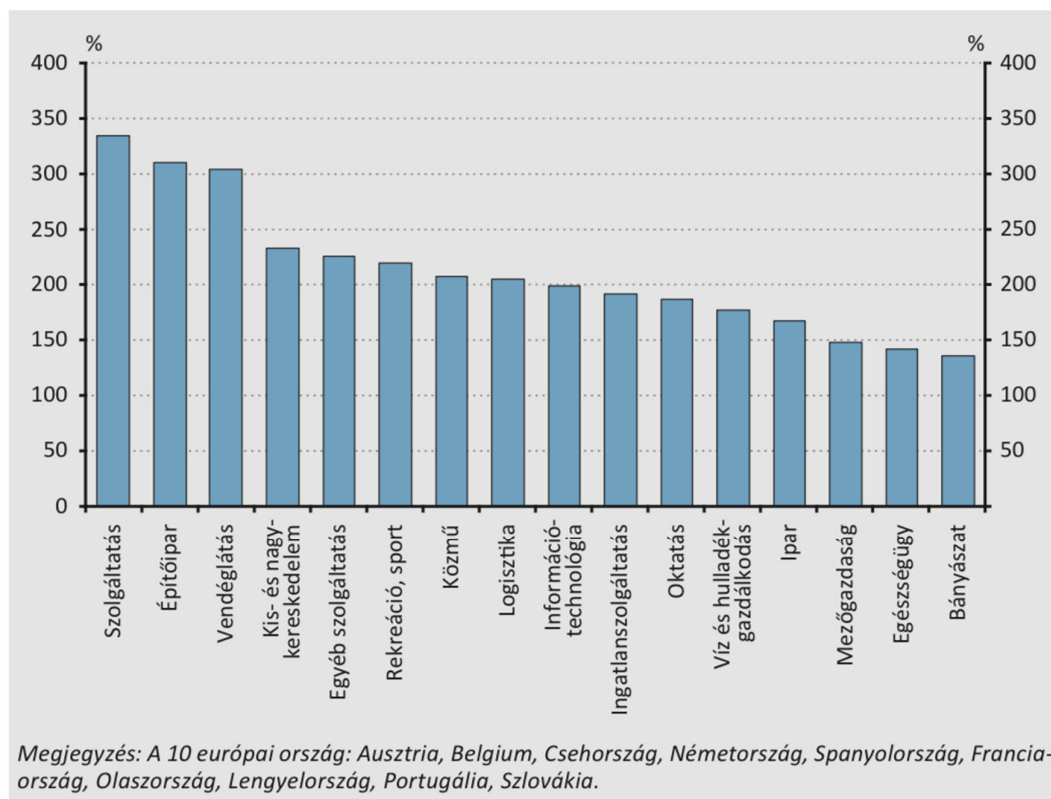
A tőkepiac másik aspektusa, ahol a kockázat átruházható, az értékpapírosítás. A tőkebevonás ezen formája megkönnyíti a hitelkiáramlást. Az értékpapírosítási piac képes a KKV-knak nyújtott illikvid hiteleket megfelelő piaci likviditással rendelkező eszközosztállyá alakítani, és mint ilyen, közvetett hozzáférést biztosíthat a KKV-k számára a tőkepiacokhoz. Az értékpapírosítás folyamatában a bankok összevonják a hiteleket, és a kapcsolódó cash flow-kat harmadik félnek értékesítik. Nincs egyetértés abban, hogy a bankok a legkockázatosabb hiteleket vonják-e össze értékpapírosítási célból. Több tanulmány szerint az értékpapírosított hitelek kockázatosabbak, és nagyobb a nemteljesítő hitelek valószínűsége. Ugyanakkor a BIS ökonometriai tanulmánya azt állítja, hogy az értékpapírosított hiteleknek kisebb a nemteljesítési valószínűsége. (Albertazzi, et al., 2017); (Kraemer-Eis, 2017) Ez ugyanakkor nem segíti az információ áramlását, inkább a kockázatot osztja meg portfólió szinten.

## Vállalkozók finanszírozási környezete az Európai Unióban

### *KKV szektor szerepe a gazdaságban*

A kis- és középvállalatok (KKV-k) csoportjába tartozik minden 250 főnél kevesebbet foglalkoztató és éves 50 millió euró árbevétel alatti társaság. Az Európai Unióban ezek a társaságok az ipar, építőipar és a kereskedelem szegmensében dominánsak, amelyek egyben a legtőkeigényesebb szektorok is, ezért a társaságok finanszírozásának fenntartása kiemelten fontos nemcsak a saját növekedésük, működésük szempontjából, hanem az egész gazdaságot figyelembe véve is. A 9. ábra szerint a tőkeáttétel az egyik legmagasabb a fent említett szektorokban, így a kamatok és a gazdasági ciklusok változására ezek az iparágak a legérzékenyebbek.

9. ábra – 10 európai ország privát KKV-inak teljes kötelezettség / tőke aránya a különböző szektorokban



Forrás: (Balog, 2018/2, p. 63)

Mivel a magasabb tőkeáttétellel működő cégek között jelentős a KKV-k aránya, valamint ezek a szektorok (például az építőipar) erős korrelációban állnak a GDP változásával,

illetve jelentősen hat rájuk a fogyasztás alakulása (kis- és nagykereskedelem), kulcskérdés, hogy a finanszírozásuk milyen formában valósul meg.

Az Európai Unióban a KKV-k forrásbevonásuk 80–85 százalékát bankhiteleken keresztül valósítják meg. Ez pont ellentétes az Amerikai Egyesült Államokban (USA) megfigyelt gyakorlattal, ahol a hasonló társaságok 80–85 százalékban a tőkepiacokról szerzik a forrásaikat (WSBI-ESBG, 2015). Ennek legfontosabb formáit a vállalati kötvények, magántőkealapok, kockázati tőkealapok, crowdfunding vagy hibrid megoldások jelentik. A vállalati kötvények tekintetében a 2000-es évek közepéhez viszonyítva jelentősen csökkent a kibocsátás mind az EU, mind az USA vonatkozásában. Az Európai Központi Bank adatai szerint 2017 szeptemberéig 50 milliárd eurónyi vállalati kötvényt bocsátottak ki a nem pénzügyi intézmények. Összehasonlításképpen az Egyesült Államokban szeptemberig bezáróan 1100 milliárd dollárnyi értékpapír (vállalati kötvény) került a piacokra (Balog, 2018/2).

Az EU-ban a gazdaság alakulása szempontjából a KKV-k jelentős szerepet játszanak, mert a kontinens GDP-jének 60 százalékát adják és kb. 90–100 millió főt foglalkoztatnak, ami a munkaerő-állomány körülbelül 70 százaléka. Az új munkahelyek 85%-át teremtik meg, és az üzletkötések 99%-a általuk történik. Jelenleg 25 millió kis- és közepes vállalat működik az EU-ban (European Commission, 2022)<sup>34</sup>.

Amennyiben ezek a társaságok nem jutnak forráshoz a megfelelő mennyiségben és struktúrában, úgy mindez a beruházások csökkenését, a vállalatfelvásárlások elmaradását és csökkenő innovációt vonhat maga után. A hitelezési aktivitás az intenzívebb beruházási tevékenységen keresztül járul hozzá a gazdasági növekedéshez. A megfelelő külső finanszírozás révén növekedhet a vállalkozói kedv, újabb vállalkozásokat alapíthatnak, valamint javulhat a cégek mérethatékonyasága is. A gazdasági ciklus felívelő szakaszában a kockázatokat mind a hitelfelvevők, mind a hitelnyújtók alacsonyabbnak ítélik meg a javuló munkaerőpiaci helyzetnek, a fogyasztási kedv javulásának köszönhetően. A vállalatok a profitjuk rövid távú ingadozását tompíthatják külső

---

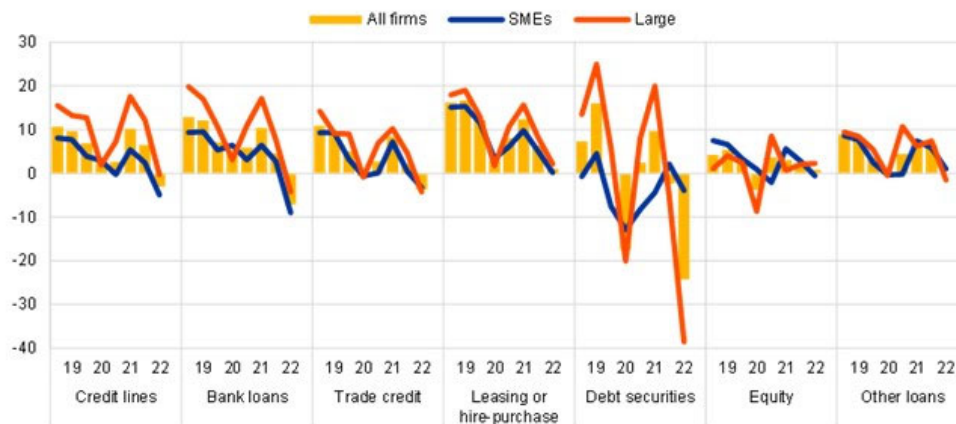
<sup>34</sup> Hozzáteszik ugyanitt, hogy a növekedést és innovációt segítő személyre szabott támogatásuk elengedhetetlen. A fejlődésük minden szakaszában nagyobb nehézségekkel küzdenek a finanszírozásért, mint a nagyvállalatok. Ahhoz, hogy versenyképesek maradjanak, mind az induló, mind a növekvő vállalkozások külső finanszírozásra támaszkodnak az innováció, a digitalizáció, a nemzetközivé válás és a készségfejlesztés terén.

finanszírozás által, mindez a beruházások mérsékeltebb változékonyságát eredményezheti (Bodnár, et al., 2014).

Utóbbi esetében fontos kitétel, hogy a piaci szereplők a visszaesés átmenetiségében higgyenek. Amennyiben az üzleti ciklus kifulladás, az a vállalatok aktivitásának csökkenéséhez, a profitok mérsékléséhez és így a munkanélküliség növekedéséhez, a fogyasztás csökkenéséhez vezethet. Mindez növeli a kockázatot, és a szereplők mérsékeltebb aktivitását eredményezi. Mivel ez egy spirális folyamattá is válhat, a beavatkozás, illetve a ciklusok volatilitásának simítása kiemelt fontossággal bír. A gazdasági recesszió és a hitelhez, forráshoz jutás nehézsége ugyanis általában egymást követik, sőt egymást erősíthetik. Azonban a gazdasági visszaesés mihamarabbi orvoslása érdekében éppen ez az az időszak, amikor olyan anticiklikus intézkedések szükségesek, amelyek segítségével tompítható a visszaesés hatása. A monetáris lazítás és a zéró kamatpolitika is ezt a célt szolgálta a 2007–2008-as válságot követően, igaz, a piac fejlettségétől függően a különböző országokban más és más módon érte el a kívánt hatást. Mivel az Európai Unióban sokkal fajsúlyosabb a bankhitel, ezért a recessziós időszakban a hitelezést erősítő intézkedéseknek pozitív hatása lehet az egész kontinens gazdasági helyzetére.

Bár az euró övezet vállalkozásai jobban aggódnak a megfelelő mennyiségű és minőségű munkaerő rendelkezésre állása miatt, egyre hangsúlyosabb kérdéssé válik számukra, hogy lesz-e elegendő külső finanszírozási forrás, miközben a monetáris politika igyekszik szűkíteni a likviditást.

10. ábra – Változások az euróövezeti vállalkozások külső finanszírozási lehetőségeiben (válaszadók %)



Forrás: (ECB, 2022)

Látható (10. ábra), hogy bár a megkérdezett vállalkozások a pénzügyi forrásokhoz való hozzáférést nem jelölték meg a legfontosabb problémáik között, ezekhez egyre nehezebb hozzáférni.

A vállalkozói szellem és a vállalkozók az innováció, a növekedés és a foglalkoztatás fontos forrásai. A szigorúbb hitelkorlátozásokkal jellemezhető közelmúltbeli válság vitathatatlanul hátráltatta az új vállalkozások alapítását, és akadályozta a már meglévő induló vállalkozások növekedését, valamint a túlélési képességüket. Az elmúlt években az üzletek bezárásának jelentős növekedése, különösen a mikro- és kisvállalkozások esetében, bizonyítja ezt, emiatt kiemelt figyelmet kell fordítani arra, hogy a monetáris politikai szempontból helyes szigorítás ne eredményezzen túl nagy áldozatot a KKV szektorban.

---

### ***Finanszírozási környezet***

---

Az EU-ban a KKV-k finanszírozási igényeire elsősorban a banki termékek jelentenek megoldást. Ilyen lehet a banki rövid vagy hosszú lejáratú hitel, a faktoring, a lízing, melyek a teljes finanszírozási igény 80-85%-ért képesek lefedni. Ez utóbbi szám rendkívül magas, főként amennyiben összevetjük az USA-ban kialakult gyakorlattal, hiszen ott a banki termékek mindösszesen 45%-ot tesznek ki a finanszírozási mixből. Mindez visszavezethető arra, hogy az USA-ban kisebb a bankszektor, de sokkal fejlettebb és nagyobb tőkepiac a jellemző, szemben Európával; ahol ennek pont az ellenkezője fedezhető fel (WSBI-ESBG, 2015). A legjellemzőbb tőkefinanszírozási formák itt a vállalati kötvények, magántőkealapok, kockázati tőkealapok, crowdfunding vagy ezeknek valamilyen kombinációja.

Az EKB és az Európai Unió Bizottsága által végzett SAFE kutatások szerint a legfontosabb korlátok a finanszírozás mellett a verseny, a megfelelő, szakképzett munkások hiánya, a munkaerőköltség, az ügyfelek akvizíciója és a szabályozás<sup>35</sup>. Míg 2013-ban a finanszírozás szerepelt a második helyen, addigra 2017-re már ez a legkevésbé emlegetett probléma a vállalkozások részéről, és ez a trend 2022-ig ez utóbbi kérdésben nem változott.<sup>36</sup>

---

<sup>35</sup> Megfigyelhető, hogy a vizsgálat irányultságára leginkább a vállalatgazdaságtani kutatások menedzsment irányzat volt hatással, annak is a külső környezetre vonatkozó – Leginkább Porter által kutatott – része. (Ahmad & Seymour, 2008)

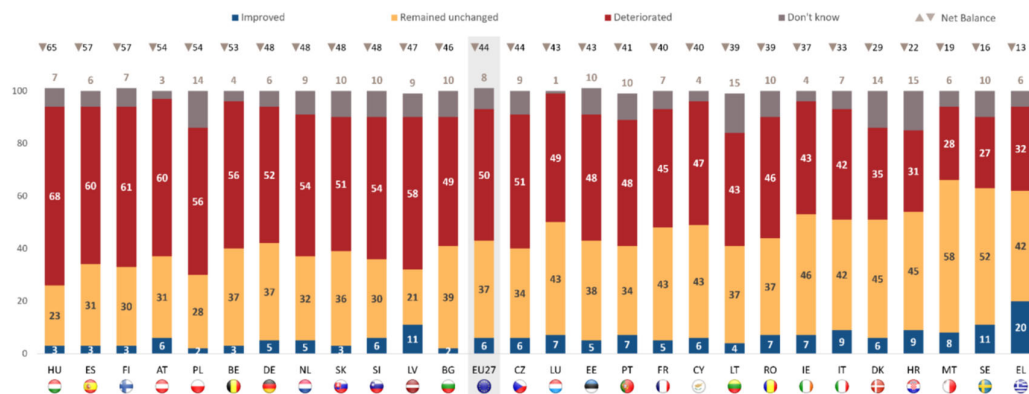
<sup>36</sup> [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html)

Ennek természetesen számos oka lehet, hiszen a nulla közeli kamatok elérték a hitelpiacokat is, átgyűrűztek a forrásköltségek meghatározásába, így olcsóbban juthattak hitelhez a vállalkozások, ami 2022-ben még nem jelentett érezhető változást a vállalkozók többsége számára. Meg kell jegyezni, hogy Európa esetében a ECB monetáris politikája ellenére vannak különbségek, hiszen a déli országok, úgymint Olaszország, Spanyolország vagy Görögország esetében magasabb hitelkamatokat láthattunk még 2017-ben is.

Az EKB kutatása szerint ugyanis a 2008-as válság után a jegybankok nulla közeli kamatpolitikájának és egyéb intézkedéseknek köszönhetően az KKV-k finanszírozási lehetőségei megfelelőek, az kikerült a szektor legégetőbb problémái közül (ECB, 2016). Ez nem volt mindig így: 2008-ban és 2011-ben a finanszírozási nehézségek bizonyultak a harmadik (sőt, az egyéb kategóriát nem számítva a második) legnagyobb problémának az európai KKV-k életében, azóta viszont már megelőzte a munkaerő költsége, a nem szakképzett munkaerő hiánya és az adott iparág szabályainak betartása, bonyolultsága is.

Az Európai Központi Bank SAFE elemzése nyolc olyan faktort említenek, amely nagyban befolyásolja a hitelkeresletet és kínálatot. A megkérdezett KKV-k szerint a gazdasági környezet és kilátások a 2008-as válságot követően csak 2017 első felében váltak kedvezővé, de ekkor a hitelgaranciák elérhetősége még negatív megítélésű maradt, és nem is igazán változott 2015 óta. Nagy javulás volt látható 2017-re az egyedi, cégspecifikus kilátásokban, valamint a bankok, kereskedelmi partnerek és a külső befektetők finanszírozási hajlandóságában (Balog, 2018/2, p. 67).

11. ábra – A megkérdezett KKV-k véleménye arról, hogy az általános gazdasági kilátások hogyan hatnak a külső finanszírozás rendelkezésre állására (%)



Forrás: (European Commission, 2022)



2022-re ez ugyanakkor már megváltozott. A megkérdezett vállalkozások még nem érzékelik a finanszírozási lehetőségek nehezédesét, de a gazdasági kilátások miatt várakozásaik szerint ez bekövetkezhet (11. ábra).

A finanszírozási kérdés tehát egy kiemelt, változó jelentőségű akadály a vállalkozók szerint saját hatékony működésük útjában. Ez ugyanis csak részben múlik a vállalkozón, a másik változó exogén számára, és a pénzügyi szektor, az állam és a nemzetközi (pénzügyi) intézményektől, valamint ezek együttműködésétől függ.

---

### ***Finanszírozási akadályok okai***

---

Amennyiben követjük Corrado és társai gondolatmenetét (Corrado, et al., 2022, p. 10), tulajdonképpen sokkal több költséget kellene a vállalkozásoknak beruházásként aktiválniuk, ezáltal banki finanszírozhatóságuk is jobb lenne a magasabb eszközérték miatt. Már most is van lehetőség a számvitelben költségek konkrét projektekre való aktiválására, de ez elég bonyolult, mély számviteli tudást és szakembergárdát igényel, mely jellemzően csak nagyvállalatoknál áll rendelkezésre.

A bank logikája ugyanis az, hogy a jövőbeli, jól alátámasztott terveket finanszírozza, de csak megfelelő fedezet mellett. Ez a fedezet leginkább ingatlan lehet, illetve jól körülhatárolható ingóságok, például gépjárművek. Immateriális eszközöket csak ritkán fogadnak el a bankok, de akkor is jellemzően csak nagyobb, tőkeerős vállalkozások esetén.

A gazdasági turbulenciáktól eltekintve a bankok nagy része akkor is vonakodik hitelt adni<sup>37</sup> a KKV-k bizonyos részének, ha egyébként a gazdaság megfelelően prosperál. Ennek oka, hogy a többnyire fiatal társaságok hitelképességére vonatkozó információk megszerzése drága vagy szinte lehetetlen a releváns adatok hiánya miatt. Ebben az esetben a regionális bankok mint a regionális társaságok jobb ismerői is bizonyos fókig megoldást jelenthetnek (Lang, et al., 2016). További hátrány, hogy e társaságoknak nincs olyan jellegű eszköze, amely a hitel fedezetéül szolgálhatna. Így sok KKV, amely egyébként megfelelő és életképes projekttel, fejlesztéssel rendelkezik, azt a finanszírozás hiánya miatt nem tudja megvalósítani. Ez különösen igaz Európára, a korábbiakban

---

<sup>37</sup> Részben saját döntés, részben a bankfelügyeleti szabályozásnak (például a provízió képzési szabályoknak) köszönhetően.

bemutatottak szerint az Egyesült Államokban a tőkepiac ezeket a helyzeteket jobban tudja kezelni.

Ez utóbbira általában úgy hivatkoznak, mint a **KKV-k finanszírozási rése** („financing gap”), amely szerint a nem hatékony külső finanszírozási források hiányának oka az információs aszimmetria (Chatouz, et al., 2017). Ez az aszimmetria nem megfelelő hitelfelvevők kiválasztásához is vezethet, amikor a bank nem tudja megkülönböztetni a jó és rossz projekteket, illetve a bank, mivel nincs megfelelő mennyiségű és minőségű információja az adott KKV-ról, magasabb hitelkamatot állapít meg (Pozzolo, 2004). Stiglitz és Weiss elemzése szerint a KKV-k alacsony transzparenciája, nem megfelelő fedezetei növelték az információs aszimmetriát és az ebből fakadó kockázatokat („moral hazard”). Néhány országban ez volt az egyik ösztönző arra, hogy létrehozzák a hitelgarancia intézményét (Stiglitz & Weiss, 1981). Az erkölcsi problémakörrel is találkozhatunk, hiszen a csőd esetében fennálló korlátozott felelősség extra kockázatvállalásra bátoríthatja a hitelfelvevőket. (Farhi & Tirole, 2011), (Holmstrom & Tirole, 1997), (Kuniyoshi & Tsuruta, 2014)

A hitel fedezetéül szolgáló biztosíték sem minden esetben megfelelő a hitelfelvétel során. Egyrészt a kisebb vállalkozások nem minden esetben tudnak megfelelő biztosítékot nyújtani, másrészt az is valós probléma, hogy a fedezet a vállalkozásnak általában többet ér, mint a banknak. Az Európai Központi Bank és az Európai Bizottság felmérése szerint (ECB, 2016) a megfelelő fedezet hiánya az egyik oka annak, hogy a KKV-k nem jutnak megfelelő külső forráshoz. Míg nagyvállalatok esetén az esetek mindössze 0,5 százalékában hivatkoztak a nem megfelelő fedezetre mint tényezőre, addig a KKV-k esetében ez az érték 5 százalék volt. A hitel biztosítéka az információs aszimmetriából eredő banki kockázatot csökkentheti. A fedezet nyújtása azonban növeli a hitel költségét is, mert az további jogi és adminisztratív költségekkel jár. Chen elemzése szerint a KKV-tulajdonosok ingatlantulajdona az egyik fontos fedezeti forrás. Abban az esetben, ha recessziós időszak van, az ingatlanárak nagy valószínűséggel csökkennek, így a hitelfelvevő kisebb eséllyel tud új fedezetet bevonni, amely a fedezet likvidálásához vezethet. Az ingatlanárak prociklikus jellege és a nem hatékony likvidálási folyamat tovább mélyítheti a recessziót. Fontos, hogy a fedezet mennyi idő alatt értékesíthető és milyen értékkel bír, hiszen a megállapított érték (például értékbecslő által) nem feltétlenül esik egybe a valós piaci értékkel (Chen, 2006).

Ugyanakkor, motivációs szempontból egy jelentős fedezet mutatja a vállalkozó hitét, elhivatottságát a projekt sikerét illetően, amely erősíti a siker valószínűségét.

A nem megfelelő hitelkínálatot az is kiváltja, hogy a kisebb vállalkozásokat monitorozni, a megfelelő információkat róluk beszerezni nehezebb. Míg egy nyilvános, tőzsdei társaságnak minden mozzanata pontosan dokumentált és a befektetők által hozzáférhető, addig KKV-k esetében ez sokkal korlátozottabb. Természetesen a KKV-król is hozzáférhető adatok, azonban ezek minősége problémás lehet a nem megfelelő könyvelési és nyilvántartási rendszerek miatt. Másik kérdés a mérhetőség, hiszen közel sem mindegy, hogy a hitelező az energiát egy kis cég hiteligénylésébe vagy egy nagyvállalat finanszírozásába fekteti, azaz a fajlagos költségráfordítás alapvető fontosságú. A KKV-k esetében azzal a problémával is meg kell küzdeni, hogy sok közülük fiatal társaság, így nem rendelkezik megfelelő múlttal, amelyből a jövőre vonatkozóan következtetést vonhatna le a hitelező.

Bár az utóbbi években a finanszírozási kérdések háttérbe szorultak a KKV-k életében, mégis felmerült két olyan faktor, amely ronthatja a vállalkozások hitelhez való hozzájutását. A banki szektor magas koncentrációja – amikor a piac nagy részét mindössze néhány bank kontrollálja – a KKV-k hitelezésből való kiszorulását vonja maga után. Az utóbbi évek európai banki konszolidációját megfigyelve ez valós problémát jelenthet a kisebb társaságok életében. A másik tényező az ingatlanárak potenciális esése, amely visszavetheti a KKV-k finanszírozását, ugyanis sok társaság az ingatlanját ajánlja fel fedezetül a hitelért cserébe. (Chen, 2006); (Ryan, et al., 2014)

A fenti problémák egy részét, az információs aszimmetria részbeni feloldását a regionális bankok tudják megvalósítani. A helyi bankok erősebb kapcsolatban vannak a helyi KKV-kkal, és így a szükséges információ gyorsabban, olcsóbban beszerezhető. Az EIB olasz példán történt megállapítása szerint a helyi bankok jobban ismerik az adott régió jellegzetességeit, valamint a kapocs is erősebb a bank és a hitelfelvevő vállalkozás között (Lang, et al., 2016).

A KKV-k hitelfelvételéhez kapcsolódó garanciaprogramok célja, hogy olyan cégek is hitelhez jussanak, amelyek múltjuk miatt, vagy nem megfelelő fedezetük miatt erre nem lennének alkalmasak. Ezenkívül a garanciaprogramok a gazdasági ciklusok alján is biztosíthatják a KKV-k forráshoz jutását, így pozitívan hathatnak a GDP-re, esetleg tompíthatják a visszaesés mértékét. Az országok határain belül működő

garanciaintézmények felméréséből is az derül ki, hogy ők maguk is működésük szempontjából a KKV-szektor számára nyújtott hitelek garanciájában látják a legnagyobb potenciált, egy friss felmérésben 71 százalékuk válaszolt így (Chatouz, et al., 2017). Fontos szempont lehet az is, hogy a vállalkozók nagy része kevesebb tőkét tud biztosítani vállalkozása számára, mint amennyit szeretne (Evans & Jovanovic, 1989).

---

## **A hitelgarancia és egyéb kockázatcsökkentő eszközök**

---

A hitelgarancia-szerződés keretében a garanciát vállaló intézmény készfizető kezességet vállal a pénzüintézet felé az adott vállalkozásnak nyújtott hitel tekintetében. Ennek igénybevétele esetén a bank alacsonyabb kockázatot fut, hiszen az ügyfél esetleges nemteljesítése esetén a garanciát nyújtó intézmény áll helyt a bank irányában a kintlévőség előre meghatározott mértékéig.

A hitelgarancia-alap független, harmadik szereplő a bank és a hitelfelvevő között, amely hitelfelvevő nem rendelkezik minden olyan kitételrel, amely a bank számára szükséges. A garanciaalap így a bank számára egyfajta biztonságot jelent, valamint áttételesen lehetővé teszi a vállalkozás számára, hogy hitelt kapjon. A garanciaintézmények általában állami szerepvállalás mellett jönnek létre, mind a fejlett, mind a fejlődő piacok esetében. Általában nonprofit intézmények, de van egyfajta kötelezettségük az önfenntartásra.<sup>38</sup>

A garanciaintézmények a tőkéjükkel szemben akár annak többszöröséért is garanciát biztosítanak, így a tőkeáttételük elérheti a 20–25-ös értéket is. (Davies, 2007); (Levitsky, 1997) A garancia mértéke általában a hitel 30–80 százaléka között mozog. Egy megfelelően működő garanciaalap öt év működés után elérheti az ötszörös tőkeáttételt, majd körülbelül 7–10 év működés után a tízszerest. A hitelgarancia-program a legtöbb hitelre kiterjeszhető, ami érintheti új vállalkozások alapítását, gépek, berendezések

---

<sup>38</sup> A magyarországi gyakorlat szerint a garanciaintézmény bevizsgálja a finanszírozó bank standard kockázatvállalási szabályzatait és ha megfelelőnek tartja, akkor ad garanciát az onnan érkező, azok szerint minősített ügyletekre. Tehát a minősítési feltételek elméletileg azonosak a nem garantált hitelekével, tehát elméletileg ilyen szempontból nincs a vállalkozónak könnyebbsége. Ami miatt mégis kedvezőbb a vállalkozó szempontjából, az az alacsonyabb kamat, a bank szempontjából pedig az alacsonyabb tőkeköltség pozíció. Arra vonatkozóan nincs egyértelmű kutatási eredmény, hogy az elméleti konstrukció ellenére a gyakorlatban mégiscsak könnyítenének a bankok a garanciát igénylő vállalkozások hitelfelvételein, ez az információs aszimmetria kutatásának területe lehetne.

beszerzését vagy a működő tőke kiegészítését is, de ebben az egyes országok és az egyes garanciaintézmények között lehet eltérés.

A garancia biztosítása több módon történhet: retail vagy egyedi, portfólió és wholesale-rendszerben is. A retail, azaz egyedi rendszerben az egyes cégeket és hiteligényeiket, projektjeiket egyenként értékeli, majd döntenek a garancia megadásáról. Ez az eljárás jelentős költséget és munkaórát emészt fel. A portfóliósintű garancia esetében hasonló hiteleket egyként kezelnek, és így döntenek a garancia kiadásáról, azaz ebben az esetben a banki adminisztrációt nem terhelik az egyedi vizsgálatok és a jóváhagyási procedúra. A bank a garanciaszervezettel előre rögzített keretrendszer alapján maga dönt arról, hogy mi kerül a portfólióba. A wholesale rendszerben nincs közvetlen kapcsolat a hitelgarancia intézménye és a hitelező/hitelfelvevő között.

Az adós hitelminősítése alapesetben a hitelező feladata, és ez hitelgarancia esetében sincs máshogy, annak ellenére, hogy a hitelgarancia vállalója és a hitelező is elláthatja ezt a feladatot. Alapvetően a hitelezőnek van meg a megfelelő infrastruktúrája a folyamat levezényléséhez. Ugyanakkor a hitelgarancia nyújtója és a hitelintézet között felléphet a megbízó-ügynök probléma, ami túlzott kockázatvállalást vagy a hitelminősítési folyamat alultervezését vonhatja maga után (Chatouz, et al., 2017).

A hitelgarancia alkalmazásával a bankok bizonyos esetekben csökkenthetik RWA-kitettséget. A Basel III és a CRR/CRD-szabályozás keretében a bankok csökkenthetik a hitelgaranciával fedezett hitelek utáni tőkekövetelményt. Ez lényegében azt jelenti, hogy a pénzteremtésnek nem csak a kockázatát, hanem a költségét is átveszi a garanciaintézmény.

A nyugat-európai hitelgarancia-intézmények ismérve, hogy nincs tiltás a tőkeáttételükre vonatkozóan és adómentességet élveznek. Leginkább a KKV-kat célozzák meg azzal a céllal, hogy növeljék a hitelezési aktivitást ebben a szegmensben. Garanciát bankok, lízingcégek és egyéb pénzügyi intézmények felé vállalnak, főleg forgóeszközhitel, beruházás és kereskedelmi hitel esetében. A garanciához kapcsolódó díjakat a hitelfelvevő fizeti, és az a hitel összegétől függ. A kockázat vállalása 34 és 81 százalék között szóródik és 10–15 évre szólhat. A veszteség megosztása általában pari passu. Nem minden esetben valósul meg ugyanakkor kockázati alapú árazás.

A garanciaintézmények ily módon széles értelemben társadalmasítják a hitelezés kockázatát és költségét, melynek az az előnye megvan, hogy kiterjedt kockázatvállalói

kör jobban tud diverzifikálni, hátránya ugyanakkor, hogy az adott vállalkozástól („projekt” értelemben véve) nagyon messzire került a kockázat és így a kockázat motiváló hatása.

A garanciaprogramokat vizsgálhatjuk specifikus országok és az EU szemszögéből is. Utóbbi esetében a COSME, az SME Initiative és az Innovfin programok hivatottak elősegíteni a KKV-k finanszírozását. Kisebb mértékben a Cultural and Creative Sector Guarantee Facility, amely olyan KKV-nak nyújt lehetőséget, amelyek a kulturális és kreatív szektorban érdekeltek, valamint az EaSI – Employment & Social Entrepreneurship, amely garanciaprogramjában a munkaerőpiac erősítését, az EU-n belüli mobilitás megteremtését tűzte ki célul.

A COSME összesen 2,3 milliárd eurós büdzsével fut 2020-ig. Célja, hogy a KKV-k könnyebben jussanak forráshoz, elősegítse a vállalkozói kedvet, biztosítsa a megfelelő környezetet az új vállalatok elindításához és növekedéséhez. A program keretében a garancia mértéke a tőketartozás maximum 50 százalékig terjedhet és maximum 249 főt foglalkoztató társaság veheti igénybe, azaz a mikro-, kis- és közepes vállalkozások is részt vehetnek benne. Nagy előnye a programnak, hogy díjmentes, valamint hogy csökkentti a bank RWA-kitettséget, amennyiben nem feltételes a garancia. Utóbbi azért fontos, mert egy kiinduló állapothoz viszonyítva a garanciák igénybevétele révén több vállalkozást is tud finanszírozni egy pénzüintézet ahhoz képest, mintha nem venné igénybe ezt a lehetőséget.

Az Innovfin célja, hogy az innovatív KKV-k megfelelő forráshoz jussanak. A program 25 ezer és 7,5 millió euró közötti hitelek esetében alkalmazható (1 és 10 év közötti futamidővel), maximum 499 főt foglalkoztató társaság esetében. Olyan KKV-knak nyújt hitelgaranciát, amelyek valamilyen innovatív terméket fejlesztenek, vagy gyorsan növekszenek (a foglalkoztatottak vagy a bevétel 20 százalékkal nőtt az elmúlt 3 évben éves szinten). A program költsége 0,5–0,8 százalék évente, a kihelyezett hitel maximum 50 százalékát fedezi veszteség esetén, valamint szintén csökkenti a bankok RWA-kitettséget. A kezdő, startup vállalkozások esetén a hitelgarancia abból a szempontból érdekes, hogy a hitelhez való hozzájutást az is nehezíti, ha a cégnek nincs előélete, úgynevezett „track recordja”.

A fenti garanciaintézmények ismérve, hogy nemzetközi szinten működnek, szemben az egyes országok garanciaintézményeivel, amelyek inkább csak az adott ország határain

belül végeznek tevékenységet. A nemzetközi hitelgarancia-szolgáltatásnál a legfontosabb szereplő az EIF. Ide az SME Initiative és az Innovfin, valamint a COSME programok tartoznak. Az EIF KKV-k hiteleihez és lízingjeihez nyújt garanciát, valamint viszontgaranciát nyújthat a helyi hitelgarancia-intézmények portfóliójához.

---

### ***A hitelgarancia intézménye és az európai gyakorlat***

---

A hitelgarancia intézménye a külső finanszírozást érintő anomáliákat nem oldja fel teljes egészében, és így a probléma gyökerét sem tudja kezelni, ám hozzájárulhat a hitelezési piac zavartalanabb működéséhez. Az állami szerepvállalás mellett a hitelgarancia intézménye az az eszköz, amely lehetőséget biztosít arra, hogy a vállalkozások negatív gazdasági hangulatban is hozzájuthassanak megfelelő forrásokhoz. Ezáltal végső soron a gazdasági visszaesés mértékét is tompítani lehetne. A kérdés, hogy valós feltételezés-e az, hogy a hitelgarancia léte segít tompítani a gazdasági visszaesést?

A garanciaalapok KKV-k körében hangsúlyozott fontosságát emeli ki, hogy 50 ezer olasz vállalati hitelt megvizsgálva azt lehetett tapasztalni, hogy a KKV-k esetében, arányában több fedezetet kérnek a bankok, mint a nagyvállalatok hitelezése során (Pozzolo, 2004). Az is igaz továbbá, hogy a nagyobb cégek sokkal könnyebben jutnak külső forráshoz, így a KKV-szektor a mérete miatt (és így a kockázatosága miatt) is hátrányban lehet (Beck, et al., 2005).

Az EIB elemzése megemlíti, hogy a garanciaprogram csak abban az esetben lehet előnyös a gazdaság szempontjából, ha körültekintően valósítják meg (Kraemer-Eis, et al., 2017). Mivel a tulajdonosok között a legtöbb esetben fellelhető az állam, így az esetleges csődöt végső soron bizonyos mértékig az adófizetők viselik. Ez pedig a 2008-as válság óta rendkívül kényes kérdés, sőt az EU tiltja is a „bail-out” intézményét, azaz azt, amikor a csődbe jutott vagy annak szélén álló pénzügyi intézetet az állam menti ki. 2008 és 2012 között az EU 568 milliárd eurót költött csődközeli bankok megmentésére, amit az adófizetők álltak. Helyette a „bail-in” eljárást kell alkalmazni, ennek keretében a részvényesek, kötvényesek és végső soron a legnagyobb betétesek tőkésítik fel a pénzügyi intézetet. Ennek első megvalósult formája a ciprusi válság levezénylése volt 2012/2013 folyamán.

Azaz feltűnik a „moral hazard” rémképe. Ez a veszteségmegosztás („loss sharing”) és a fedezettség arányának („coverage ratio”) pontos definíciójával elkerülhető,

csökkenthető. A veszteség megosztása lehet pari passu, ahol a veszteség mértéke az összegtől függetlenül fix. A behajtott adósság az előre meghatározott megosztás szerint kerül allokálásra a hitelező és a garancia biztosítója között. Az alárendelt adósság esetén először a hitelezőt elégítik ki, majd utána következik a garantőr. Portfólió-szinten a „first-loss”-garancia esetében a csőd teljes terhét a veszteség előre meghatározott részéig vállalják, míg a „second-loss”-garancia esetében a garantőr csak a veszteség második részét fedezi. Továbbá, amennyiben a fedezettség aránya magas, a hitelező ösztönzést érezhet arra, hogy elhanyagolja az adós monitorozását, kockázatainak megítélését.

Az OECD megállapítása szerint a garanciaprogramok nagy többségben a fiatal és innovatív vállalatokat célozzák azért, hogy így csökkentsék a munkanélküliséget és növeljék a termelékenységet (Kraemer-Eis, et al., 2015).

Mint látjuk, a hitelgarancia segítségével transzferálható a nemfizetési kockázat (és ilyen formában hasonlatos a derivatív, határidős termékekhez, melyek szintén a kockázat megfelelő kezelése miatt jöttek létre), de emellett iparági és geográfiai diverzifikációt is megvalósíthat. Erősödhet továbbá a kockázatelemzés, hiszen abba a hitelgarantőr is becsatlakozik, valamint a szabályozói arbitrázs is létrejöhet, hiszen a hitelgarancia segítségével lehetővé válhat, hogy a hitelező megfeleljen a szabályozói követelményeknek.

Az EU-ban és a környező országokban fellelhető garanciainstítmények működését, adatait az AECM (European Association of Guarantee Institutions) fogja össze. A legfrissebb adatok szerint az EU-n belül a GDP arányában Olaszországban, Portugáliában és Magyarországon a legmagasabb a kibocsátott garanciák értéke. Míg az EU országainak nagy részében a kibocsátott garanciák a GDP 0,2–0,5 százalékát teszik ki, addig az első három ország esetében ez az arány 1,7–2 százalék között mozog (Balog, 2018/2, p. 76).

Az EIB felmérése szerint (Chatouz, et al., 2017) az EU megkérdezett bankjainak 91 százaléka használja a hitelgarancia intézményét, ennek aránya azonban a bankok összes KKV hiteléhez képest elenyésző: a bankok mindössze 20 százaléka nyilatkozott úgy, hogy a teljes KKV-hitelállományuk legalább 10 százalékához köthető hitelgarancia. A bankok leginkább azért vesznek igénybe hitelgaranciát, mert a KKV-k fedezete nem megfelelő, és az átlagnál kockázatosabb, de mindemellett az is fontos szempont, hogy a hitelgarancia igénybevételével a kockázatos eszközök csökkenthetők, és ez a válság után



megvalósult szigorúbb szabályozások közepette kedvező helyzetbe hozza a pénzüintézeteket.

A felmérés szerint a bankok arról is meg vannak győződve, hogy a garanciaintézmények hirdetései nem irányulnak a KKV-szektor felé, így a potenciális hitelfelvevők nem is tudják, hogy milyen lehetőségük lenne abban az esetben, ha nincs megfelelő fedezetük, vagy a projektjük kockázatos.

A bankok 60 százaléka szerint a hitelgarancia intézményének nincs hatása arra, hogy egy adott hitel nemteljesítő lesz vagy sem, 35 százalékuk szerint pedig úgy véli, hogy a garancia növeli a hitel bedőlésének valószínűségét. Cowan és szerzőtársai szerint a garanciaprogramban részt vevő társaságok hitelei 1,67 százalékkal nagyobb eséllyel lesznek nemteljesítők az első 24 hónapban a garanciával nem rendelkezőkhöz képest, ám azt a szerzők is elismerik, hogy a hitelgarancia segíti a KKV-k finanszírozását (Cowan, et al., 2015).

Az EU-ban kevés tanulmány áll rendelkezésre a hitelgaranciának a gazdaságra és KKV-k hitelezésére gyakorolt hatásáról. Ennek az az oka, hogy rendkívül kevés a megbízható és elérhető adat. Az Európai Bizottság és az EIF 2015-ben végzett kutatása a vállalkozásokra, különösen a kis- és középvállalkozásokra (KKV-kre) vonatkozó többéves program gazdasági hatásait vizsgálta a programban részt vett és az abban nem szereplő kontrollcsoport között a 2005 és 2012 közötti időszakban, „difference in difference” módszerrel (Asdrubali & Signore, 2015). A vizsgálat 10 kelet-közép-európai országra vonatkozott, 1 és 250 fő közötti foglalkoztatottal rendelkező, 0 és 10 év közötti vállalatokra. Megállapításuk szerint a programban részt vevő KKV-k az első öt évben 17,3 százalékkal növelték a foglalkoztatottak számát, és bevételük a kontrollcsoporthoz viszonyítva 19,6 százalékkal nőtt. A foglalkoztatás növelése leginkább Románia és Csehország esetében volt szignifikáns. Az elemzésből az is kiolvasható, hogy a mikro- és a fiatal társaságok szerezték a legnagyobb előnyt a program keretében.

Ugyanakkor rövid távon (0 és 3 év között) a programban részt vevő társaságok termelékenységése csökkent (9–11 százalékkal), amely különbség csak középtávon tűnt el. A szerzők szerint ennek oka a garancia után kapott forrás esetleges félreallokálása. Továbbá mivel a garancia előtti két évben az ilyen társaságok nagy része nem rendelkezett hitellel, a hátrányt a megváltozott helyzethez való alkalmazkodás is okozhatta, így például az újonnan fennálló tőkeáttétel menedzselése.

A hitelgaranciák mennyisége a GDP-hez viszonyítva Olaszországban a legmagasabb, valamint itt működött a legtöbb hitelgaranciát kapott KKV is, nevezetesen több mint 1,3 millió darab 2016-ban az AECM adatbázisa szerint.

Az olasz KKV-szektor vizsgálatát Pozzolo annak fényében, hogy a hitelfelvevő milyen biztosítékot szolgáltat: fizikait, személyeset vagy harmadik féltől származót (mint pl. a hitelgarancia). A fizikai biztosíték esetében annak a valószínűsége, hogy a hitelfelvevő csődbe megy, nem különbözött nullától. Ezzel szemben a csőd valószínűsége a hitelgarancia esetében pozitív és szignifikáns. Az elemzés továbbá azt is megállapítja, hogy a bankok a kisvállalatoktól a nagyobb cégekhez viszonyítva több biztosítékot kértek. **A cégek legkisebb 20 százalékának fizikai biztosítéka több mint háromszor volt magasabb, mint a legnagyobb cégeké (Pozzolo, 2004).**

# EMPIRIKUS KUTATÁS

---

A következőkben bemutatásra kerül az értékezés hipotéziseinek ellenőrzéséhez elvégzett kutatás. A kutatás az EIF és a Trieri Egyetem egyik kutatását mintául véve került elvégzésre, az Európai Központi Bank releváns adatbázisának legfrissebb verzióin, számos ponton módosított módszertannal és célokkal.

---

## Adatok

---

Általánosságban elmondható, hogy a KKV szektorra vonatkozó adatokat nehézkes beszerezni. Mivel számos esetben nem nyilvános társaságokról van szó, könnyen hozzáférhető, részletes, mérlegszerű adatbázisból kevés van, azok is csak részlegesek. Felmerült természetesen a lehetősége a kérdőíves adatfelvételnek, ez valóban használható lenne, ugyanakkor jelentős idő- és költségigényt jelent, ráadásul az óhatatlanul különböző adatfelvételi módszertanok nem teszik lehetővé az összehasonlítást, az elemzés így könnyen öncélúvá válhat.

A Banque de France 10 EU tag KKV szektoráról gyűjt adatokat, bizonyos esetekben egészen 2000-ig visszamenőleg. Ebben a társaságok mérlegét, eredmény-kimutatását és különböző jövedelmezőségi, tőkeáttételre vonatkozó, illetve eladósodottsági mutatóit kaphatjuk meg. Bár az EU28-hoz képest szegényesnek tűnhet az adatbázis, az körülbelül 4,5 millió társaság adatait tartalmazza, szektorokra és alszektorokra, valamint cégméretre lebontva. Mivel az EU28-ban körülbelül 20-22 millió KKV-t találunk, azt állapíthatjuk meg, hogy a teljes piac közel 20-25%-át lefedi az adatbázis. A vállalatok régiós eloszlása is jól diverzifikált, hiszen megtalálhatóak benne az EU központi országai (Franciaország, Németország, Belgium, Ausztria), a déli országok (Olaszország, Spanyolország, Portugália) valamint Kelet-Közép-Európa is (Lengyelország, Szlovákia, Csehország).

A fenti adatok csak a vállalatok gazdálkodását leíró számokat jelentik, így a pontosabb képhez egyéb, a hangulat és a gazdasági szereplők jövőre vonatkozó várakozásait magába foglaló indikátorokat is érdemes használni. Több tanulmány is rámutat, hogy a hitelezésben és így a KKV-k forráshoz jutásában fontos szerepet játszik az adott régió vagy ország bankszektorának koncentrációja (Ryan, et al., 2014). Korábbi elemzések azt bizonyították, hogy a bankok magasabb piaci ereje negatív hatással van a KKV-k

finanszírozására, hiszen utóbbiak a beruházások megvalósításában egyre inkább a belső forrásaikra támaszkodnak, ahogy nő a banki szektor piaci erőfölénye. Az adatbázis kiegészítő jelleggel került felhasználásra a kutatás során.

Érdemes megemlíteni még két adatbázist. A Világbank Global Financial Development Database nevű adatbázisának adatai használhatóak lennének a banki koncentráció reprezentálására (The World Bank, 2022). Az adatbázis a Bankscope (2017-től Orbis Bank Focus) adatait használja és a banki koncentrációt a következőképpen méri: az adott ország három legnagyobb bankjának teljes eszközállománya osztva az adott ország összes bankjának összes eszközállományával. Azaz, amennyiben a három legnagyobb bank jelentős méretű, úgy az index magas értéket vesz fel. Az üzleti hangulat mérésére használható továbbá az Economic Sentiment Indicator (ESI), melyet az Európai Bizottság publikál (European Commission, 2022). A felmérésben több szektor szereplői is részt vesznek (építőipar, ipar, kiskereskedelem, szolgáltató) és fogyasztói bizalmat is mér. A végső indikátor öt komponensből áll össze, ahol a legnagyobb súlya az iparnak és a szolgáltató szektornak van (az indikátorok azonban külön-külön is felhasználhatóak). A megkérdezettek ezekben a felmérésekben az elmúlt és a következő három hónap fejleményeire világítanak rá, valamint betekintést adnak az aktuális megrendelés-állomány értékébe is. A fogyasztói felmérések a háztartások megtakarítását és költségeit, valamint az ezeket meghatározó faktorokat térképezik fel.

---

### ***SAFE adatbázis***

---

Az Európai Központi Bank 2009 óta minden évben kétszer végzi el „Survey on the access to finance of enterprises”<sup>39</sup>, röviden SAFE felmérését, melyhez minden második alkalommal (2013-ig csak két évente) az Európai Bizottság is csatlakozik.<sup>40</sup> Ebből következően utóbbi esetekben az összes EU tagországot (és még néhány európai országot is) érinti a felmérés, a többi esetben csak az eurózóna tagországait. A két felmérés ugyanakkor nem csak a résztvevő országokban különbözik, hanem a kérdések is némileg eltérőek, tekintettel arra, hogy az EKB céljai monetáris politikai és pénzügyi stabilitási vonatkozásúak, míg az Európai Bizottság az uniós gazdaság strukturális kérdései iránt

---

<sup>39</sup> „Felmérés a vállalkozások finanszírozáshoz való hozzáféréséről”

<sup>40</sup> [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html)

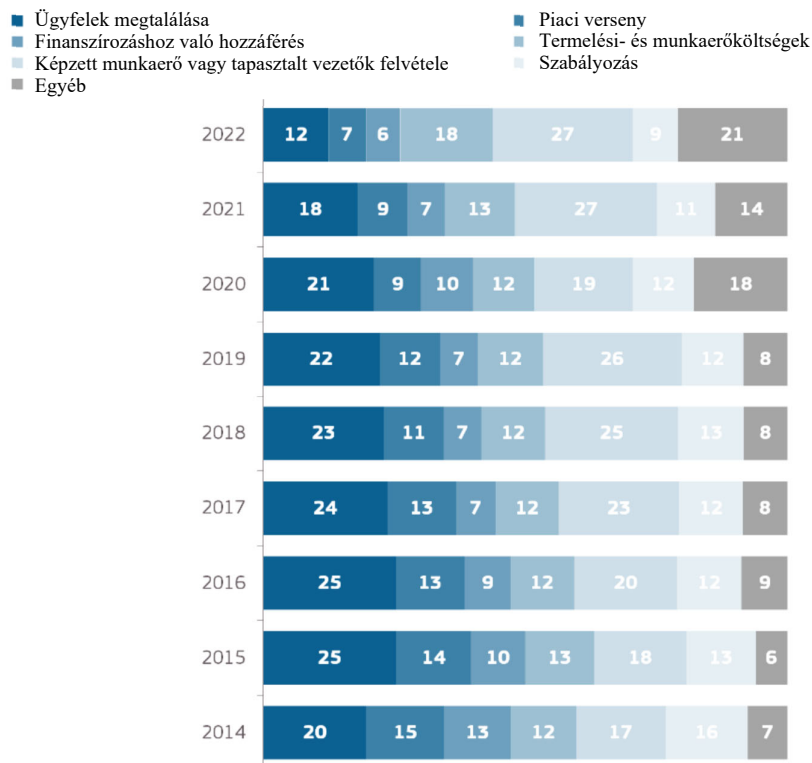
bír felelősséggel és ezért érdeklődéssel. Az adatfelvétel anonim módon történik, a metaadatok is csak anonim módon hozzáférhetőek.

A 27. felmérésben – a korábbiakhoz hasonlóan – négy fő kérdéskörben mérték fel a vállalkozásokat, ezek:

- a vállalkozás gazdasági helyzete és kihívásai,
- a vállalkozás finanszírozása,
- finanszírozhatóság elérhetősége és ennek piaci feltételei, és
- a vállalkozás jövőbeli növekedése és a növekedés korlátjai.

A kérdőív elsősorban a vállalkozások finanszírozási kérdéseire fókuszál, de ezt a vállalkozások legfontosabb problémáinak keretébe helyezi, azaz általában is megkérdezi, hogy a vállalkozás problémái között a finanszírozás milyen súllyal szerepel. Jól mutatja a 12. ábra, hogy az elmúlt közel 10 évben a megfelelő munkaerő folyamatosan növekvő problémát okoz, emellett az utóbbi három évben az egyéb kategória növekedett kiugróan a koronavírus, az orosz-ukrán háború és az infláció miatt.

12. ábra – A 27. SAFE felmérésben résztvevő vállalkozások legfontosabb problémái százalékosan



Forrás: (European Commission, 2022, p. 118)

A 28. felmérés – mely csak az EKB részére készült az Eurózóna országairól – kevesebb kérdéssel dolgozik, de a tematikája, felépítése és módszertana hasonló, ezért az alábbiakban csak a 27. forduló adatfelvételi módszertana kerül részletesebben bemutatásra.

A SAFE 27. fordulóját 2022. szeptember 7. és október 14. között hajtották végre, és a 2022. április és szeptember közötti időszakot fedi le. A minta 15 625 cégből állt, ebből 13 103 darab, azaz 83,6% KKV (250 főnél kevesebb alkalmazottat foglalkoztató és 50 millió eurónál kisebb forgalmú vállalkozás). A mintát véletlenszerűen, országos bontásban vették fel, a vállalkozásoknak a legfrissebb adatok szerinti ország, ágazat és méret szerinti sokaságának minél pontosabb figyelembevételével. A felmérés a 27 EU tagállamot, valamint Izlandot, Lichtensteint és Norvégiát tartalmazza. A vizsgált vállalkozásokat a méretük szerint a következő kategóriákra bontották:

- mikro (1-9 fő),
- kicsi (10-49 fő),
- közepes (50-249 fő) és
- nagy (250 vagy több fő).

Ez csak részben felel meg az EU kis- és középvállalkozásokra vonatkozó definíciós rendszerének. Az Európai Bizottság által meghatározott számszaki kritériumokat a 4. táblázat mutatja be, de emellett figyelembe kell venni azt is, hogy a határértékek számításainál a kapcsolt vállalkozások adatait általában össze kell adni. Következésképpen, a SAFE felmérések KKV szektorra vonatkozó állításai nem teljes mértékben vonatkoztathatóak az EU definíciók szerinti KKV szektorra.

4. táblázat – Az EU definíciója a kis- és közepes vállalkozásokra

Méret	Foglalkoztatott	Forgalom	Mérleg
Mikro	< 10	< €2 millió	< €2 millió
Kis	< 50	< €10 millió	< €10 millió
Közepes	< 250	< €50 millió	< €43 millió

Forrás: Európai Bizottság, saját szerkesztés

Az értekezés elemzésében ezért a forgalom alapján is szűkítésre kerül az elemzett KKV állomány.

A vállalkozásokat négy fő összevont iparágra osztották a felmérésben. A besorolások az európai NACE<sup>41</sup> osztályozás első karakterén alapulnak:

- Ipar:
  - bányászat és kőfejtés (B)
  - feldolgozóipar (C)
  - villamosenergia-, gáz-, gőzellátás és légkondicionálás (D)
  - vízellátás, szennyvíz gyűjtése és kezelése, hulladékgazdálkodás és szennyeződésmentesítés (E)
- Építőipar
  - építőipar (F)
- Kereskedelem
  - nagy- és kiskereskedelem, valamint gépjárművek, motorkerékpárok, személyi és háztartási cikkek javítása (G)
- Szolgáltatások (NACE H, I, J, L, M, N, R, S, kivéve K, O, P, Q)
  - szállítás és raktározás (H)
  - szálláshely szolgáltatás és vendéglátás (I)
  - információ és kommunikáció (J)
  - ingatlanügyletek (L)
  - szakmai, tudományos és műszaki tevékenységek (M)
  - adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenységek (N)
  - művészetek, szórakoztatás és szabadidő (R)
  - és egyéb szolgáltatási tevékenységek (S)

A következő tevékenységeket a felmérésből kizárták: mezőgazdaság, erdőgazdálkodás és halászat (A), pénzügyi és biztosítási tevékenység (K), közigazgatás, védelem és kötelező társadalombiztosítás (O), oktatás (P), humán-egészségügyi és szociális ellátás (Q), a háztartások munkaadói tevékenysége; a háztartások saját felhasználású termék

---

<sup>41</sup> TEÁOR

előállító és szolgáltatási tevékenysége (T), a területen kívüli szervezeti tevékenységek (U), vagyonekezelés (holdingtársaságok) (NACE 64.20) és magán nonprofit intézmények tevékenysége.

Az interjúk megoszlása ország, iparág és méret szerint nem tökéletesen egyezik meg a vállalkozások teljes sokaságának e dimenziók mentén történő megoszlásával. Ennek korrigálására a cégméret és a gazdasági tevékenység alapján átkalibrált (gazdasági) súlyokat használtak. Mivel egy vállalkozás gazdasági súlya méretétől függően változik, a súlyok használata visszaállítja az egyes méretosztályok, gazdasági tevékenységek és országok gazdasági súlyának arányát. A gazdasági súly meghatározásához a foglalkoztatottak számát használták proxyként.

A kalibrálást az EUROSTAT Strukturális Vállalkozási Statisztikájának (SBS) legfrissebb adataiból származtatták a foglalkoztatottak száma, a gazdasági tevékenység, a méret és az ország tekintetében, a nemzeti számlákból és a különböző országokra vonatkozó nyilvántartásokból származó adatokkal kiegészítve ott, ahol nem volt az SBS-ben megfelelő információ.

A 27. SAFE kérdőív felvétele 2022. szeptember 7. és október 27. között zajlott telefonon és/vagy online. Az elkészült interjúk számát az 5. táblázat mutatja be országonkénti bontásban.

A kérdőív az egyértelmű feldolgozhatóság érdekében feleletválasztós multiple-choice question (MCQ) módszerrel lett kialakítva. Ezeket az eredményeket az azokat tartalmazó táblázat számkóddal jelöli, a számkódok értelmezéséhez a fordítókulcs külön mellékletben található (European Central Bank, 2023).



5. táblázat – 27. SAFE felmérés felvett interjúinak országok szerinti megbontása

<b>Ország</b>	<b>Kitöltött kérdőívek száma</b>
Olaszország	1 501
Franciaország	1 500
Németország	1 332
Spanyolország	1 300
Ausztria	501
Belgium	501
Finnország	449
Görögország	501
Izland	501
Hollandia	800
Portugália	501
Ciprus	100
Észtország	100
Lettország	200
Luxembourg	100
Málta	101
Szlovákia	500
Szlovénia	200
Bulgária	501
Horvátország	300
Csehország	469
Dánia	448
Magyarország	504
Litvánia	296
Lengyelország	1 115
Románia	501
Svédország	502
Izland	100
Lichtenstein	50
Norvégia	151
<b>Összesen</b>	<b>15 625</b>

Forrás: (European Commission, 2022)

---

## **Az EIF és a Trieri Egyetem kutatása**

---

Az Európai Beruházási Alap (EIF) és a Trieri Egyetem által megbízott munkacsoport elemezte a 2013 áprilisa és szeptembere között, 28 EU tagországra és 9 egyéb országra elvégzett SAFE felmérés finanszírozási struktúrára vonatkozó kérdését (a továbbiakban: „EIF Tanulmány”. (European Commission, 2013) (Moritz, et al., 2015) A kutatás célja a KKV szektor finanszírozási mintázatának mélyebb megértése volt, tekintettel az európai gazdaságban betöltött kiemelt szerepükre, valamint a válság utáni finanszírozási

nehézségeikre. Korábbi kutatások alapján az alábbi feltevéseket vette figyelembe az EIF Tanulmány a KKV szektor finanszírozásával kapcsolatban:

- Bizonyos vállalkozói attitűdök, mint az önrendelkezés és a kontroll megtartásának vágya befolyásolhatja a költségérzékenységet.
- Társadalmi, viselkedési és pénzügyi faktorok is hatással vannak a döntésre.
- A finanszírozást korlátozza az erős információs aszimmetria, a megbízó-ügynök probléma, az elégtelen mértékű fedezet, valamint a kis volumenek, azaz a mérethatékonyság alacsony szintje.
- Számít a vállalkozás mérete, kora, tulajdonosi struktúrája és innovációs hajlandósága.
- Iparági különbségek is megfigyelhetők a finanszírozási mintázatokban.
- Valamint a makrogazdasági és jogi környezet is hatással van rá.

Amiben az EIF Tanulmány újdonságnak számít, az a KKV szektor finanszírozási eszközök mélyebb megbontása alapján történő csoportosítása és ezen csoportok összekapcsolása vállalkozás-, termék-, iparág- és országspecifikus faktorokkal. A vállalkozások ilyen irányú kategorizálása azért is hasznos, mert újabb perspektívából érthetőek meg bizonyos tényezők, melyek szignifikáns hatással lehetnek a finanszírozásra. Azt tudjuk, hogy a forrásszerkezet nem csak országról országra és szektorról szektorra változik, hanem azt meghatározzák a cég specifikus tulajdonságok is, mint például a vállalat kora, mérete, profitabilitása, tőkeáttétele. (Mikesy, 2015), (Beck, et al., 2006), (Baral, 2004), (Zhao, et al., 2006) Mersch például bemutatta, hogy egy kockázatkerülő környezetben a hitelintézetek egyre inkább a nagyobb vállalatokat preferálják, hiszen a kisebbek sokkal nagyobb kockázatot hordoznak és a veszteséget is sokkal nehezebb az esetükben fedezni. Az ugyanakkor még vizsgálat tárgya lehetett az EIF tanulmány elkészültekor és ma is, hogy különböző faktorok megfigyelhetőek-e esetleg egyszerre, mintegy mintázatszerűen (Mersch, 2014).

Az EIF Tanulmány erre tett kísérletet. A finanszírozásra vonatkozó SAFE kérdések<sup>42</sup> adatain ward módszerrel klaszteranalízis végzett és hat klasztert azonosított, amelyek a

---

<sup>42</sup> Q4-es számú kérdés (European Commission, 2013, p. 141), mely arra kérdez rá, hogy az alábbi finanszírozási formákat használta-e a vállalkozás az elmúlt 6 hónapban, illetve, hogy releváns lenne-e a számára ilyen finanszírozási formák használata:

tanulmány szerint meghatározzák az Európai Unió területén megtalálható KKV szektort. Ezeket a klasztereket elemezte passzív változók szerint, melyek a következők voltak:

- Vállalkozásspecifikus változók:
  - vállalkozás mérete,
  - kora,
  - tulajdonosi struktúrája,
  - növekedése,
  - nyereségessége;
- Termékspecifikus változóként az újonnan piacra vezetett termékek és / vagy szolgáltatások léte vagy nem léte;
- Iparágspecifikus változó: ipari, építőipar, szolgáltatás és kereskedelem;
- Országspecifikus változó: 27 EU tagország (Málta kivételre került) és Norvégia.

Az eredményeket a 6. táblázat tartalmazza. A hat klaszter passzív változók alapján történő elemzésével az EIF Tanulmány a hat csoportnál az alábbi csoportképző ismérveket találta:

- 
- eredménytartalék vagy eszközök értékesítése
  - támogatások vagy támogatott banki hitelek
  - folyószámlahitel, kártyahitel vagy rövid távú hitelkeret
  - bankhitel
  - szállítói hitel
  - egyéb hitel (például tulajdonosi, családi, baráti)
  - lízing vagy faktoring
  - kötvény
  - alárendelt kölcsöntőke, elsőbbségi részvény, átváltható kötvény, vagy egyéb mezzanin finanszírozási eszköz
  - tőke

1. A **változó finanszírozású** vállalkozások a finanszírozás széles skáláját használják és ők alkotják a második legnagyobb csoportot (a teljes állomány 16,7%-a). Családi, baráti kölcsönöket, eredménytartalékot és hitelt is alkalmaznak finanszírozás tekintetében, ami leginkább az építőipart jellemzi és az átlagnál magasabb az innovációjuk. Főleg az északi régiókban találni ilyen vállalatokat.
2. Az **államilag támogatott** vállalkozások leginkább államilag támogatott hitellel rendelkeznek. A teljes KKV állomány mindössze 7,2%-a található itt. Kis és közepes, általában családi cégek, amelyek a déli régiókban elterjedtek és inkább az iparban domináns a jelenlétük.
3. A **hitelből finanszírozott** KKV-k szinte csak banki hitelekre támaszkodnak. Alacsony növekedés, alacsony innováció jellemzi a csoportot, amely a teljes szektor 16,1%-át fedi le. Jellemző a rövid futamidejű kölcsön és a forgóeszköz-hitel. Szintén a déli régióban jellemzőek.
4. A **rugalmasan finanszírozott** vállalkozások a szektor 13,2%-ot tesz ki, és inkább kereskedelmi hitellel, folyószámlahitellel rendelkeznek. Általában mikro-cégek egy tulajdonossal és a nyugati régiókban jellemzőek. Átlagos növekedésük és általában alacsony a forgalmuk.
5. A **szállítói hitellel finanszírozott** KKV-k a szektor 15,3%-át fedik le. Általában kisvállalatok családi tulajdonnal, alacsony növekedéssel és kereskedelmi szektor kitétséggel.
6. **Belső finanszírozású** KKV-k, amelyek leginkább a keleti régióban és a posztkommunista országokban jellemzőek. Általában belső finanszírozásból oldják meg a likviditási problémákat (például: eredménytartalék). Ez a legnagyobb csoport a maga 31,4%-ával. Fiatal, általában családi cégek alkotják ezt a halmazt, amelyek a leginkább a szolgáltató szektorban tevékenykednek.

6. táblázat – Az európai KKV-k klaszteranalízise finanszírozásuk szerint

A finanszírozás forrása	Változó finanszírozású KKV	Államilag támogatott KKV	Hitelből finanszírozott KKV	Rugalmasan finanszírozott KKV	Kereskedelmi hitellel finanszírozott KKV	Belső finanszírozású KKV	Összesen
Eredménytartalék	28%	23%	21%	15%	26%	14%	
Támogatott hitel	15%	100%	2%	0%	2%	0%	
Folyószámlahitel	45%	54%	56%	100%	6%	0%	
Banki hitel	36%	55%	95%	0%	0%	0%	
Szállítói hitel	41%	32%	41%	21%	70%	0%	
Egyéb hitel	73%	1%	0%	0%	0%	0%	
Lízing	28%	24%	30%	20%	41%	0%	
Tőke	24%	4%	0%	0%	0%	0%	
Egyéb (pl. kötvény)	17%	0%	0%	0%	0%	0%	
Nincs külső finanszírozás	0%	0%	0%	0%	0%	100%	
<b>KKV-k száma a klaszterben</b>	<b>2 060</b>	<b>887</b>	<b>1 981</b>	<b>1 627</b>	<b>1 888</b>	<b>3 869</b>	<b>12 312</b>
<b>A klaszter aránya</b>	<b>16,7%</b>	<b>7,2%</b>	<b>16,1%</b>	<b>13,2%</b>	<b>15,3%</b>	<b>31,4%</b>	

Forrás: (Moritz, et al., 2015, p. 20)

Ahogy az 6. táblázat is mutatja, az egyes klaszterek között finanszírozási szempontból van átfedés, azok nem különülnek el élesen. Ez elsősorban a folyószámlahitel sornál látszik, de a szállítói- és banki hiteleknél is jól megfigyelhető. A legtöbb társaság a felvázolt kilenc finanszírozási formából legalább négyet használ (kivéve a belső finanszírozású KKV-k).

A geográfiai megoszlás szerint amíg például Kelet-Európában a belső finanszírozású KKV-k vannak túlnyomó többségben (a teljes KKV-állomány 45,8 százaléka tartozik ide), addig Észak-Európa kiegyensúlyozottabb, mert az előbb említett csoportnak 27,4 százalékos részaránya van. Ezt a változó finanszírozású társaságok csoportja követi (23,7 százalék), majd a kereskedelmi hitellel finanszírozott cégek jönnek a sorban (22,6 százalék). Európa déli részén az államilag támogatott társaságok aránya magasabb, mint általában az Európai Unióban. Nyugat-Európát a belső finanszírozású és hitelből finanszírozott KKV-k jellemzik (Moritz, et al., 2015, p. 25).

Az eloszlásból több dologra is következtetni lehet, így például nyugaton és északon erősebb, fejlettebb a bankrendszer, ezért a hitellel történő finanszírozás és ezzel együtt az állam kisebb szerepvállalása domináns. Egyéb elemzések szerint az olyan régióban, ahol a bankszektor fejlettebb, a vállalatok nagyobb eséllyel használják a kereskedelmi hiteleket. A változó finanszírozású cégek magas aránya az adott régió tőkepiacának fejlettségére utal, igaz ez nyugaton is így van (fejlettebb tőkepiac), mégis itt nem különbözik szignifikánsan az ilyen társaságok aránya az átlagtól (15,6 százalék szemben a 16,7 százalék összes adattal). A változó finanszírozás esetén már megfigyelhető a

tőkepiaci finanszírozás, azaz részvény és vállalati kötvény formájában is be tudnak vonni forrást a társaságok.

További egyediségre mutat rá a déli államokban megfigyelhető, az átlagnál magasabb állami szerepvállalás. Olaszország, Spanyolország, Görögország és Portugália esetében a válság óta nem minden esetben sikerült a banki, rossz hiteleket rendezni, így az állam szerepvállalása jelentősebb.

Európa keleti részén a kimagasló belső finanszírozás annak köszönhető, hogy a volt keleti blokkhoz tartozó országok banki szektora és tőkepiaca fejletlenebb, mint Nyugat-Európáé. Ilyen helyzetben sokkal nehezebb külső finanszírozást (bankhitel, kereskedelmi hitel) igénybe venni, így a társaságok nagy része a családra, ismerősökre, illetve a korábban megtermelt nyereségre hagyatkozik. Fontos azonban, hogy hosszú távon a pénzügyi fejlettség javulása növeli a potenciális növekedést, de ez csak egy megadott szintig igaz. A túl nagyra nőtt pénzügyi rendszer nem eredményez pozitív hatást. (Cecchetti & Kharroubi, 2012); (Arcand, et al., 2012)

A válság által komolyabban sújtott országok is más képet mutatnak. Jelentős visszaesés volt 2008 után a déli országokban, így itt a bankok csökkentették kockázatos eszközeiket, és jelentősen romlottak a vállalatok hitelhez jutási feltételei, valamint nőttek a működési költségek is. Ebből kifolyólag az ilyen régiókban lévő cégek inkább a kereskedelmi hitelekre és az állami támogatásra támaszkodtak. Elemzések szerint az állami szerepvállalásnak pozitív hatása van a vállalatok forráshoz jutásában. Nagy-Britannia esetében az olyan KKV-k, amelyek nem voltak sikeresek állami forráshoz jutásban, nehezebben jutottak piaci alapon is külső forráshoz (Murray & Lott, 1993). Ugyanez a megállapítás érvényes az USA KKV-szektorára is (Mina, et al., 2013). Államilag támogatott vállalatok könnyebben jutnak intézményi forráshoz még abban az esetben is, ha az általános pénzügyi helyzet nem optimális. Ebben lehet segítségükre a hitelgarancia intézménye. Meg kell említeni továbbá, hogy amennyiben a hitelezés szűkül, a vállalatok egyre nagyobb arányban fordulnak egyéb finanszírozási formákhoz, mint amilyen a faktoring vagy a lízing, hiszen a visszaeső hitelkínálatot szeretnék kiváltani.

---

## Alkalmazott módszertan

---

A Moritz et al által használt módszertan továbbfejlesztésre került.<sup>43</sup> Az elemzés az Európai Központi Bank 27. és 28. SAFE felmérése adatainak részleges felhasználásával került elvégzésre (European Central Bank, 2023). Az EKB a 27. felmérést az Európai Bizottsággal együttműködésben vette fel (European Commission, 2022).<sup>44</sup> Az értekezésben a 27. és a 28. SAFE felmérés negyedik kérdései (Q4) kerül elemzésre a vállalatok különböző tulajdonságai alapján (a 27. felmérésben a D1, D3, D4, D5, D6, Q1, Q2/e. és Q2/i. kérdések, a 28. felmérés az innovációra vonatkozóan nem tartalmazott kérdést).

A Q4. kérdés (European Commission, 2022, p. 163) arra kérdez rá, hogy bizonyos finanszírozási formák **relevánsak lennének a vállalkozás számára**, használta-e ezeket a múltban vagy tervezi-e használni a jövőben. A kérdés tehát a vállalkozó, vagy a vállalkozás egyes finanszírozási formák iránti attitűdjére kérdez rá elsősorban, nem a konkrét felhasználás részleteire. A finanszírozási formák, melyekre a kérdőív rákérdez, a következők:

- eredménytartalék vagy eszközök értékesítése,
- támogatások vagy támogatott banki hitelek,
- folyószámlahitel, kártyahitel vagy rövid távú hitelkeret,
- bankhitel,
- szállítói hitel,
- egyéb hitel (például tulajdonosi, családi, baráti),
- lízing,
- faktoring,
- vállalati kötvény,

---

<sup>43</sup> A módszertan továbbfejlesztésében köszönetet illeti Lits Benedeket, aki sokat segített. Az esetleges hibákért természetesen a szerzőt terheli a felelősség.

<sup>44</sup> Az összes közös felmérés itt található: [https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance/data-and-surveys-safe\\_en](https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance/data-and-surveys-safe_en), a csak EKB számára készültek pedig itt: [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/all-releases.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/all-releases.en.html)

- egyéb (például alárendelt kölcsöntőke, elsőbbségi részvény, átváltható kötvény, vagy P2P hitel, crowdfunding) vagy
- tőke.

A kérdéssor külön kitér arra, hogy az elmúlt 6 hónapban használta-e az adott pénzügyi eszközt. A felsorolt eszközkategóriák nagyrészt megegyeznek a korábbi felmérésekkel, de kisebb különbségek, kiegészítések megfigyelhetők, például a P2P vagy crowdfunding beemelése.

A kérdőív két körben tette fel a Q4 kérdést az egyes vállalatoknak, első körben, hogy releváns-e a finanszírozásában az adott pénzügyi eszköz, a második körben, hogy az elmúlt hat hónapban használta-e ezen eszközt. A dolgozat a második körös kérdést tárgyalja, hiszen a vállalatok által használt infrastruktúra központi kérdés (azaz, hogy használja-e vagy sem), a relevancia itt kevésbé, míg az intézményi kapcsolat annál inkább fontos.

A D1. kérdés a dolgozói létszámra vonatkozik, 1-9, 10-49, 50-249 fős kategóriákat lehet választani.

A D3. kérdés a tevékenységi körre kérdez rá, a korábbi kérdőíveknek megfelelően csak az építőipari, ipari, kereskedelmi, szállítmányozási, egyéb szolgáltatási tevékenység esetén vehető fel a kérdőív az adatbázisba, a mezőgazdasági, erdőgazdálkodási és halászati, pénzügyi és biztosítási tevékenység, közigazgatási, védelmi és kötelező társadalombiztosítási, oktatási, humán-egészségügyi és szociális ellátási, a háztartások munkaadói; a háztartások saját felhasználású termékelőállítói és szolgáltatási tevékenysége, a területen kívüli szervezeti tevékenységek, vagyonkezelés (holdingtársaságok) (NACE 64.20) és magán nonprofit intézmények tevékenysége nem része a felmérésnek.

A felmérhető vállalkozásokat

- ipari,
- építőipari,
- kereskedelmi és
- szolgáltatási kategóriákba kódolják újra, ezért az elemzéskor ezekkel lehet dolgozni.



A D4. kérdés a vállalkozás éves forgalmára vonatkozik, 0,5-1, 1-2, 2-5, 5-10, 10-50 millió eurós sávokat határoz meg.

A D5. a vállalat életkorát méri fel, négy sávban, években mérve 0-2, 2-5, 5-10, vagy 10 évnél idősebb kategóriába lehet kerülni.

A D6. kérdés a többségi tulajdonost érinti, hat kategóriában, melyek: egyszemélyi tulajdonos (PER), családi tulajdon vagy magánszemély vállalkozó tulajdonosok (FAM), másik vállalkozás a tulajdonos (ENT), tőzsdei tulajdonlás (PSH), kockázati tőke vagy angyalbefektető (VEN) és egyéb (OTH).<sup>45</sup>

A Q1. kérdés az értekezés szempontjából fontos, ez ugyanis arra vonatkozik, hogy az elmúlt 12 hónapban vezetett-e be a vállalkozás

- új vagy jelentős fejlesztésen átesett terméket vagy szolgáltatást,
- új vagy jelentős fejlesztésen átesett termelési folyamatot vagy műszaki technológiát,
- új vezetési, irányítási rendszert,
- új értékesítési utat a terméknek vagy szolgáltatásnak.

Az EIF tanulmánnyal szemben, mely csak azt vizsgálta, hogy vezetett-e be bármit a vállalkozás, az értekezésben mind a négy alkategóriát külön vizsgáljuk.

A Q2/e. kérdés a profit változását méri fel három kategóriában (nőtt, stagnált, csökkent), a Q2/i. kérdés pedig a létszámét ugyanígy három kategóriában (nőtt, stagnált, csökkent).

A számításból azon vállalkozások **kizárásra** kerültek, akiknél nem volt olyan finanszírozási eszköz, amire nem DK (don't know) választ adtak. Ezzel **sok kisebb vállalkozás kikerült a mintából**. Azon vállalkozások, akik adtak meg a DK-n mellett más választ is, azoknál a DK átírásra került, a dolgozat helyette NO válasszal számol tovább. Az EIB Tanulmánynál ezen dolgozat egy szűréssel többet végez el, a számítás előtt az EU jogszabályi SME kritériumainak egy fokkal jobban eleget tesz és a 250 főnél nagyobb létszámú vállalkozások mellett az 50 millió eurónál nagyobb forgalmú vállalatokat is kiszűri.

Az értekezés az EIF Tanulmányhoz hasonlóan klaszterelemzést végez el. A klaszteranalízis azért megfelelő módszer a kutatási cél megvalósítására, mivel a

---

<sup>45</sup> Az elemzésben a: „Magánszemély”, „Család”, „Vállalkozás”, „Tőzsde”, „Kockázati tőke” és „Egyéb” megnevezésekkel lettek definiálva

megfigyelt adatokat hierarchikus osztályokba rendezni, és ezzel lehetővé teszi a különböző csoportok összehasonlítását a passzív változók szerint. A klaszterelemzés inputja a Q4. kérdés egyes pénzügyi kategóriának a felvételét vagy nem-felvételét tartalmazó táblázata. Amennyiben felvette úgy 1-es, amennyiben nem úgy 0-s értéket kap. **A klaszterelemzés így egy logikai vektorokon (igaz vagy hamis) történik**, R programnyelven, módszere az eredeti tanulmányhoz hasonlóan a közismert „ward.D2”. Az egyes logikai vektorok között mért távolság meghatározására az EIF Tanulmány **négyzetes euklidészi („SE”)** távolságot használ. Ez egy általános módszer, ami mint mennyiségi változó definiálja az 1-es és 0-s értékeket, azonban mivel az intézményrendszer, infrastruktúra kérdéskörét, mint minőségi kérdés is közelíthetjük meg és az adataink is ennek tükrében IGAZ / HAMIS (felvette / nem vette fel) térben mozognak, így egy másik módszer, a **Jaccard index** vagy Jaccard távolság is alkalmazásra került a dolgozatban. A Jaccard index egy halmazelméleti módszer, mely a két logikai vektor távolságát a vektorok metszetének és uniójának hányadosaként definiálja. (Meila, et al., 2015), (Hair, et al., 2016)

Mivel az unió van a távolságot definiáló hányados nevezőjében, így nem a teljes logikai sor egyezése (teljes halmaz), csupán a halmazok által érintett helyiértékek (finanszírozási formák) számítanak. Azaz, 1100 és 0100 között illetve 11 és 01 között a távolság ugyanakkora: 0,5, kvázi 50%-os egyezés. Ahol mindkét érték 0, ott nem történik számítás, ugyanis, ha az egyik finanszírozási formát két cég közül egyik sem vette fel, az nem számít hasonlóságnak, míg ha mindketten felvették, akkor igen. Természetesen, ha az egyikőjük felvette, míg a másik nem, akkor azzal számol a modell.

Mindkét adatfelvételi kör átesett a Jaccard távolsági módszerrel történt klaszterelemzésen, míg a 28. SAFE felmérés adatai csak négyzetes euklidészivel. Összességében elmondhatjuk, hogy a Jaccard távolsággal mért klaszterek erősebben „húznak”, hiszen a finanszírozási formák többségét a cégek nem veszik igénybe, a táblázat többnyire nullákat tartalmaz, a közös pontok megkeresésében a közös nem-felvételek nincsenek a segítségünkre.

A klaszterek kialakítását követően a vállalkozásspecifikus változók, termékspecifikus változók, iparágspecifikus változó: ipari, építőipar, szolgáltatás és kereskedelem és országspecifikus változó (D1, D3, D4, D5, D6, Q1, Q2/e. és Q2/i. kérdések) mentén kerülnek a klaszterek elemzésre.

---

## SAFE adatbázisok elemzésének eredményei

---

A következőkben bemutatásra kerül a klaszterek kialakítása a két adatbázis vonatkozásában, összesen háromféleképpen. A 27. SAFE adatbázisból összesen 13.103 KKV, a 28. SAFE adatbázisból összesen 9.343 KKV került be a vizsgálatba, a többi vállalkozás kiszűrésre került a bemutatott módszertannak megfelelően.

A klaszterek bemutatását követően az egyes vállalászási- és termékjellemzők, valamint székhelyország szerinti elemzésekre kerül sor. Nem minden esetben állt rendelkezésre adat minden elemzett vállalkozásra, de ez csak pár százalékos eltérést jelent, a vizsgálat érvényességét nem befolyásolja. Az EIF Tanulmányhoz képest jelentősebb a nagyobb cégek reprezentációja, ez eltérő módszertannak köszönhető, kiszűrésre került ugyanis sok kisebb vállalkozás.

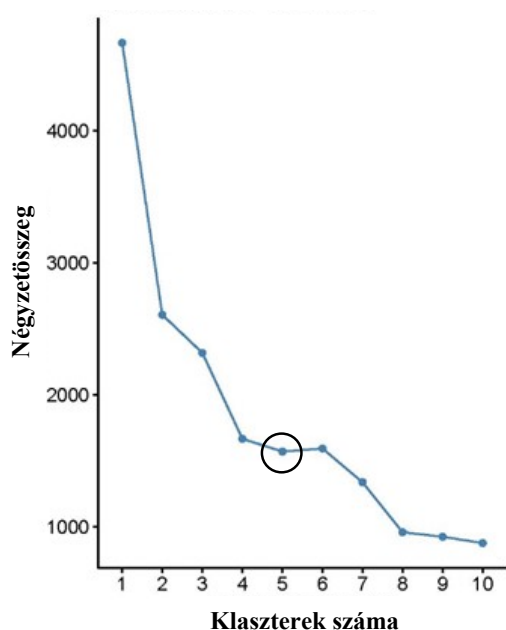
---

### *Klaszterszám meghatározása*

---

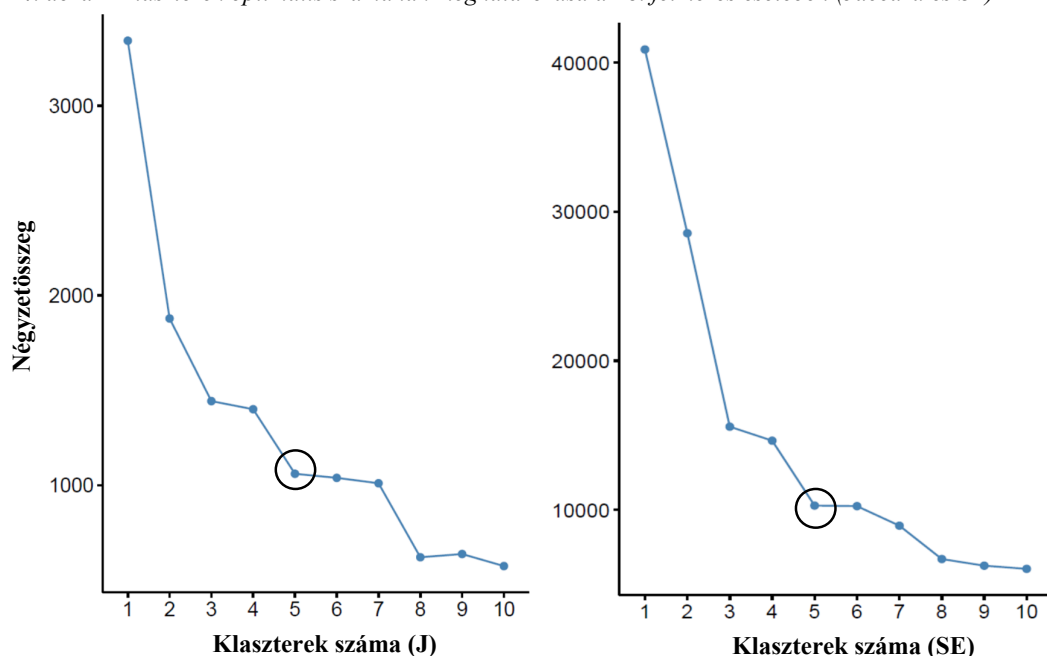
Az optimális klaszterszám meghatározására nincs egyértelmű módszertan, sok múlik a kutató szubjektív értékítéletén. Az EIF Tanulmány módszertana például erre a kérdésre nem is tér ki. Ugyanakkor jól vizualizálható eszközök állnak rendelkezésre, melyek segítenek a döntésben. A 13. és 14. ábra az ún. könyökmódszer alkalmazását segítik elő. A könyökmódszer esetében a teljes klaszteren belüli négyzetösszeg értékét számítják (és ábrázolják) különböző klaszterszámokra. A teljes klaszteren belüli négyzetösszeg az összes objektumnak a klaszterközpontjától való távolságai négyzetének összegeként számítható. Az optimális klaszterszám az, amelyiknél ezen az ábrán egy „könyök” található. Az ábrák alapján 5 vagy 6 klasztert lehetne meghatározni, a konzisztens elemezhetőség érdekében **minden elemzés 5 klaszterrel történt**. Kevésbé szemléletesen, de a klaszteranalízisek dendrogramjai (ld. I. Melléklet) is alátámasztják a döntést (Szüle, 2019).

13. ábra – Klaszterek optimális számának meghatározása a 27. felmérés esetében (Jaccard)



Forrás: SAFE adatbázis, saját számítás

14. ábra – Klaszterek optimális számának meghatározása a 28. felmérés esetében (Jaccard és SE)



Forrás: SAFE adatbázis, saját számítás

### ***Klaszterek elemzése Jaccard index alkalmazásával***

A 27. és 28. SAFE adatbázis Jaccard index-szel kialakított klaszterei meglehetősen hasonló csoportokat eredményeztek, melyet a 7. és a 8. táblázat mutatnak be.

### **Klaszter I – Önfinszírozott vállalkozások**

A módszertan sajátosságai miatt csak az látszik az elemzésből, hogy ezek a vállalkozások nem használnak külső finanszírozást. Ez a legnagyobb csoport, a vállalkozások közel fele ide tartozik minden módszer szerint, ami olyan szempontból figyelemre méltó, hogy az EIF Tanulmány hasonló kategóriájában még csak 31,4%-a tartozott a vállalkozásoknak. Ez arra utalhat, hogy a válság hatására a cégek jelentős része kivonult a pénzügyi intézményekből, ami növekedési és hatékonysági problémákat is felvethet. A tapasztalt bizalmatlanság-növekedés a bankok, pénzintézetek iránt a válság után ezáltal is igazolható.

### **Klaszter II – Hitelfinszírozott és támogatott vállalkozások**

A 28. SAFE felmérés második legnagyobb, a 27., utolsó előtti csoportja. Az ide tartozó vállalkozások meglehetősen diverzifikált finanszírozással rendelkeznek – különösen a 28. felmérés szerint – de ezek közül is kiemelkedik a hitel és a támogatás (vagy támogatott hitel). Viszonylag nagy arányban használnak még lízing konstrukciókat és a 28. felmérés szerint faktoringot és szállítót is. Ez a csoport az, amelyikre a kereskedelmi bankok viselkedése, szabályozása a legerősebb hatást gyakorolja.

### **Klaszter III – Rugalmasan finanszírozott vállalkozások**

A harmadik legnagyobb csoport. Jellemző rá a rövid távú hiteleszközök használata és az önfinszírozás, de emellett viszonylag jelentős arányban használnak szállítói hiteleket, valamint lízinget és banki finanszírozást is. Ez a csoport használja a legtöbb finanszírozási eszközt mindkét felmérés szerint. Ez a csoport tekinthető pénzügyi kultúra szempontjából talán a legfejlettebb klaszternek a KKV-k körében, ez a legtudatosabb a pénzügyi eszközök használata szempontjából.

### **Klaszter IV – Szállító által finanszírozott vállalkozások**

A több országon felvett 27. kérdőív második legnagyobb csoportja, míg a másik elemzett körben csak a negyedik. Ugyanakkor előbbieket aktívabban használnak egyéb finanszírozási eszközöket, különös tekintettel a lízinget, faktoringot és egyéb hiteleket. A második esetben inkább a lízing és a bankhitel egészíti ki a finanszírozási mixet. Összehasonlítva a Klaszter II-vel, ott inkább a második, míg itt inkább az első felmérésben szereplő vállalkozások diverzifikálták finanszírozásukat, valamint a Klaszter II a második felmérésben lett nagyobb csoport, az elsőben jelentősen kisebb

arányt képvisel. Ebből arra lehet következtetni, hogy a nem eurózóna országokban ez a típusú hálózatosodás erősebb, ez kevésbé pontos fizetésre, és alacsonyabb pénzügyi kultúrára utal.

### Klaszter V – Lízingfinanszírozott vállalkozások

A lízingfinanszírozott vállalkozások meglehetősen egyértelmű és egyszerű csoport mindkét felmérés esetében. Az ide tartozó vállalkozások kizárólag lízingfinanszírozást választottak. Mindkét esetben ez a legkisebb csoport a felmérésben, 7-8% körüli az ide tartozó vállalkozások részaránya.

7. táblázat – Klasztereredmények a 27. SAFE felmérés adatain (Jaccard)

	Ónfinanszírozott	Hitelfinanszírozott és támogatott	Rugalmasan finanszírozott	Szállító által finanszírozott	Lízingfinanszírozott	Összesen
Folyószámlahitel, kártyahitel vagy rövid távú hitelkeret	0.0%		0.0%	<b>100.0%</b>	0.1%	0.0%
Támogatások vagy támogatott banki hitelek		<b>49.6%</b>		16.2%	14.7%	0.0%
Bankhitel	0.0%	<b>69.3%</b>		22.8%	22.2%	0.0%
Szállítói hitel	0.0%	0.0%		29.2%	<b>62.7%</b>	0.0%
Egyéb hitel	0.0%	0.5%		11.2%	24.9%	0.0%
Lízing	0.0%	27.6%		30.4%	30.5%	<b>100.0%</b>
Vállalati kötvény	0.0%	0.0%		0.7%	3.4%	0.0%
Tőke	0.0%	0.0%		2.7%	5.2%	0.0%
Factoring	0.0%	0.0%		9.5%	22.5%	0.0%
Eredménytartalék vagy eszközök értékesítése	0.0%	0.0%		<b>100.0%</b>	0.1%	0.0%
Egyéb	0.0%	0.2%		0.9%	2.3%	0.0%
Nincs külső finanszírozás	<b>100.0%</b>	0.0%		0.0%	0.0%	0.0%
Összesen	5993	1328		1977	2751	1054
Összesen %	45.7%	10.1%		15.1%	21.0%	8.0%

Forrás: 27. SAFE adatbázis, saját elemzés

8. táblázat – Klasztereredmények a 28. SAFE felmérés adatain (Jaccard)

	Önfinanszírozott	Hitelfinanszírozott és támogatott	Rugalmasan finanszírozott	Szállító által finanszírozott	Lízingfinanszírozott	Összesen
Folyószámlahitel, kártyahitel vagy rövid távú hitelkeret	0.0%	0.0%	<b>100.0%</b>	0.0%	0.0%	
Támogatások vagy támogatott banki hitelek	0.0%	<b>32.6%</b>	16.6%	14.3%	0.0%	
Bankhitel	0.0%	<b>48.3%</b>	24.0%	22.1%	0.0%	
Szállítói hitel	0.0%	12.8%	31.4%	<b>92.3%</b>	0.0%	
Egyéb hitel	0.0%	25.0%	11.0%	0.9%	0.0%	
Lízing	0.0%	29.7%	27.8%	22.1%	<b>100.0%</b>	
Vállalati kötvény	0.0%	0.3%	0.9%	7.9%	0.0%	
Tőke	0.0%	0.2%	1.9%	4.9%	0.0%	
Faktoring	0.0%	24.8%	8.7%	1.2%	0.0%	
Eredménytartalék vagy eszközök értékesítése	0.0%	0.0%	<b>100.0%</b>	0.0%	0.0%	
Egyéb	0.0%	1.8%	0.7%	0.2%	0.0%	
Nincs külső finanszírozás	<b>100.0%</b>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
Összesen	4230	1869	1489	1067	688	9343
Összesen %	45.3%	20.0%	15.9%	11.4%	7.4%	

Forrás: 28. SAFE adatbázis, saját elemzés

### *Klaszterek elemzése négyzetes euklidészi (SE) távolság alkalmazásával*

A 28. SAFE adatbázis négyzetes euklidészi módszerrel kialakított klaszterei sokban hasonlítanak az előzőekben megismertekre, ugyanakkor különbségek is megfigyelhetők, melyeket a 9. táblázat – Klasztereredmények a 28. SAFE felmérés adatain (SE)9. táblázat adatain láthatunk.

A különbségeket az alábbi klaszterek esetében érdemes külön is elemezni, a többi esetben a Jaccard módszerrel kialakított kategóriáknál leírtak megfelelőek.

9. táblázat – Klasztereredmények a 28. SAFE felmérés adatain (SE)

	Önfinanszírozott	Vegyesen finanszírozott	Rugalmasan finanszírozott	Szállító által (és hitel)finanszírozott	Lízingfinanszírozott	Összesen
Folyószámlahitel, kártyahitel vagy rövid távú hitelkeret	0.0%	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	
Támogatások vagy támogatott banki hitelek	0.0%	16.2%	16.6%	30.3%	7.0%	
Bankhitel	0.0%	31.3%	24.0%	<b>35.8%</b>	24.0%	
Szállítói hitel	0.0%	29.3%	31.4%	<b>44.5%</b>	17.1%	
Egyéb hitel	0.0%	7.2%	11.0%	19.1%	5.2%	
Lízing	0.0%	37.2%	27.8%	7.3%	<b>100.0%</b>	
Vállalati kötvény	0.0%	1.4%	0.9%	3.4%	1.3%	
Tőke	0.0%	0.5%	1.9%	2.5%	0.3%	
Factoring	0.0%	<b>100.0%</b>	8.7%	1.6%	0.0%	
Eredménytartalék vagy eszközök értékesítése	0.0%	0.0%	<b>100.0%</b>	0.0%	0.0%	
Egyéb	0.0%	0.5%	0.7%	1.3%	0.6%	
Nincs külső finanszírozás	<b>100.0%</b>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
Összesen	4230	444	1489	2013	1167	9343
Összesen %	45.3%	4.8%	15.9%	21.5%	12.5%	

Forrás: 28. SAFE adatbázis, saját elemzés

### **Klaszter (SE) II – Vegyesen finanszírozott vállalkozások**

A vegyesen finanszírozott vállalkozások egy meglehetősen kicsi, 4,8%-os részarányt képviselő kategória, melyet a factoring túlsúlya jellemez, de számos más finanszírozási formát is alkalmas, különösen bankhitelt is lízinget. Ez a három finanszírozási forma tipikusnak tekinthető, és meglehetősen aktív kapcsolatot feltételez a bankokkal és egyéb pénzügyi vállalkozásokkal.

### **Klaszter (SE) IV – Szállító által (és hitel)finanszírozott vállalkozások**

A szállító által és hitellel finanszírozott vállalkozások szállítófinanszírozása kevésbé jellemző a Jaccard kategóriákban szereplő Klaszter IV-vel, egyúttal a bankhitel és támogatott hitel lényegesen jelentősebb. Ez alapján az mondható, hogy a módszer alapján kevésbé jellemző az európai gazdaságokra a rossz értelemben vett körbetartozás jelensége.

### **Klaszter (SE) V – Lízingfinanszírozott vállalkozások**

A SE módszer szerinti lízingfinanszírozott vállalkozások részaránya relatíve magasabb, összhangban azzal, hogy a lízing mellett a bankhitel és kisebb mértékben a szállítói hitel is megjelenik ebben a csoportban. A lízingfinanszírozás tipikusan bizonyos



termelőszektorok finanszírozási modellje az itt működő KKV-k körében, ennek a csoportnak nagyobb a súlya e szerint, mint a másik módszerrel.

---

### ***Klaszterek összehasonlítása***

---

A táblázatok alapján kétféle irányú elemzésre került sor, a **vállalatok klaszterek közötti megoszlása és a vállalatok klaszteren belüli megoszlása alapján**. Előbbi esetben három kérdéskört: a cég életkorát, a cég tulajdonosi struktúráját és az innováció irányát, míg a második esetben a növekedési képességet és az ágazati struktúrát volt érdemes elsősorban elemezni.

Az első irány vonatkozásában az összehasonlításokat a 10., 11. és 12 táblázat tartalmazzák. Azt mutatják be, hogy az adott kategóriában melyik klaszter mekkora arányt képvisel.

A vállalkozás méretét, illetve az iparágat illető kérdéseket leszámítva nem teljeskörű az adatbázis, feltehetően egyes kérdésekre nem válaszoltak, vagy nem egyértelműen. Ez mindkét adatbázisra igaz.

Innovációra vonatkozó információt csak a 10. táblázat, mivel a csak eurózónára, elsődlegesen monetáris politikai célokra készült 28. SAFE felmérés erre vonatkozóan nem tartalmazott kérdést. Valamilyen innovációt a vállalkozások 86,6%-a végzett el, elsősorban az önfinanszírozott és szállító által finanszírozott klaszterekbe tartozóak. Az egyes innovációs kategóriák viszonylag egyensúlyban vannak a vállalkozók teljes állományát tekintve, csak a termék- vagy szolgáltatásfejlesztés emelkedik ki pár százalékkal, az értékesítési út pedig pár százalékkal alacsonyabb lett. Az egyes klasztereken belül sincs szembevetendő különbség az különböző innovációk aránya között.

A vállalat életkora alapján az mondható el, hogy a lízingelő klaszterbe tartozó cégek jellemzően fiatal, nemrég alapított cégek, ami mögött több tényező is meghúzódhat, például a sharing economy terjedése, ahol jellemzően a cég lízingeli a termékeket, de elképzelhető, hogy a fiatalabb építőipari vállalkozások ezen a módon biztosítják a nagyobb értékű gépeket, berendezéseket. Az életkor alapján történő osztályozás másik következtetése, hogy a rugalmasan finanszírozott cégek az átlagnál idősebbek, azaz valószínűleg az érettebb cégek diverzifikáltabb pénzügyi portfólióval rendelkeznek, mélyebben beépülve a pénzügyi intézményrendszerbe.

10. táblázat – Klaszterek összehasonlítása (J27)

Változók	Kategóriák	Önfinanszírozott	Hitelfinanszírozott és támogatott	Rugalmasan finanszírozott	Szállító által finanszírozott	Lízingfinanszírozott	Összesen kategória (db)	Összesen kategória (%)	
Méret (munkavállalók)	1-9 fő	57.9%	8.4%	10.2%	18.1%	5.5%	5362	40.9%	
	10-49 fő	43.4%	11.4%	15.4%	20.0%	9.8%	4208	32.1%	
	50-249	30.1%	11.3%	22.2%	26.6%	9.8%	3533	27.0%	
Méret (árbevétel euróban)	< 0.5m	60.6%	8.4%	9.0%	16.7%	5.3%	3931	30.0%	
	0.5m - 1m	52.9%	9.7%	11.0%	19.0%	7.5%	1833	14.0%	
	1m-2m	45.3%	11.3%	14.8%	19.9%	8.7%	1834	14.0%	
	2m-10m	36.7%	12.1%	18.6%	22.6%	10.0%	3334	25.4%	
	10m-50m	27.1%	9.6%	24.5%	28.9%	9.9%	2171	16.6%	
Életkor	>= 10 év	45.2%	10.4%	15.5%	20.8%	8.2%	11297	86.3%	
	5-10 év	47.1%	8.5%	13.8%	22.6%	7.9%	1100	8.4%	
	2-5 év	53.8%	9.0%	10.9%	21.5%	4.8%	578	4.4%	
	2 év >	46.3%	7.4%	9.9%	24.8%	11.6%	121	0.9%	
	Tulajdonos	42.3%	7.1%	14.1%	25.3%	11.2%	241	1.8%	
Tulajdonos	Család	43.1%	9.9%	17.9%	21.8%	7.3%	5032	38.5%	
	Vállalkozás	40.4%	9.5%	16.6%	23.3%	10.2%	1782	13.6%	
	Kockázati tőke	31.1%	5.4%	21.6%	32.4%	9.5%	74	0.6%	
	Magánszemély	50.4%	10.6%	11.9%	19.3%	7.9%	5511	42.1%	
	Egyéb	42.5%	12.3%	16.9%	19.9%	8.4%	438	3.3%	
Növekedés (nyereség)	Nőtt	43.6%	9.0%	17.2%	21.3%	8.9%	3009	23.7%	
	Maradt	50.3%	10.4%	12.9%	18.2%	8.1%	4036	31.8%	
Növekedés (munkavállaló)	Csökken	43.0%	10.7%	15.6%	23.1%	7.6%	5647	44.5%	
	Nőtt	38.0%	11.9%	18.4%	22.8%	8.9%	2833	21.7%	
Növekedés (munkavállaló)	Maradt	49.1%	9.4%	13.8%	19.8%	7.9%	8172	62.5%	
	Csökken	42.9%	10.6%	15.7%	23.3%	7.5%	2077	15.9%	
Innováció	új termék vagy szolgáltatás	37.5%	11.4%	18.3%	25.8%	7.0%	3220	28.4%	24.6%
	új termelési folyamat, műszaki technológia	37.3%	12.1%	18.7%	24.6%	7.3%	2555	22.5%	19.5%
	új vezetési, irányítási rendszer	37.1%	11.9%	18.2%	25.3%	7.5%	3083	27.2%	23.5%
	új értékesítési út	40.3%	11.8%	15.9%	25.3%	6.6%	2490	21.9%	19.0%
Iparág	Ipar	36.0%	11.0%	19.5%	26.2%	7.4%	2960	22.6%	
	Építőipar	42.0%	9.8%	14.8%	22.0%	11.4%	1762	13.4%	
	Kereskedelem	45.2%	9.3%	14.6%	25.5%	5.4%	2920	22.3%	
	Szolgáltatás	52.5%	10.2%	13.1%	15.4%	8.8%	5461	41.7%	
	Összesen (db)	5993	1328	1977	2751	1054	13103		
Százalékos arány	45.7%	10.1%	15.1%	21.0%	8.0%				

Forrás: 27. SAFE adatbázis, saját elemzés

A tulajdonosi szerkezet megoszlása alapján jól látszik, hogy a startup cégek – ahol a tulajdonos a kockázati tőke – egy jól körülhatárolható szegmenst alkotnak a vállalkozói körben. Ez nem biztos, hogy hosszú távon fenntartható, talán előnyösebb lenne, ha jobban beépülnének a vállalkozói szféra egészébe. Érdekes jelenség a magánszemélyek és a családi vállalkozások pénzügyi viselkedésének megoszlása, mert ez azt mutatja, hogy a családi vállalkozások pénzügyileg tudatosabbak, jobban építenek a finanszírozási folyamatban a pénzügyi intézményrendszer egészére, míg a magánszemélyeknél az önfinanszírozás a döntő. Ebből megint adódhat az a pénzügypolitikai következtetés, hogy a családi vállalkozások ösztönzése, aminek része, hogy a magánvállalkozókat abba az irányba ösztönzi a gazdaságpolitika, hogy támaszkodjon a családtagokra döntései során, segítheti a pénzügyi intézményrendszer tagoltságának és hatásosságának erősödését.

A legizgalmasabb következtetéseket az innovációs tevékenység megoszlása mutatja a klaszterek között. Ez alapján az látható, hogy a lízingelő cégek nem innoválnak, amiből arra lehet következtetni, hogy a lízingelő cégek csak kihasználnak egy finanszírozási részt, de nem tekinthetők a gazdaság motorjának, nem lehet rájuk hosszú távon támaszkodni

gazdaságpolitikai szempontból. Más a helyzet a szállítók klaszter esetében, mert ezeknél a cégeknél magasabb az innováció aránya minden innovációs szegmensben. Ebből az a következtetés is adódhat, hogy itt olyan cégekről van szó, akik támaszkodnak egymásra, egyfajta hálózatot alkotnak, és ez a hálózat valójában közösen innovál. Ennek a pénzügyi megnyilvánulása lehet, hogy időlegesen tartoznak egymásnak. A kérdőív alapján nem eldönthető, hogy ez a finanszírozási mód kikényszerített, azaz visszaél az erőfölényével a vállalkozó, vagy önkéntes. Valószínűleg mind a két eset előfordul, és csak további kutatás döntheti el a kettő arányát. Az a következtetés viszont biztosan állítható, hogy a hálózatosodás innovációs szempontból előnyös, amit pénzügyi eszközökkel érdemes ösztönözni. Ez azért is lényeges, mert az elmúlt tíz évben középpontba állított startup modell elsősorban egy típusú innováció, az új termék bevezetésében vett részt. Ők a rugalmas finanszírozásúak körébe tartoznak, ahogy ez korábban is látható volt, de nem építenek új értékesítési utat, és kevésbé kapcsolódnak össze a többi vállalkozóval.

11. táblázat – Klaszterek összehasonlítása (J28)

Változók	Kategóriák	Önfinanszírozott	Hitelfinanszírozott és támogatott	Rugalmasan finanszírozott	Szállító által finanszírozott	Lízingfinanszírozott	Összesen kategória (db)	Összesen kategória (%)
Méret (munkavállalók)	1-9 fő	58.5%	14.6%	11.0%	10.8%	5.1%	4126	44.2%
	10-49 fő	40.8%	21.5%	17.6%	11.6%	8.6%	3023	32.4%
	50-249	26.6%	28.1%	22.9%	12.4%	9.9%	2194	23.5%
Méret (árbevétel euróban)	< 0.5m	63.8%	14.5%	8.5%	9.1%	4.0%	2429	26.0%
	0.5m - 1m	52.7%	16.0%	13.0%	11.4%	7.0%	1354	14.5%
	1m-2m	46.8%	20.7%	14.3%	10.0%	8.2%	1374	14.7%
	2m-10m	35.8%	22.7%	19.3%	13.3%	8.9%	2401	25.7%
	10m-50m	26.1%	26.4%	25.0%	13.1%	9.5%	1785	19.1%
Életkor	>= 10 év	44.9%	19.9%	16.2%	11.6%	7.5%	8301	88.9%
	5-10 év	46.6%	21.4%	14.8%	10.5%	6.7%	702	7.5%
	2-5 év	52.7%	19.9%	12.6%	9.0%	5.8%	277	3.0%
	2 év >	46.4%	21.4%	12.5%	10.7%	8.9%	56	0.6%
Tulajdonos	Tőzsde	35.8%	28.3%	11.3%	11.3%	13.2%	106	1.1%
	Család	42.6%	19.0%	18.8%	13.2%	6.4%	4248	45.6%
	Vállalkozás	39.9%	23.9%	16.1%	11.9%	8.2%	1089	11.7%
	Kockázati tőke	29.4%	35.3%	11.8%	14.7%	8.8%	68	0.7%
	Magánszemély	50.4%	19.6%	12.8%	9.2%	7.9%	3586	38.5%
	Egyéb	48.0%	16.7%	15.9%	9.3%	10.1%	227	2.4%
Növekedés (nyereség)	Nőtt	42.9%	18.6%	18.5%	11.0%	9.0%	2213	24.2%
	Maradt	49.7%	17.5%	14.2%	11.0%	7.7%	3103	34.0%
Növekedés (munkavállaló)	Csökkent	42.4%	22.9%	16.4%	12.0%	6.3%	3814	41.8%
	Nőtt	36.4%	23.1%	19.3%	12.7%	8.5%	2154	23.1%
Iparág	Maradt	49.1%	18.3%	14.5%	11.1%	7.0%	5809	62.3%
	Csökkent	42.4%	22.5%	16.7%	11.2%	7.2%	1354	14.5%
	Ipar	34.5%	25.2%	20.7%	12.2%	7.3%	2060	22.0%
	Építőipar	43.3%	18.2%	16.8%	12.7%	9.2%	1146	12.3%
	Kereskedelem	45.6%	18.2%	14.6%	16.2%	5.4%	2245	24.0%
Szolgáltatás	51.4%	18.8%	13.9%	7.9%	8.0%	3892	41.7%	
	<b>Összesen (db)</b>	<b>4230</b>	<b>1869</b>	<b>1489</b>	<b>1067</b>	<b>688</b>	<b>9343</b>	
	<b>Százalékos arány</b>	<b>45.3%</b>	<b>20.0%</b>	<b>15.9%</b>	<b>11.4%</b>	<b>7.4%</b>		

Forrás: 28. SAFE adatbázis, saját elemzés

A 10. és 11. táblázatokból is látható, hogy a nagyobb méretű KKV-k nagyobb arányban tartoznak komplexebb finanszírozási struktúrákat jelentő klaszterekbe, a kisebbek

esetében az önfinanszírozott klaszter a legjellemzőbb, illetve a 27. felmérés (10. táblázat) esetén jellemző még a szállítói finanszírozás is.

A J27 elemzésen látszik, hogy a szállítói finanszírozás jelentősebb, a 28. felmérésről készült összehasonlító táblázat pedig azt mutatja, hogy a hitelfinanszírozott és támogatott lényegesen erősebb. Az adatokat mélyebben vizsgálva látható, hogy az ipari nagyvállalatok okozzák elsősorban a különbséget, melyek közül több viszonylag fiatal, és változatos tulajdonosi háttérű.

12. táblázat – Klaszterek összehasonlítása (SE28)

Változók	Kategóriák	Önfinanszírozott	Vegyesen finanszírozott	Rugalmasan finanszírozott	Szállító által (és hitel)finanszírozott	Lizingfinanszírozott	Összesen kategória (db)	Összesen kategória (%)
Méret (munkavállalók)	1-9 fő	58.5%	2.0%	11.0%	20.7%	7.8%	4126	44.2%
	10-49 fő	40.8%	5.2%	17.6%	21.8%	14.7%	3023	32.4%
Méret (árbevétel euróban)	50-249	26.6%	9.4%	22.9%	22.7%	18.3%	2194	23.5%
	< 0.5m	63.8%	1.1%	8.5%	20.0%	6.5%	2429	26.0%
	0.5m - 1m	52.7%	2.3%	13.0%	21.3%	10.7%	1354	14.5%
	1m-2m	46.8%	4.1%	14.3%	22.3%	12.5%	1374	14.7%
	2m-10m	35.8%	7.0%	19.3%	22.1%	15.8%	2401	25.7%
Életkor	10m-50m	26.1%	9.1%	25.0%	22.5%	17.4%	1785	19.1%
	> = 10 év	44.9%	4.8%	16.2%	21.4%	12.8%	8301	88.9%
	5-10 év	46.6%	5.0%	14.8%	22.8%	10.8%	702	7.5%
	2-5 év	52.7%	4.0%	12.6%	22.7%	7.9%	277	3.0%
Tulajdonos	2 év >	46.4%	5.4%	12.5%	23.2%	12.5%	56	0.6%
	Tőzsde	35.8%	8.5%	11.3%	21.7%	22.6%	106	1.1%
	Család	42.6%	4.2%	18.8%	23.0%	11.4%	4248	45.6%
	Vállalkozás	39.9%	7.5%	16.1%	22.0%	14.4%	1089	11.7%
	Kockázati tőke	29.4%	10.3%	11.8%	29.4%	19.1%	68	0.7%
Növekedés (nyereség)	Magánszemély	50.4%	4.4%	12.8%	19.6%	12.7%	3586	38.5%
	Egyéb	48.0%	2.2%	15.9%	20.3%	13.7%	227	2.4%
	Nőtt	42.9%	4.9%	18.5%	19.6%	14.1%	2213	24.2%
	Maradt	49.7%	4.7%	14.2%	19.7%	11.7%	3103	34.0%
Növekedés (munkavállaló)	Csökktent	42.4%	4.8%	16.4%	24.0%	12.4%	3814	41.8%
	Nőtt	36.4%	5.7%	19.3%	23.4%	15.2%	2154	23.1%
Iparág	Maradt	49.1%	4.4%	14.5%	20.6%	11.4%	5809	62.3%
	Csökktent	42.4%	4.9%	16.7%	23.0%	12.9%	1354	14.5%
	Ipar	34.5%	8.7%	20.7%	23.3%	12.7%	2060	22.0%
	Építőipar	43.3%	3.2%	16.8%	20.7%	16.1%	1146	12.3%
	Kereskedelem	45.6%	4.5%	14.6%	25.3%	10.1%	2245	24.0%
Szolgáltatás	51.4%	3.3%	13.9%	18.7%	12.7%	3892	41.7%	
	<b>Összesen (db)</b>	<b>4230</b>	<b>444</b>	<b>1489</b>	<b>2013</b>	<b>1167</b>	<b>9343</b>	
	<b>Százalékos arány</b>	<b>45.3%</b>	<b>4.8%</b>	<b>15.9%</b>	<b>21.5%</b>	<b>12.5%</b>		

Forrás: 28. SAFE adatbázis, saját elemzés

A passzív változók klasztereken belüli megoszlását a 13., 14. és 15. táblázat mutatja be. Ami a klasztereken belüli ágazati megoszlást illeti, arról az mondható el, hogy az önfinanszírozottak körében a legmagasabb a szolgáltatók aránya, azaz valószínűleg a vállalkozások zöme a kis vendéglátóipari vagy egyéb szolgáltatást végző vállalkozás. A hiteltől finanszírozott cégek esetében már magasabb az ipari vállalkozások aránya, de az ipar aránya a legmagasabb a rugalmasan finanszírozott vállalkozások esetében, azaz ezek erőteljesebben épültek be a pénzügyi intézményrendszerbe. A hasonlóan magas iparági arány a szállítóknál található még, ami alapján lehet arra következtetni, hogy a

hálózatosság az iparban magas színvonalú. Ez annyira nem meglepő, hiszen a B2B ebben a szegmensben a legerősebb, de az az implikáció adódhat, hogy a gazdaságpolitikai eszközökkel ebben az ágazatban érdemes támogatni a hálózatossági folyamatot. Végül a lízingcégek ágazati szempontból viszonylag egyenletes képet mutatnak.

13. táblázat – Klasztereken belüli megoszlások összehasonlítása (J27)

Változók	Kategóriák	Önfinanszírozott	Hitelfinanszírozott és támogatott	Rugalmasan finanszírozott	Szállító által finanszírozott	Lízingfinanszírozott
<i>Méret (munkavállalók)</i>	1-9 fő	51.8%	33.9%	27.6%	35.2%	28.1%
	10-49 fő	30.5%	36.1%	32.8%	30.6%	39.1%
	50-249	17.8%	30.0%	39.6%	34.2%	32.8%
<i>Méret (árbevétel euróban)</i>	< 0.5m	39.7%	25.0%	17.9%	23.9%	19.7%
	0.5m - 1m	16.2%	13.3%	10.2%	12.6%	13.0%
	1m-2m	13.8%	15.7%	13.7%	13.3%	15.2%
	2m-10m	20.4%	30.3%	31.4%	27.4%	31.7%
	10m-50m	9.8%	15.7%	26.9%	22.8%	20.4%
<i>Életkor</i>	> = 10 év	85.2%	88.3%	88.5%	85.3%	87.7%
	5-10 év	8.6%	7.1%	7.7%	9.1%	8.3%
	2-5 év	5.2%	3.9%	3.2%	4.5%	2.7%
	2 év >	0.9%	0.7%	0.6%	1.1%	1.3%
<i>Tulajdonos</i>	Tőzsde	1.7%	1.3%	1.7%	2.2%	2.6%
	Család	36.3%	37.6%	45.7%	39.9%	34.8%
	Vállalkozás	12.1%	12.8%	14.9%	15.1%	17.3%
	Kockázati tőke	0.4%	0.3%	0.8%	0.9%	0.7%
	Magánszemély	46.5%	43.9%	33.1%	38.8%	41.2%
	Egyéb	3.1%	4.1%	3.7%	3.2%	3.5%
<i>Növekedés (nyereség)</i>	Nőtt	22.8%	20.8%	27.0%	23.9%	26.1%
	Maradt	35.2%	32.5%	27.1%	27.4%	32.1%
	Csökken	42.1%	46.6%	45.9%	48.7%	41.8%
<i>Növekedés (munkavállaló)</i>	Nőtt	18.0%	25.3%	26.4%	23.5%	24.0%
	Maradt	67.1%	58.1%	57.0%	58.9%	61.2%
	Csökken	14.9%	16.6%	16.6%	17.6%	14.8%
<i>Innováció</i>	új termék vagy szolgáltatás	28.0%	27.4%	29.2%	29.0%	27.9%
	új termelési folyamat, műszaki technológia	22.1%	23.2%	23.6%	21.9%	23.0%
	új vezetési, irányítási rendszer	26.5%	27.4%	27.7%	27.2%	28.6%
	új értékesítési út	23.3%	22.0%	19.5%	22.0%	20.4%
<i>Iparág</i>	Ipar	17.8%	24.5%	29.1%	28.2%	20.7%
	Építőipar	12.3%	13.0%	13.2%	14.1%	19.1%
	Kereskedelem	22.0%	20.6%	21.5%	27.1%	14.9%
	Szolgáltatás	47.9%	41.9%	36.2%	30.6%	45.4%

Forrás: 27. SAFE adatbázis, saját elemzés

Ami a növekedési értékeket illeti, az látható, hogy profit szempontjából a rugalmasan finanszírozott cégek körében nőtt legjobban a profit, talán azért is, mert ki tudták használni a pénzügyi lehetőségeket, és ezzel összefüggésben az alkalmazotti létszám is ebben az iparágban nőtt a legjobban. Legrosszabbul a hitelből finanszírozott ágazat teljesített, pontosabban itt van a legkevesebb profit szempontjából növekvő vállalat. Ezek a vállalatok jellemzően stagnáltak, amit a létszámadatok is visszaigazolnak. A legnagyobb számosságú csökkenő profitot produkáló cégek száma a szállítókra támaszkodó vállalatoknál található, ami utalhat az ipar visszaesésére, és ez

eredményezhette az innovációs kényszert is, amit láttunk korábban. Érdekes módon az önfinanszírozott cégek növekedési szempontból átlagosak, ami vagy túlélési képességeiket mutatja vagy azt, hogy a gazdaságpolitikai programok sikeresen mentették meg ezek a cégeket.

14. táblázat – Klasztereken belüli megoszlások összehasonlítása (J28)

Változók	Kategóriák	Önfinanszírozott	Hitelfinanszírozott és támogatott	Rugalmasan finanszírozott	Szállító által finanszírozott	Lizingfinanszírozott	
Méret (munkavállalók)	1-9 fő	57.0%	32.2%	30.6%		41.6%	30.8%
	10-49 fő	29.1%	34.8%	35.7%		32.8%	37.6%
Méret (árbevétel euróban)	50-249	13.8%	33.0%	33.8%		25.6%	31.5%
	< 0.5m	36.6%	18.8%	13.9%		20.8%	14.2%
Életkor	0.5m - 1m	16.9%	11.6%	11.8%		14.4%	13.8%
	1m-2m	15.2%	15.2%	13.2%		12.9%	16.4%
	2m-10m	20.3%	29.2%	31.2%		30.0%	31.0%
	10m-50m	11.0%	25.3%	30.0%		21.8%	24.6%
Tulajdonos	> = 10 év	88.2%	88.4%	90.2%		90.2%	90.1%
	5-10 év	7.7%	8.0%	7.0%		6.9%	6.8%
	2-5 év	3.5%	2.9%	2.4%		2.3%	2.3%
Növekedés (nyereség)	2 év >	0.6%	0.6%	0.5%		0.6%	0.7%
	Tőzsde	0.9%	1.6%	0.8%		1.1%	2.0%
	Család	42.9%	43.4%	53.6%		52.7%	39.4%
	Vállalkozás	10.3%	13.9%	11.8%		12.2%	13.0%
	Kockázati tőke	0.5%	1.3%	0.5%		0.9%	0.9%
	Magánszemély	42.9%	37.7%	30.9%		31.0%	41.3%
Növekedés (munkavállaló)	Egyéb	2.6%	2.0%	2.4%		2.0%	3.3%
	Nőtt	23.1%	22.5%	27.8%		23.4%	29.4%
Iparág	Maradt	37.5%	29.6%	29.9%		32.6%	35.2%
	Csökkent	39.4%	47.9%	42.4%		44.0%	35.4%
Iparág	Nőtt	18.6%	26.7%	28.0%		25.6%	24.7%
	Maradt	67.7%	57.0%	56.8%		60.2%	55.0%
	Csökkent	13.6%	16.3%	15.2%		14.2%	20.3%
	Ipar	16.8%	27.8%	28.7%		23.6%	21.8%
	Építőipar	11.7%	11.1%	12.9%		13.6%	15.3%
Iparág	Kereskedelem	24.2%	21.9%	22.0%		34.0%	17.7%
	Szolgáltatás	47.3%	39.2%	36.4%		28.8%	45.2%

Forrás: 28. SAFE adatbázis, saját elemzés

15. táblázat – Klasztereken belüli megoszlások összehasonlítása (SE28)

Változók	Kategóriák	Önfinanszírozott	Hitelfinanszírozott és támogatott	Rugalmasan finanszírozott	Szállító által finanszírozott	Lízingfinanszírozott
Méret (munkavállalók)	1-9 fő	57.0%	18.2%	30.6%	42.4%	27.7%
	10-49 fő	29.1%	35.1%	35.7%	32.8%	38.0%
	50-249	13.8%	46.6%	33.8%	24.8%	34.4%
Méret (árbevétel euróban)	< 0.5m	36.6%	6.1%	13.9%	24.1%	13.6%
	0.5m - 1m	16.9%	7.0%	11.8%	14.4%	12.4%
	1m-2m	15.2%	12.6%	13.2%	15.3%	14.7%
	2m-10m	20.3%	37.8%	31.2%	26.3%	32.6%
	10m-50m	11.0%	36.5%	30.0%	19.9%	26.6%
Életkor	> = 10 év	88.2%	89.0%	90.2%	88.3%	91.0%
	5-10 év	7.7%	7.9%	7.0%	8.0%	6.5%
	2-5 év	3.5%	2.5%	2.4%	3.1%	1.9%
	2 év >	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%
Tulajdonos	Tőzsde	0.9%	2.0%	0.8%	1.1%	2.1%
	Család	42.9%	40.7%	53.6%	48.6%	41.6%
Növekedés (nyereség)	Vállalkozás	10.3%	18.6%	11.8%	12.0%	13.5%
	Kockázati tőke	0.5%	1.6%	0.5%	1.0%	1.1%
	Magánszemély	42.9%	36.0%	30.9%	35.0%	39.1%
	Egyéb	2.6%	1.1%	2.4%	2.3%	2.7%
	Nőtt	23.1%	24.8%	27.8%	22.1%	27.2%
	Maradt	37.5%	33.3%	29.9%	31.2%	31.7%
Növekedés (munkavállaló)	Csökkent	39.4%	42.0%	42.4%	46.7%	41.2%
	Nőtt	18.6%	27.8%	28.0%	25.0%	28.1%
Iparág	Maradt	67.7%	57.1%	56.8%	59.5%	56.9%
	Csökkent	13.6%	15.1%	15.2%	15.5%	15.0%
	Ipar	16.8%	40.5%	28.7%	23.8%	22.5%
	Építőipar	11.7%	8.3%	12.9%	11.8%	15.8%
	Kereskedelem	24.2%	22.5%	22.0%	28.2%	19.4%
Szolgáltatás	47.3%	28.6%	36.4%	36.2%	42.4%	

Forrás: 28. SAFE adatbázis, saját elemzés

### Országspecifikus összehasonlítás

Az országspecifikus összehasonlítás, azaz az országcsoportok egyes klaszterek közötti megoszlása a 27. SAFE adatbázison került csak elvégzésre, tekintettel arra, hogy a 28. csak eurózóna tagállamokat tartalmaz, és a legtöbb jól megfigyelhető különbség a szűkebb és homogénebb mintán kevésbé jól elemezhető (16. táblázat).

Az elemzés alapján érdekes mintázat bontakozik ki. Úgy tűnik, hogy finanszírozási szempontból a nyugati cégek jellemzően tartós, hosszú távú finanszírozási szerkezetbe illeszkednek, a kapcsolatrendszer kiterjedt, ami jelentősen növeli a pénzügyi intézményrendszer hatásosságát, viszonylag magas a száma az önfinanszírozó, szolgáltató vállalatnak. Ezzel szemben a keleten működők inkább kötődnek a rugalmas finanszírozáshoz, több a rövid távú pénzügyi előnyöket kihasználó cég, és ez nyilván csökkenti a bankok, pénzügyintézetek a „tanácsadó”, támogató szerepét. Érdekes az is, hogy az északi cégeknél magasabb a szállítók által finanszírozott cégek aránya, ami a hálózatosodás magas szintjét mutatja ebben a régióban, a gyakran hangoztatott északi

modell sikerességére ural. Bár a keleti területeken is magas a szállítók aránya, de valószínűleg ez egy másik véglet.

16. táblázat – Klaszterek összehasonlítása országspecifikus jellemzők alapján<sup>46</sup>

Országcsoportok	Önfinanszírozott és támogatott	Hitelfinanszírozott	Rugalmasan finanszírozott	Szállító által finanszírozott	Lízingfinanszírozott	Összesen kategória (db)	Összesen kategória (%)
<i>Regionális bontás</i>							
Keleti	42.8%	9.1%	16.2%	22.7%	9.1%	3020	23.0%
Nyugati	51.0%	11.6%	13.2%	14.2%	10.0%	3861	29.5%
Déli	45.6%	11.7%	15.8%	22.5%	4.4%	3962	30.2%
Északi	41.0%	6.2%	15.5%	27.7%	9.6%	2260	17.2%
<i>"Régi" és "Új" EU tagállamok</i>							
Régi	47.3%	10.8%	13.9%	20.1%	7.9%	8684	66.3%
Új	42.0%	9.0%	17.8%	22.6%	8.6%	4161	31.8%
Egyéb	54.7%	5.8%	10.5%	25.2%	3.9%	258	2.0%
<i>Egy főre jutó GDP</i>							
EU átlag felett	47.5%	10.0%	13.8%	18.5%	10.3%	5421	42.20%
EU átlag alatt	44.2%	10.4%	16.2%	22.7%	6.6%	7424	57.80%
<i>EIF 2021 ESAF Index</i>							
Javult	41.1%	8.9%	17.1%	22.2%	10.6%	4315	33.6%
Romlott	45.4%	10.8%	13.9%	23.6%	6.2%	3136	24.4%
Nem változott	49.2%	11.0%	14.4%	18.3%	7.2%	5394	42.0%
<b>Összesen</b>	<b>5993</b>	<b>1328</b>	<b>1977</b>	<b>2751</b>	<b>1054</b>	<b>13103</b>	
<i>Százalékos arány</i>	<i>45.7%</i>	<i>10.1%</i>	<i>15.1%</i>	<i>21.0%</i>	<i>8.0%</i>		

Forrás: 27. SAFE adatbázis, ESAF Index<sup>47</sup>, saját elemzés

Érdekes összefüggés az is, hogy a fejlettségi mutató (GDP/fő) nem mutat kapcsolatot a klaszterekkel. Ez utalhat arra, hogy a finanszírozási formának nincs összefüggése a fejlettséggel, illetve arra is, hogy az egyes klasztereken belül vannak a törésvonalak. Ez újabb kutatásokat igényelne a témában.

Az ESAF index alakulása az egyes klaszterekben azt mutatja, hogy a szállítók által finanszírozottak helyzete romlott, azaz a hálózatosodásra építő cégek számára a pénzügyi hozzáférés javítása nem okozott változást, helyzetük romlott. Ez ismét azt mutatja, hogy a hálózatosodást Európában a pénzügyi intézményrendszer nem tudta érdemben javítani.

<sup>46</sup> Az EIF Tanulmányhoz képes Málta szerepel a déli államoknál, Izland az északi országokhoz, Liechtenstein pedig nyugatiakhoz került

<sup>47</sup> (Torfs, 2022)



## Egyéb adatok elemzése

A Banque de France adataiból összeállított adatbázisból (17. táblázat) a következő jellegzetességek figyelhetőek meg.

17. táblázat – A forrásszerkezet változása 2006-2014 között a KKV-k és nagy vállalatok tekintetében

### Változás a tőke egyes elemeiben 2006 és 2014 között (bázispont, kis-, közepes és nagyvállalatok)

	Tőke	Céltartalék	Kötvények	Egyéb hitelező	Szállítók	Beérkezett követelések	Elhatárolt kötelezettség	Rövid-lejáratú hitelek	Hosszú-lejáratú hitelek
AT	500	-2	11	6	-212	-69	18	-283	32
BE	716	-1		-200	-248	-44	-19	-72	-133
CZ	167	-77	72	387	-623		-51	-56	176
DE	594	-331	-6	-15	-226	131	3	-94	-56
ES	778	0	0	252	-310	-49	48	-431	-289
FR	102	-102	154	258	-247	-21	-7	-100	-37
IT	327	59	-6	66	-289	-51	-50	-214	159
PL	-258	-26	94	-142	-221	-10	217	-34	379
PT	186	28	-5	210	-12	-22	-229	-322	163
<b>Átlag</b>	<b>346</b>	<b>-50</b>	<b>39</b>	<b>91</b>	<b>-265</b>	<b>-17</b>	<b>-8</b>	<b>-179</b>	<b>44</b>
AT	722	-190	44	27	-187	-38	35	-125	-287
BE	402	-86		40	-497	-81	7	-12	228
CZ	-341	-73	48	333	76		66	-157	51
DE	748	-267	-7	-207	-200	191	-93	-230	65
ES	-282	104	2	123	-99	-70	209	-126	139
FR	-164	-14	-20	339	-259	-22	9	-78	210
IT	394	-79	-8	49	-339	-9	181	-245	56
PL	-294	10	67	-164	-320	-7	250	30	427
PT	-65	149	124	251	-49	-13	-314	-199	117
<b>Átlag</b>	<b>124</b>	<b>-50</b>	<b>31</b>	<b>88</b>	<b>-208</b>	<b>-6</b>	<b>39</b>	<b>-127</b>	<b>112</b>
AT	185	262	-67	-155	-127	-110	22	-125	114
BE	662	-268		74	-258	-147	-82	-182	201
CZ	-1056	68	733	20	336		26	-114	-16
DE	540	-275	1	-23	2	-3	-150	-61	-30
ES	541	-169	38	-192	-110	-170	183	-151	32
FR	-442	-93	305	478	-168	-37	67	-35	-75
IT	-67	-243	158	439	-231	20	149	-136	-88
PL	-628	-72	195	-137	32	13	81	-123	639
PT	111	56	-159	805	-46	-12	-210	-272	-273
<b>Átlag</b>	<b>-17</b>	<b>-82</b>	<b>150</b>	<b>145</b>	<b>-64</b>	<b>-56</b>	<b>10</b>	<b>-133</b>	<b>56</b>

Forrás: Banque de France, saját számítás

A vizsgált adatbázis alapján a t-teszt (18. táblázat) azt mutatta ki, hogy a kis és közepes vállalatok forrásszerkezete között nincs különbség, míg a kis és nagy valamint a közepes és nagy vállalatok a kötvények és a hosszú lejáratú hitelek esetében különböznek. Mind a négy eset statisztikailag szignifikáns 5%-os szint mellett. Ennél kevésbé jelentős, de különbséget lehet felfedezni a kis és nagyvállalatok céltartalékai és a közepes és nagyvállalatok rövid lejáratú hitelei között is.

A tőke struktúrája nem csak az országok között változhat, ahogy az fentebb is látható, és ahogy korábban számos tanulmány bebizonyította (Moritz, et al., 2015), hanem változhat a különböző szektorok között is.

18. táblázat – A forrásszerkezet közötti különbségeket vizsgáló t-teszt eredménye

A t-teszt p értékei

	Tőke	Céltartalék	Kötvények	Egyéb hitelező	Szállítók	Beérkezett követelések	Elhatárolt kötelezettség	Rövid-lejáratú hitelek	Hosszú-lejáratú hitelek
Kis-Közepes	0,75	0,42	0,31	0,53	0,46	0,69	0,46	0,68	0,30
Kis-Nagy	0,58	<b>0,10</b>	<b>0,01</b>	0,69	0,34	0,69	0,69	0,30	<b>0,00</b>
Közepes-Nagy	0,74	0,31	<b>0,03</b>	0,83	0,80	0,97	0,60	<b>0,13</b>	<b>0,01</b>

Forrás: Banque de France, saját számítás

A Banque de France adatbázisában 10 országban 17 szektort lehet vizsgálni. A mintában jól látszik, hogy az olyan szektor, amely jelentős tárgyi eszközzel rendelkezik (ipar, ingatlan, szállodaipar, logisztika, közmű) a 3. kvartilis feletti arányban rendelkezik hitellel. Ennél is nagyobb a szórás, ha csak a hosszú lejáratú hiteleket vesszük számításba. Itt az ingatlan, a szálloda és vendéglátóipar, a közművek és az egészségügy a kiemelkedő. Az olyan szektorok, amelyek inkább immateriális javakkal rendelkeznek, mint például az IT, adminisztráció, tudomány, oktatás; sokkal kisebb hitelállományt hordoznak a könyvekben. Viszont ezen szektorok esetében az egyéb hitelezők aránya magasabb, tipikusan ide lehet sorolni a baráti, családi kölcsönöket. A harmadik tényező az, hogy a kis- és nagykereskedelem inkább a rövid lejáratú hitelekre szorítkozik a finanszírozás területén. Ez pedig szintén alátámasztja az iparág működéséről kialakított képünket. Ez a változatosság a forrásszerkezetben azt is meghatározza, hogy milyen érveket és faktorokat kell figyelembe venni a tudományos vizsgálatok során.

19. táblázat – Az egyes szektorokra jellemző forrásszerkezet

	Tőke	Kötvény	Egyéb hitelező	Szállítók	Céltartalék	Rövid lejáratú hitel	Hosszú-lejáratú hitel	Teljes hitelállomány
Mezőgazdaság	42,9	0,1	19,3	10,9	2,5	7,5	14,5	22,0
Bányászat	46,4	0,3	20,0	9,1	8,4	6,0	8,1	14,2
Ipar	38,8	0,4	18,6	16,5	4,6	9,3	8,8	18,1
Közmű	40,0	1,9	20,8	7,4	4,4	4,5	18,5	23,1
Víz és hulladék	41,2	0,3	18,9	9,2	7,3	4,9	12,6	17,5
Építőipar	27,3	0,5	22,2	17,2	3,5	8,9	11,3	20,2
Kis-, és nagykereskedelem	31,9	0,2	20,0	25,3	3,2	10,5	7,3	17,8
Logisztika	35,6	0,7	21,3	13,7	4,4	6,3	15,0	21,3
Szállás és vendéglátás	27,9	0,3	27,5	8,1	3,1	6,7	23,8	30,6
IT	36,0	0,4	27,8	14,2	5,8	4,9	5,6	10,5
Ingatlan	37,9	1,0	23,6	3,8	1,7	6,4	23,1	29,5
Tudomány	37,3	0,8	26,3	11,8	5,2	4,9	7,0	11,9
Adminisztráció	29,1	0,8	29,9	11,6	3,6	8,8	12,3	21,1
Oktatás	37,7	0,2	24,2	9,5	5,0	4,4	9,0	13,4
Egészségügy	43,7	0,4	20,3	8,0	4,8	4,6	16,4	21,0
Művészet	33,7	1,0	28,2	9,4	3,9	6,0	13,5	19,5
Egyéb	33,2	0,2	27,7	13,3	4,6	6,4	11,3	17,8
Teljes minta	35,5	0,7	21,8	14,0	3,4	7,9	13,3	21,2
Minimum	27,3	0,1	18,6	3,8	1,7	4,4	5,6	10,5
1. kvartilis	33,3	0,3	20,0	8,9	3,4	4,9	8,7	16,7
3. kvartilis	40,3	0,8	26,6	13,8	5,1	7,8	15,3	21,5
Maximum	46,4	1,9	29,9	25,3	8,4	10,5	23,8	30,6

Forrás: Banque de France, saját számítás

Az összeállított adatbázis alapján elemzésre került a korreláció a rövid és hosszú lejáratú hitelek, a kamatok alakulása és az adott országba érkező uniós források változásának szempontjából. A hitelkamatok változását kétféleképpen is vizsgáltuk: egyrészt úgy, hogy egyik évről a másikra csökken vagy növekszik-e, másrészt pedig úgy, hogy az EU átlagához képest hogyan változott. Ez utóbbi azért is fontos, mert, ahogy fentebb is láthattuk, a periféria országai még 2017-ben is jóval magasabb kamat mellett jutnak forráshoz, mint ami a központi országokat jellemzi.

20. táblázat – Korrelációs tábla a hitelek, kamatok és az EU-s források változása között

	Rövid lejáratú hitelek	Hosszú lejáratú hitelek	Kamatok változása az EU átlagához	EU források változása	Kamatok változása (év/év)
<b>Rövid lejáratú hitelek</b>	1				
<b>Hosszú lejáratú hitelek</b>	-0,1719***	1			
<b>Kamatok változása az EU átlagához</b>	-0,0112	-0,0993**	1		
<b>EU források változása</b>	0,0335	-0,0446	-0,0089	1	
<b>Kamatok változása (év/év)</b>	0,1436***	-0,0894**	0,5127***	-0,2578***	1

Forrás: saját szerkesztés

\*\*\* szignifikáns 1%-os szinten

\*\* szignifikáns 5%-os szinten

Forrás: Banque de France, saját számítás

Az EU források esetében nem lehet ilyen kapcsolatot kimutatni (növekvő EU-s források és csökkenő hitelezés), mivel a p érték alapján a korreláció nem különbözik a nullától. Ezt azonban nagyban befolyásolhatja az, hogy a 10 vizsgált ország közül Lengyelországon és Csehországon kívül a többi esetében nem jelentős az EU-s forrás. Többben nettó befizető, mások bár kapnak forrást Brüsszeltől, annak nincs szignifikáns hatása a gazdasági folyamatokra a relatíve alacsony értékük miatt (20. táblázat).

A vizsgált adatbázisban mindösszesen három ország esetében növekedett az EU-s támogatások összege, ha ezt a vállalatok forgalmához viszonyítjuk. Csehország, Szlovákia és Lengyelország mint a kelet-közép-európai régió reprezentálói esetében.

A fenti korrelációs táblázatot csak a három kelet-közép-európai országra számítjuk ki (21. táblázat). 21. táblázat – Korrelációs tábla a hitelek, kamatok és az EU-s források változása között a kelet-közép-európai régióban), akkor a helyzet változik, hiszen az

uniós források növekedésével a hosszú lejáratú hitelek aránya csökken, ráadásul ez statisztikailag szignifikáns.

21. táblázat – Korrelációs tábla a hitelek, kamatok és az EU-s források változása között a kelet-közép-európai régióban

	Rövid lejáratú hitelek	Hosszú lejáratú hitelek	Kamatok változása az EU átlagához	EU források változása	Kamatok változása (év/év)
<b>Rövid lejáratú hitelek</b>	1				
<b>Hosszú lejáratú hitelek</b>	-0,1092	1			
<b>Kamatok változása az EU átlagához</b>	-0,112	0,0553	1		
<b>EU források változása</b>	0,1821**	-0,1549*	0,1253	1	
<b>Kamatok változása (év/év)</b>	0,1462	0,247*	0,4244***	0,255***	1

Forrás: saját szerkesztés

\*\*\* szignifikáns 1%-os szinten

\*\* szignifikáns 5%-os szinten

\* szignifikáns 10%-os szinten

Forrás: saját számítás, Banque de France

## Következtetések

A klaszterelemzés igazolta a hipotézist, miszerint a KKV-k forrásszerkezete összefüggésben van ország, szektor és klaszterspecifikus változókkal, továbbá azt is, hogy a vállalkozás mérete is számít a finanszírozási struktúra kialakulásában. A klaszterek sok tekintetben bizonyos közös vállalászási attitűdök jelenlétét mutatták, mely nem magyarázható egyéb, iparági, méretbeli vagy egyéb exogén jellegzetességgel. Ennek megfelelően, a forrásszerkezet vállalászói attitűdökkel való kapcsolata is igazolódott. Az a hipotézis is igaznak bizonyult, hogy az immateriális eszközökbe való befektetés és a forrásszerkezet között van összefüggés, ezt mutatták az innovatív vállalkozások finanszírozási jellegzetességei. A makrogazdasági szintű összefüggéseket pedig az országok jellemző klaszterösszetétele, és ezzel összefüggésben az országokra jellemző finanszírozási összetétel mutatta makrogazdasági szinten.

A különböző méretű vállalatok forrásszerkezetének különbözőségét a Banque de France adatainak elemzése is igazolja részben, a kis- és nagy- valamint a közepes és nagyvállalatok a kötvények és a hosszú lejáratú hitelek esetében különböznek.

Az a hipotézis, amely szerint az alacsonyabb kamatok az idegen tőke irányába terelik a források szerkezetét, talán triviális lehet, de volt olyan időszak, amikor az EU-s források vagy a „credit crunch” jelensége – amely során a hitelintézetek nem akarnak a vállalatok felé forrást nyújtani, hiszen a későbbiekben esetlegesen bekövetkező csődöktől és felszámolásoktól tartanak (Beck, 2007) – ezt a hipotézist megkérdőjelezheti. A hitelezést az is befolyásolhatja, hogy a fedezetet mikor biztosítják a hitelező részére (Chen, 2006). Az adatok elemzése alapján láthatjuk, hogy a csökkenő ECB alapkamat nem minden országban csapódott le egyenlő mértékben a csökkenő hozamkörnyezet hatására. A vizsgálat szerint a hosszú lejáratú hitelek negatív kapcsolatban vannak az éves kamatváltozással és a kamatok az EU átlagához viszonyított változásával szemben is. Bár a korreláció értéke kicsi, a p értékek alapján elvethetjük azt a hipotézist, hogy a kettő közötti kapcsolat nulla. A negatív előjel szerint, ha nőnek a kamatok vagy az adott ország KKV-kra jellemző kamatmutatója távolodik az EU-ban tapasztalt átlagtól (nem kedvező irányba), akkor a hosszú lejáratú hitelek mértéke csökken. A hipotézist tehát igazoltuk.

A közép-kelet-európai országok esetében statisztikailag szignifikáns módon kimutatható, hogy az uniós források növekedésével a hosszú lejáratú hitelek aránya csökken, ez igazolja a hipotézist a támogatások forrásszerkezetre gyakorolt hatásáról.

## ÖSSZEFOGLALÁS

---

A világgazdaság számos nehéz kérdéssel küzd. A sok éven át tartó zéró-közeli kamatkörnyezet és a mennyiségi lazítások korszaka nem tudta felkészíteni a gazdaságokat azokra az új típusú kihívásokra, melyeket a Covid és az orosz-ukrán háború okozott. Továbbá a strukturális, hosszabb távú változások is egyre több már rövid távon is érzékelhető problémát jelentenek. A népességnövekedés, az öregedő társadalmak, az éghajlatváltozás, a tömeges éhínség egyre közelebbi veszélye és az ezekkel is kapcsolatos mezőgazdasági dilemmák vagy a migráció olyan kérdések, melyekről évtizedek óta beszélünk, de sokan csak most szembesülnek ezek mindennapi valóságunkra gyakorolt hatásaival. Mindezek mellett egyre többen figyelnek fel a gazdasági tevékenység immateriális tényezőinek rohamos térnyerésére is. Társadalmi és technológiai vonatkozásai mellett az immateriális tényezők gazdasági következményei is jelentősek, mind az egyes gazdasági aktorok, mind a makrogazdaság szempontjából. Az immateriális beruházásokba fektetett összeg körülbelül két évtizede meghaladta a materiális beruházásokba fektetettet, a kriptovaluták máris első válságukat élik, a mesterséges intelligencia üzleti használata pedig robbanásszerűen terjed.

A közgazdaságtan igyekszik felvenni a tempót, és bár még a 2008-as válság okozta hitelességi kérdésekkel is küzd, elindultak a kutatások mind a régebbi, mind az újabb kihívások terén, az immateriális gazdaság, immateriális tőke elemzésére például meglehetősen sokan vállalkoztak az elmúlt években.

Mindez természetesen a vállalkozói szektorra is hatással van. A vállalkozások teremtik elsősorban az értéket, vállalkozási tevékenység nélkül nem alakult volna ki a mai értelemben vett gazdaság és társadalom, és ennek folyamatos fejlődéséről, növekedéséről, problémáiról sem beszélhetnénk. Ez természetesen azt is jelenti, hogy a vállalkozásoknak lehetősége és felelőssége is a gazdaság növekedése és szerkezetének kialakítása. Ebben a fenntarthatóság egy olyan egyre erősödő kritérium, melyet a vállalkozások már nem tudnak nem figyelembe venni gazdasági döntéseik meghozatalakor.

Az értekezés kutatásának középpontjában a kis- és középvállalatok finanszírozási szerkezete, számviteli értelemben a forrásszerkezete áll. A forrásszerkezetre ható különböző változókat vizsgáltuk, úgymint a vállalkozás méretét, innovációs

sajátosságait, székhelyországát, iparágát, valamint azt, hogy léteznek-e a forrásszerkezet szempontjából jól beazonosítható KKV klaszterek. Mindezt elsősorban vállalkozói attitűdök (kérdőíves felmérés) alapján tettük, de ez kiegészítésre került egy rövidebb, KKV-k pénzügyi beszámolóin alapuló elemzéssel is.

Arra is kitértünk, hogy a finanszírozás hogyan tudja kezelni az immateriális tőke egyre növekvő térnyerését, azaz hogyan tudja a vállalkozás megfinanszírozni az immateriális tőke építését. Tekintettel arra, hogy az immateriális tőke építése még mindig egy nagyon új feladat gazdaságtörténeti időmértékkel, a vállalkozói értékteremtés e téren kiemelten fontos.

Az értekezés hipotézisei:

- i) A KKV-k forrásszerkezete összefüggésben van ország, szektor és / vagy egyéb klaszter-specifikus magyarázó változókkal, a vállalkozás méretével, a hozamkörnyezettel, valamint a vállalkozói attitűdökkel. Ezt az összefüggésrendszert ugyanakkor torzítják a támogatások.
- ii) A KKV-k immateriális eszközökbe történő beruházásai és forrásszerkezetük között van összefüggés.
- iii) A KKV szektor forrásszerkezete szerepet játszik a KKV szektor összesített finanszírozottságában, és ennek hatása van makrogazdasági szinten is.

A kutatás eredményei alapján mind a három hipotézist el lehet fogadni, amit empirikusan és elméleti eszközökkel bizonyítottunk.

A kutatás során feldolgozásra került a releváns szakirodalom; a vállalkozóval, vállalkozással és a vállalkozói szellemmel kapcsolatos tudományos kutatások – a közgazdaságtudományi mellett ezek elmélettörténeti összefüggései, illetve egyes pszichológiai vonatkozásai is –, valamint a nemzetközi gyakorlat definíciói. A forrásszerkezettel és az bizonytalansággal kapcsolatos elméleti kérdések, valamint a külső finanszírozási kérdések szintén elemzésre kerültek.

A kutatás az Európai Unió KKV szektorára lett elvégezve, de szűkítésre került, ugyanis kiszűrtünk belőle egyes iparágakat, illetve iparágak alkategóriáit, így különösen a mezőgazdasági és pénzügyi tevékenységet végző vállalkozásokat.

A kutatás empirikus része elsősorban az Európai Központi Bank 27. és 28. SAFE felmérésének adatbázisa alapján történt meg. Az ezeken belül vizsgált kérdés azt

tudakolja, hogy bizonyos finanszírozási formák relevánsak lennének-e a vállalkozás számára, használta-e ezeket a múltban vagy tervezi-e használni a jövőben. A felmérés ezen része tehát a vállalkozó vagy a vállalkozás egyes finanszírozási formák iránti attitűdjére kérdez rá elsősorban, nem pedig a konkrét felhasználás részleteire.

Az immateriális tőke esetében megállapítható, hogy lényeges új gazdasági faktor, melynek számviteli és statisztika kezelése, növekedési modellekbe illesztése, illetve általában a definiálása előtt még számos akadály áll. Sikertelenül ezzel együtt is megállapítani, hogy nem rivális jellege és a szinergiák lehetősége erős, általánosan elfogadott karakterjegyek, és ezek jelentős növekedési potenciált jelentenek mind a mikro-, mind a makrogazdasági szinten. Másik oldalról ugyanakkor az is egyértelmű, hogy az elsüllyedt költségek veszélye jelentős.

A vállalkozás és a vállalkozói szellem kutatása több száz évre nyúlik vissza, ennek megfelelően hosszú a kapcsolódó szakirodalmak listája is. Ezekből számos következtetés levonására sor került a vállalkozó és a vállalkozás minőségére vonatkozóan, a legfontosabb jelen értekezés szempontjából ugyanakkor az, hogy ezek közül jelentős, meghatározó arányt képviselnek olyan jellemzők, melyek nehezen, vagy egyáltalán nem számszerűsíthetők. Ezek olyan minőségi jellegű változók, mint például a bizonytalanságtűrés, az alkalmazkodóképesség vagy a magvalósítási képesség, melyek jelentős mértékben befolyásolják az adott vállalkozó vagy vállalkozás sikerét.

A vállalkozót nem csak közgazdasági, hanem pszichológiai oldalról is elemeztük. A pszichológia nem kívülről nézi a vállalkozót, hanem mint egyénnek a belső világát elemzi. Azt vizsgálja, hogy milyen személyiségjellemzőkkel, motivációkkal rendelkezik. Az itt talált legfontosabb jellemzők nagyon hasonlóak a vállalkozókutatási elemzésben felfedezettekhez. A józan bizonytalanságtűrés, az adaptív cselekvőképesség és a teljesítényigény például olyan jellemzők, amik sokak szerint szükségesek a vállalkozók sikerességéhez.

Áttekintésre kerültek a finanszírozási kérdések is. Itt kísérletet tettünk annak érzékeltetésére, hogy mennyi bizonytalanság övezi a pénz értékét, valamint a vállalkozó vagy a vállalkozás és a finanszírozó együttműködését. A hozamgörbe gyors változásától kezdve az információs aszimmetriáig számos nehezítő elem akadályozza a KKV szektor finanszírozását. Ezt ugyanakkor a pénzügyi infrastruktúra megfelelő diverzifikációjával és az állam segítségével (főleg a garanciarendszeren keresztül) nagy mértékben lehet



vagy lehetne csökkenteni. Az Európai Unió ebben sok tekintetben jól áll, de például a tőkefinanszírozás továbbra is elmarad az angolszász világtól, és nincsenek is pozitív jelek a fejlődésre. A SAFE kutatások szerint a vállalkozók számára a munkaerőhiány és egyéb más akadályok sokkal nagyobb problémát okoztak az elmúlt években, mint a finanszírozás, ehhez képest ugyanakkor megfigyelhető számos területen a külső finanszírozás csökkenése.

A hipotézisek empirikus igazolása elsősorban az EKB és az Európai Bizottság 27. és 28. SAFE kutatásának adatain történt, valamint kiegészítő jelleggel feldolgozásra került a Banque de France 10 EU tagország KKV szektorának pénzügyi beszámolóiból készült adatbázis.

A kutatásban klaszterelemzést végeztünk el a releváns válaszok alapján. A klaszterelemzés inputja a Q4. kérdés egyes pénzügyi kategóriának a felvételét vagy nem-felvételét tartalmazó táblázata. A vizsgálatban 5 klaszter került kialakításra Jaccard módszerrel:

- Önfinszírozott vállalkozások,
- Hitelfinanszírozott és támogatott vállalkozások,
- Rugalmasan finanszírozott vállalkozások,
- Szállító által finanszírozott vállalkozások, és
- Lízingfinanszírozott vállalkozások.

Az SE módszerrel történt klaszterek némileg máshogy alakultak, de ez nem változtatott az kutatás eredményein.

A klaszterek egyes vállalkozási- és termékjellemzők, valamint székhelyország szerinti csoportosítások szerint kerültek elemzésre, előbbieket mindhárom, a székhelyország szerint a 27. SAFE felmérésből képzett klaszter esetében. Az elvégzett összehasonlító vizsgálat igazolta a hipotézisek nagy részét, míg támogatások torzító hatását és a hozamkörnyezettel való összefüggést a Banque de France adatbázisán elvégzett statisztikai elemzés segítségével sikerült igazolni.

Összességében megállapítható, hogy a tágran értelmezett kutatási kérdés releváns problémára világított rá, az Európai Unió KKV szektorának finanszírozása nem mindenben megfelelő a KKV szektor gazdasági kihívásai – kiemelten az immateriális

tőke szerepének növekedése – tekintetében, mely makroszintű növekedési kockázatot jelent. A finanszírozási intézményrendszer nincs könnyű helyzetben, mert egyik oldalról meg kell felelnie a mennyiségi, „megszámolható” szabályozói és tulajdonosi elvárásoknak, másrészt az üzlet mégiscsak úgy fejlődött, hogy a befektető vagy hitelező „inkább az emberbe fektetett be, mint a tervébe”, a hangsúlyt ezért a „megfelelő ember” kiválasztására kell helyezni.<sup>48</sup>

A kutatást érdemes lehet a jövőben kibővíteni hosszabb időszorra, mely mélyebben megmutatná a vállalkozások attitűdjeink változását, és lehetőséget teremtene a finanszírozási intézményrendszer számára olyan információk megismerésére, melyek segíthetnék belső fejlesztéseiket és üzleti politikájukat. Megjegyzendő továbbá, hogy viszonylag kevés a mezőgazdasági vállalkozó attitűdjét vizsgáló tanulmány, pedig a következő években az is kiemelten fontos területté válhat. Természetesen ebben az esetben a támogatási rendszer még erősebb torzítást okozhat, ennek kiszűrése módszertanilag kihívást jelenthet.

Az elemzésben nehézséget okozott, hogy nincs egyértelmű gondolati ív a vállalkozó (magánszemély pszichológiája) és a vállalkozás (szervezeti kultúra) között. Intuitív megérzésünk szerint a vállalkozó pszichológiai tulajdonságainak kell – legalább részben – vállalkozási kultúrává alakulnia, erre vonatkozóan ugyanakkor egyértelmű szakirodalmat nem találtunk, ezért a két fogalom sokszor keveredik. Ezt a problémakört további kutatások segítségével lehet majd tisztázni.

---

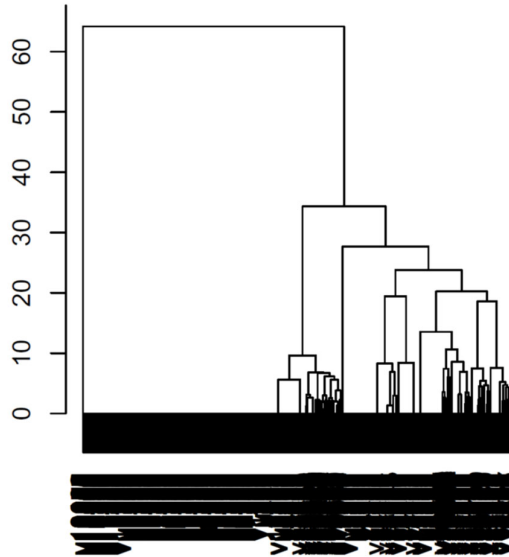
<sup>48</sup> (McClelland, 2016)

# I. MELLÉKLET – KLASZTERANALÍZIS

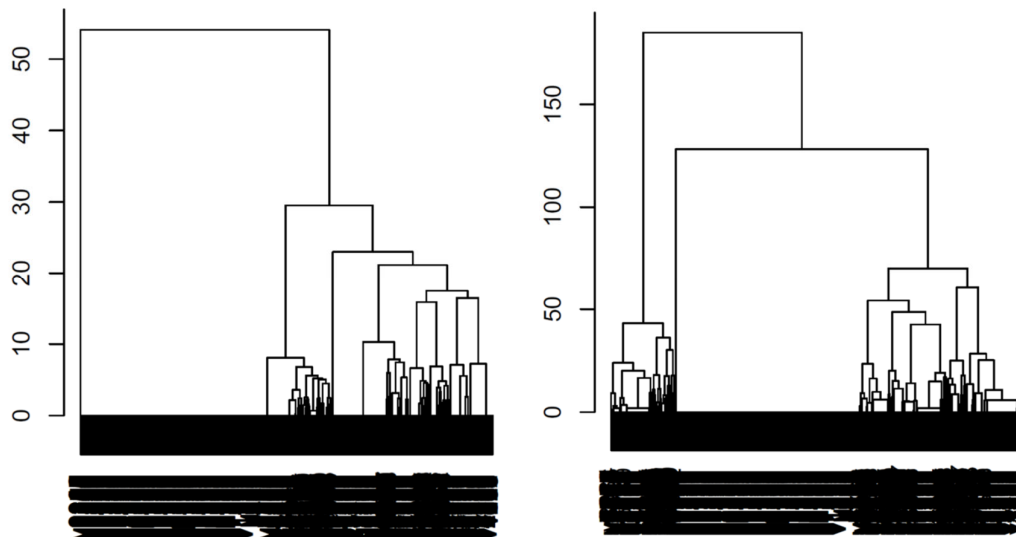
## DENDROGRAMJAI

---

1. 27. felmérésből kiválasztott adatok dendrogramja (Jaccard)



2. 28. felmérésből kiválasztott adatok dendrogramjai (bal oldalon Jaccard, jobb oldalon SE)



## II. MELLÉKLET – A TÁGAN ÉRTELMEZETT TÉMÁVAL KAPCSOLATOS SAJÁT PUBLIKÁCIÓK JEGYZÉKE

---

- Balog, Á., Matolcsy, G., Nagy, M. & Vonnák, B., 2014. Credit crunch Magyarországon 2009–2013 között: egy hiteltelen korszak vége? *Hitelintézeti Szemle*, pp. 11-34.
- Balog, Á., Csontos, O., Törös, Á. & Zsigó, M., 2015. What do new forms of finance mean for EM central banks? *BIS Papers*, Issue 83, pp. 159-180.
- Balog, Á., 2018/2. A KKV-szegmens hitelezési folyamatainak elemzése a hitelgaranciák tükrében, az Európai Unióban. *Hitelintézeti Szemle*, 17(1), pp. 62-83.
- Balog, Á., 2018. Asymmetric information as a risk in lending to SMEs. *Modern Science*, III. kötet, pp. 58-71.
- Balog, Á., 2018. Sharing economy as a new business model or just a phenomenon. *Köz-Gazdaság*, XIII(3), pp. 111-124.
- Balog, Á., 2022. How research contributes to higher liquidity? *Köz-Gazdaság*, 17(1), pp. 201-216 <https://doi.org/10.14267/RETP2022.01.12>.
- Balog, Á., Szabó, D. & Trautmann, L., 2023. „Iránymutatás kell az önálló szabályalkotó gondolkodáshoz”. *Világpolitika és Közgazdaságtan*, július, 2(3), pp. 47-50 <https://doi.org/10.14267/VILPOL2023.03.08>.
- Balog, Á., Baranyi, D. & Trautmann, L., 2023. „Kapcsoljuk össze a tudományos kutatásokat és az azokat hasznosító cégeket” — Interjú Balog Ádámmal, a BKIK általános alelnökével. *Világpolitika és Közgazdaságtan*, 2(1), pp. 42-44 <https://doi.org/10.14267/VILPOL2023.01.06>.

## IRODALOMJEGYZÉK

---

- Ciavarella, M. és mtsai., 2004. The Big Five and venture survival: Is there a linkage?. *Journal of Business Venturing*, 19(4), pp. 465-483.
- Abeywardhana, D. K. Y., 2017. Capital Structure Theory: An Overview. *Accounting and Finance Research*, pp. 133-138 <https://doi.org/10.5430/afr.v6n1p133>.
- Accelerator, A., dátum nélkül. *Double-entry bookkeeping*. hely nélkül.: ismeretlen szerző
- Acemoglu, D. & Robinson, J. A., 2013. *Miért buknak el nemzetek? - A hatalom, a jólét és a szegénység eredete*. Budapest: HVG Könyvek.
- Acs, Z. J. & Audretsch, D. B., 1988. Innovation in large and small firms: An empirical analysis. *American Economic Review*, pp. 678-690.
- Acs, Z. J. & Audretsch, D. B., 1989. Small-firm entry in US manufacturing. *Economica*, pp. 255-265 <https://doi.org/10.2307/2554043>.
- AECM, 2017. [Online]  
URL: [https://bw.ermoeglicher.de/media/documents/AECM-brochure\\_2018.pdf](https://bw.ermoeglicher.de/media/documents/AECM-brochure_2018.pdf)
- Aghion, P., Fally, T. & Scarpetta, S., 2007. Credit Constraints as a Barrier to the Entry and Post-Entry Growth of Firms. *Economic Policy*, pp. 731, 733-779  
<https://doi.org/10.1111/j.1468-0327.2007.00190.x>.
- Ahmad, N. & Seymour, R. G., 2008. DEFINING ENTREPRENEURIAL ACTIVITY: Definitions Supporting Frameworks for Data Collection. *OECD Statistics Working Paper*, 6. február, p. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1090372>.
- Albertazzi, U., Bottero, M., Gambacorta, L. & Ongena, S., 2017. Asymmetric information and the securitization of SME loans. *BIS Working Papers*, január, 601. kötet, p. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2934230>.
- Alford, H. & Naughton, M., 2001. *Managing as if faith mattered*. Notre Dame: University of Notre Dame Press.
- Almeida, H., Campello, M., Laranjeira, B. & Weisbenner, S., 2009. CORPORATE DEBT MATURITY AND THE REAL EFFECTS OF THE 2007 CREDIT. *NBER WORKING PAPER SERIES*, május, p. <https://doi.org/10.3386/w14990>.
- Altman, E. I., 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*, pp. 589-609 <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>.
- Amit, R. & Muller, E., 1995. "Push" and "Pull" Entrepreneurship. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, pp. 64-80  
<https://doi.org/10.1080/08276331.1995.10600505>.
- Amoros, J. E. & Bosma, N., 2013. *Global Entrepreneurship Monitor - 2013 Global Report*, Santiago: GEM.
- Anon., 2022. *Cambridge Dictionary*. [Online].
- Antal-Pomázi, K., 2011. A kis- és középvállalkozások növekedését meghatározó tényezők: A különböző finanszírozási formák hatása a vállalati növekedésre. *IEHAS Discussion Papers*, március.

- Arcand, J.-L., Berkes, E. & Panizza, U., 2012. *Too Much Finance?*, Washington : International Monetary Fund <https://doi.org/10.2139/ssrn.2127541>.
- Asdrubali, P. & Signore, S., 2015. The Economic Impact of EU Guarantees on Credit to SMEs – Evidence from CESEE Countries. *EIF Working Paper Series*.
- Atkinson, R. L. és mtsai., 1999. *Pszichológia*. Budapest: Osiris Kiadó.
- Austin, J., Stevenson, H. & Wei–Skillern, J., 2006. Social and Commercial Entrepreneurship: Same, Different, or Both?. *Entrepreneurship Theory and Practice*, pp. 1-22 <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2006.00107.x>.
- Balog, Á., 2018/2. A KKV-szegmens hitelezési folyamatainak elemzése a hitelgaranciák tükrében, az Európai Unióban. *Hitelintézet Szemle*, 17(1), pp. 62-83.
- Balog, Á., 2018. Asymmetric information as a risk in lending to SMEs. *Modern Science*, III. kötet, pp. 58-71.
- Balog, Á., 2018. Sharing economy as a new business model or just a phenomenon. *Köz-Gazdaság*, XIII(3), pp. 111-124.
- Balog, Á., 2022. How research contributes to higher liquidity?. *KÖZ-GAZDASÁG*, 17(1), pp. 201-216 <https://doi.org/10.14267/RETP2022.01.12>.
- Balog, Á., Baranyi, D. & Trautmann, L., 2023. „Kapcsoljuk össze a tudományos kutatásokat és az azokat hasznosító cégeket” — Interjú Balog Ádámmal, a BKIK általános alelnökével. *VILÁGPOLITIKA ÉS KÖZGAZDASÁGTAN*, 2(1), pp. 42-44 <https://doi.org/10.14267/VILPOL2023.01.06>.
- Balog, Á., Csortos, O., Törös, Á. & Zsigó, M., 2015. What do new forms of finance mean for EM central banks?. *BIS Papers*, Issue 83, pp. 159-180.
- Balog, Á., Matolcsy, G., Nagy, M. & Vonnák, B., 2014. Credit crunch Magyarországon 2009–2013 között: egy hiteltelen korszak vége?. *Hitelintézet Szemle*, pp. 11-34.
- Balog, Á., Szabó, D. & Trautmann, L., 2023. „Iránymutatás kell az önálló szabályalkotó gondolkodáshoz”. *Világpolitika és Közgazdaságtan*, július, 2(3), pp. 47-50 <https://doi.org/10.14267/VILPOL2023.03.08>.
- Bánfi, T., 2021. *APOKALIPSZIS! és ismét a PARADICSOMBAN!*. Budapest: ÁMON Bt..
- Baral, K. J., 2004. Determinants of Capital Structure: A Case Study of Listed Companies of Nepal. *Journal of Nepalese Business Studies*, pp. 1-13 <https://doi.org/10.3126/jnbs.v1i1.34>.
- Beck, T., 2007. Financing constraints of SMEs in developing countries: Evidence, determinants and solutions. *ResearchGate*.
- Beck, T. & Demirgüç-Kunt, A., 2006. Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & Finance*, p. 2931–2943 <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.009>.
- Beck, T., Demirgüç-Kunta, A., Laeven, L. & Maksimovic, V., 2006. The determinants of financing obstacles. *Journal of International Money and Finance*, pp. 932-952 <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2006.07.005>.

- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V., 2005. Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?. *The Journal of Finance*, pp. 137-177  
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00727.x>.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. & Martínez Peria, M. S., 2007. Reaching out: Access to and use of banking services across countries. *Journal of Financial Economics Vol 85*, pp. 234-266 <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.07.002>.
- Begley, T. M. & Boyd, D. P., 1987. Psychological characteristics associated with performance in entrepreneurial firms and smaller businesses. *Journal of Business Venturing*, pp. 79-93 [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(87\)90020-6](https://doi.org/10.1016/0883-9026(87)90020-6).
- Bennett, F., Alan, D. & Harriet, B., 2005. Do Credit Guarantees Lead to improved access to financial services? Recent evidence from Chile, Egypt, India and Poland.. *Policy Division Working Paper*, február.
- Berger, A. N. & Udell, G. F., 1998. The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle.. *Journal of Banking and Finance*, p. <https://doi.org/10.2139/ssrn.137991>.
- Binh, T. V. & Nhut, N. H. H., 2015. Push and Pull Motivations of Vietnamese Seafood Entrepreneurs toward Market. *International Journal of Social Science and Humanities Research*, pp. 204-212.
- Blomström, M. & Kokko, A., 2002. *The Economics of Foreign Direct Incentives*. Frankfurt: conference working paper <https://doi.org/10.3386/w9489>.
- Bodnár, K., Kovalszky, Z. & Kreiszné Hudák, E., 2014. A válságokból történő kilábalás és a hitelezés kapcsolata. *Hitelintézeti Szemle*, pp. 57-85.
- Bogáth, Á., 2012. A vállalkozói attitűd szerepe a vállalkozásfejlesztésben. *Vállalkozásfejlesztés a XXI. században*, pp. 201-218.
- Bogáth, Á., 2016. Utódlástervezés családi vállalkozásoknál. *Vállalkozásfejlesztés a XXI. században*, pp. 21-28.
- Bolcic, S., 1997-98. Entrepreneurial Inclinations and New Entrepreneurs in Serbia in the early 1990s. *International Journal of Sociology*, vol. 27, no. 4, Winter 1997-1998. kötet, pp. 3-35 <https://doi.org/10.1080/15579336.1997.11770166>.
- Boot, A. & Thakor, A., 1994. Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Credit Market Game. *International Economic Review 35*, pp. 899-920 <https://doi.org/10.2307/2527003>.
- Boot, A., Thakor, A. & Udell, G., 1991. Secured Lending and Default Risk: Equilibrium Analysis, Policy Implications and Empirical Results. *Economic Journal 11*, pp. 458-472 <https://doi.org/10.2307/2233552>.
- Boutillier, S. & Uzunidis, D., 2014. The theory of the entrepreneur: from heroic to socialised entrepreneurship. *Journal of Innovation Economics & Management*, pp. 9-40 <https://doi.org/10.3917/jie.014.0009>.
- Braunerhjelm, P., Andersson, M. & Eklund, J., 2022. Pioneering Entrepreneurship Research: How, by Whom, and When. *Entrepreneurship*, 18(2), pp. 75-158 <https://doi.org/10.1561/0300000103>.

- Bronnenberg, B. J., Dubé, J.-P. & Syverson, C., 2022. Marketing Investment and Intangible Brand Capital. *Journal of Economic Perspectives*, pp. 53-74  
<https://doi.org/10.1257/jep.36.3.53>.
- Brown, D. L., Letts, C. W. & Alvord, S. H., 2004. Social entrepreneurship and social transformation: An exploratory study. *The Journal of Applied Behavioral Science*, pp. 260-282  
<https://doi.org/10.1177/0021886304266847>.
- Brückner, G., 2021. *Takáts Előd interjú*. [Online]  
 URL: <https://telex.hu/gazdasag/2021/09/22/takats-elod-a-tehetsegek-elvandonglasas-kesendes-katasztrofa-a-corvinson-egyedi-eselyunk-van-tenni-ellene>
- Caggese, A., 2012. Entrepreneurial risk, investment, and innovation. *Journal of Financial Economics*, pp. 287-307  
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.05.009>.
- Cambridge Dictionary, 2022.. *dictionary.cambridge.org*. [Online]  
 URL: <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/entrepreneurship>
- Caseya, E., 2014 August. Bank lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, pp. 173-193  
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.05.001>.
- Cecchetti, S. G. & Kharroubi, E., 2012. Reassessing the Impact of Finance on Growth. *BIS Working Paper No. 381*.
- Chatouz, M., Gereben, Á., Lang, F. & Torfs, W., 2017. Credit guarantee schemes for SME lending in Western Europe. *EIB Working Paper*.
- Chell, E., 2008. *The Entrepreneurial Personality: A Social Construction*. Hove: Routledge  
<https://doi.org/10.4324/9780203938638>.
- Chen, Y., 2006. Collateral, loan guarantees, and the lenders' incentives to resolve financial distress. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, pp. 1-15  
<https://doi.org/10.1016/j.qref.2004.10.001>.
- Chiesa, V. & Piccaluga, A., 2000. Exploitation and Diffusion of Public Research: The Chase of Academic Spin-offs Companies in Italy. *R&D Management*, pp. 329-340  
<https://doi.org/10.1111/1467-9310.00187>.
- Ciavarella, M. A. és mtsai., 2004. The Big Five and venture survival: Is there a linkage?. *Journal of Business Venturing*, 19(4), pp. 465-483  
<https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2003.03.001>.
- Cohen, R., 2023. 'Impact transparency' is the tipping point for an impact economy. [Online]  
 URL: <https://www.pioneerspost.com/news-views/20230726/impact-transparency-the-tipping-point-impact-economy-sir-ronald-cohen>
- Commission, E., 2003. *Green Paper - Entrepreneurship in Europe*, Brussels: Commission of the European Communities.
- Corrado, C., Haskel, J., Jona-Lasinio, C. & Iommi, M., 2022. Intangible Capital and Modern Economies. *Journal of Economic Perspectives*, 36(3), pp. 3-28  
<https://doi.org/10.1257/jep.36.3.3>.
- Covin, J. G. & Lumpkin, G. T., 2011. Entrepreneurial Orientation Theory and Research: Reflections on a Needed Construct. *Entrepreneurship Theory and Practice*, pp. 855-872  
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2011.00482.x>.



- Cowan, K., Drexler, A. & Yáñez, A., 2015. The Effect of Credit Guarantees on Credit Availability and Delinquency Rates. *Journal of Banking and Finance*, pp. 98-110  
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.04.024>.
- Crouzet, N., Eberly, J. C., Eisfeldt, A. L. & Papanikolaou, D., 2022. The Economics of Intangible Capital. *Journal of Economic Perspectives*, pp. 29-52  
<https://doi.org/10.1257/jep.36.3.29>.
- Csányi, V., 2015. *ÍME, AZ EMBER - A humánétológus szemével*. 5. szerk. Budapest: Libri Kiadó.
- Csáth, M., 2022. Gondolatok az ipar jövőjéről és az iparpolitikáról. *Köz-Gazdaság*, 17.. kötet, pp. 19-35 <https://doi.org/10.14267/RETP2022.04.03>.
- Davies, I., 2007. Development of Small and Medium-Sized Enterprise Credit Guarantee Companies. *Asian Development Bank*.
- De Bono, E., 2007. *A hat gondolkodó kalap - A párhuzamos gondolkodás szakaszai*. Budapest: Manager Könyvkiadó Kft.
- DeAngelo, H. & Masulis, R. W., 1980. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, pp. 3-29  
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90019-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7).
- Demary, M., Hornik, J. & Watfe, G., 2016. *SME Financing in the EU: Moving beyond one-size-fits-all*, Bruges: Collage of Europe - DEPARTMENT OF EUROPEAN ECONOMIC STUDIES.
- Deneen, P. J., 2019. *A liberalizmus kudarca*. Budapest: Libri.
- DeNisi, A. S., 2015. Some Further Thoughts on the Entrepreneurial Personality. *Entrepreneurship Theory and Practice (ETP)*, pp. 997-1003  
<https://doi.org/10.1111/etap.12168>.
- Donaldson, G., 1961. *Corporate Debt Capacity*. Harvard University: Beard Books Washington DC.
- Drake, B., 2015. *Psychologists say successful entrepreneurs have these 4 personality traits*. [Online]  
 URL: <https://www.businessinsider.com/best-entrepreneur-psychological-profile-2015-3>  
 [Hozzáférés dátuma: 15 december 2022].
- Drexler, P., 2013. *Successful Entrepreneurs: 6 Key Qualities*. [Online]  
 URL: <https://www.psychologytoday.com/intl/blog/our-gender-ourselves/201312/successful-entrepreneurs-6-key-qualities>  
 [Hozzáférés dátuma: 15 január 2022].
- Drucker, P. F., 1993. *Innováció és vállalkozás az elméletben és a gyakorlatban*. Budapest: Park Kiadó.
- Durand, D., 1952. Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. In: *CONFERENCE ON RESEARCH IN BUSINESS FINANCE*. New York: National Bureau of Economical Research, pp. 215-262.
- ECB, 2016. *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area April to September 2016*, Frankfurt: ECB.
- ECB, 2022. [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu). [Online]  
 URL:

[https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/ecb.safe202212~6bc3312ea1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/ecb.safe202212~6bc3312ea1.en.html)

Etzioni, A., 1987. Entrepreneurship, Adaptation and Legitimation; A Macro-behavioral Perspective. *Journal of Economic Behavior and Organization*, Issue 8, pp. 175-189  
[https://doi.org/10.1016/0167-2681\(87\)90002-3](https://doi.org/10.1016/0167-2681(87)90002-3).

EURÓPAI PARLAMENT & EURÓPAI TANÁCS, 2022. *AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS A TANÁCS (EU) 2022/2464 IRÁNYELVE*. [Online]  
URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464>

European Central Bank, 2023. *Annex 3 to the methodological information on the survey (including a summary of all changes introduced to the questionnaire over time and the general characteristics of the euro area enterprises that participated in the survey)*. [Online]  
URL: [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html)

European Central Bank, 2023. *SAFE*. [Online]  
URL: [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html)

European Commission, 2016. *Annual Report on European SMEs 2015/2016*, Brussels: European Commission.

European Commission, 2022. [Online].

European Commission, 2022. *Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs*. [Online]  
URL: [https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance\\_en](https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance_en)

European Commission, 2022. *Survey on the access to finance of enterprises (SAFE) Analytical Report*, Brussels: European Commission.

European Commission, Expert Group on Corporate Bond, 2017. *IMPROVING EUROPEAN CORPORATE BOND MARKETS*, Brussels: EC.

European Commission, 2013. *2013 SMEs' Access to Finance survey - Analytical Report*, Brussels: European Commission.

Evans, D. S. & Jovanovic, B., 1989. An Estimated Model of Entrepreneurial Choice under Liquidity Constraints. *The Journal of Political Economy* Vol. 97 No.4, pp. 808-827  
<https://doi.org/10.1086/261629>.

Evola, J., 2021. *Lázadás a modern világ ellen*. Második, javított szerk. Budapest: Magánkiadás.

Farhi, E. & Tirole, J., 2011. Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch, and Systemic Bailouts. *American Economic Review*, pp. 60-93  
<https://doi.org/10.1257/aer.102.1.60>.

Farkas, J. G., 2002. A hazai kis- és középvállalkozások helyzete és EU-csatlakozási problémái. *ÁVF Tudományos Közlemények*, pp. 25-30.

Fayollea, A. & Liñán, F., 2013. The Future of Research on Entrepreneurial Intentions. *Journal of Business Research*, pp. 663-666  
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.11.024>.

Fayolle, A., Landström, H., Berglund, K. & Gartner, W. B., 2018. *Institutionalization of Entrepreneurship Research*. New York: Routledge  
<https://doi.org/10.4324/9781351270762>.

- Ferguson, N., 2011. *Civilizáció: a Nyugat és a többiek*. 2nd szerk. Budapest: Sclar Kiadó.
- Firoozmand, S., Haxel, P., Jung, E. & Suominen, K., 2015. State of SME Finance in the United States in 2015 TradeUp Capital Fund and Nextrade Group LLC.
- Foley-Fisher, N., Ramcharan, R. & Yu, E., 2015. The impact of unconventional monetary policy on firm financing constraints: Evidence from the maturity extension program. *Journal of Financial Economics*, pp. 409-429  
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.07.002>.
- Fukuyama, F., 2006. *The End of History and the Last Man*. New York: Free Press.
- Fukuyama, F., 2022. *Bizalom*. Budapest: Európa Könyvkiadó Kft..
- Fuller, B. és mtsai., 2018. Examining how the personality, self-efficacy, and anticipatory cognitions of potential entrepreneurs shape their entrepreneurial intentions. *Personality and Individual Differences*, pp. 120-125  
<https://doi.org/10.1016/j.paid.2018.01.005>.
- Galbraith, J. K., 2015. *The New Industrial State*. Princeton: Princeton University Press.
- Gartner, W. B., 1985. A Conceptual Framework for Describing the Phenomenon of New Venture Creation. *The Academy of Management Review*, pp. 696-706  
<https://doi.org/10.5465/amr.1985.4279094>.
- Gauda, P., Hoesli, M. & Bender, A., 2007. Debt-equity choice in Europe. *International Review of Financial Analysis*, pp. 201-222  
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2006.08.003>.
- Gervai, P. & Trautmann, L., 2005. Vállalatgazdaságtan és elméleti közgazdaságtan. In: L. Trautmann, szerk. *Jogállam-Gazdálkodás-Kisebbség*. Budapest: AULA Kiadó, pp. 9-47.
- Goel, T. és mtsai., 2021. *Credit constrained firms and government subsidies: evidence from a European Union program*. [Online]  
 URL: <https://www.bis.org/publ/work984.htm>
- Goertz, G., 2008. Concept, Theories and Numbers: A checklist for Constructing, Evaluating, and Using Concepts or Quantitative Measures. In: J. M. Box-Steffensmeier, H. E. Brady & D. Collier, szerk. *The Oxford Handbook of Political Methodology*. Oxford: Oxford University Press  
<https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199286546.003.0005>.
- Greenwald, B. C. & Stiglitz, J. E., 2014. *Creating a Learning Society*. New York: Columbia University Press.
- Haan, K., 2023. *Forbes*. [Online]  
 URL: [https://www.forbes.com/advisor/business/ai-statistics/#sources\\_section](https://www.forbes.com/advisor/business/ai-statistics/#sources_section)  
 [Hozzáférés dátuma: 22 augusztus 2023].
- Hagen, B., Zucchella, A., Cerchiello, P. & De Giovanni, N., 2012. International strategy and performance—Clustering strategic types of SMEs. *International Business Review*, pp. 369-382  
<https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2011.04.002>.
- Haines, G. & Riding, A. L., 2001 Vol 16 Issue 6. Loan guarantees: Costs of default and benefits to small firms. *Journal of Business Venturing*, pp. 595-612  
[https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(00\)00050-1](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(00)00050-1).

- Hair, J., Anderson, R., Black, B. & Babin, B., 2016. *Multivariate Data Analysis*. hely nélkül: Pearson Education.
- Harari, Y. N., 2022. *Sapiens - Az emberiség rövid története*. Budapest: Animus Kiadó.
- Harris, M. & Raviv, A., 1991. The Theory of Capital Structure. *THE JOURNAL OF FINANCE*, pp. 297-355 <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>.
- Haskel, J. & Westlake, S., 2023. *A jövő újraindítása - Hogyan adjunk lendületet az immateriális gazdaságnak?*. Budapest: MCC Press.
- Heilbroner, R. L., 1999. *The worldly philosophers: the lives, times, and ideas of the great economic thinkers*. New York: Touchstone.
- Hepler, J., Albarracín & Dolores, 2014. Liking More Means Doing More: Dispositional Attitudes Predict Patterns of General Action. *Social Psychology*, pp. 1-8 <https://doi.org/10.1027/1864-9335/a000198>.
- Herron, L. & Robinson, R. B., 1993. A structural model of the effects of entrepreneurial characteristics on venture performance. *Journal of Business Venturing*, pp. 281-294 [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(93\)90032-Z](https://doi.org/10.1016/0883-9026(93)90032-Z).
- Hisrich, R. D. & Peters, M. P., 1991. *Vállalkozás. ÚJ VÁLLALKOZÁSOK INDÍTÁSA, FEJLESZTÉSE ÉS MŰKÖDTETÉSE*. Budapest: Akadémiai Kiadó.
- Holmstrom, B. & Tirole, J., 1997. Financial Intermediation, Loanable Funds, and The Real Sector. *The Quarterly Journal of Economics*, pp. 663-691 <https://doi.org/10.1162/003355397555316>.
- Holy Father, F., 2020. *Encyclical Letter Fratelli Tutti*. [Online]  
URL: [https://www.vatican.va/content/francesco/en/encyclicals/documents/papa-francesco\\_20201003\\_enciclica-fratelli-tutti.html](https://www.vatican.va/content/francesco/en/encyclicals/documents/papa-francesco_20201003_enciclica-fratelli-tutti.html)
- Huang, C., When, Y. & Liu, Z., 2014. Analysis on Financing Difficulties for SMEs due to Asymmetric Information. *Global Disclosure of Economics and Business*, 3(2), pp. 28-31 <https://doi.org/10.18034/gdeb.v3i1.174>.
- Huntington, S. P., 2002. *The Clash of Civilizations and the Remaking of World Order*. London: Simon & Schuster UK Ltd.
- Hunyady, G. & Székely, M., 2003. *Gazdaságpszichológia*. Budapest: Osiris Kiadó.
- Hvide, H. K. & Panos, G. A., 2014. Risk tolerance and entrepreneurship. *Journal of Financial Economics*, pp. 200-223 <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.06.001>.
- Ingham, G., 2004. *The Nature of Money*. Bodmin, Cornwall: Polity Press <https://doi.org/10.4337/9781845423490.00031>.
- Ingham, G., 2011. *Capitalism*. Cambridge: Polity Press.
- Izquierdo, J. F., Muñoz, S., Rubio, A. & Ulloa, C., 2017/01. *Impact of capital regulation on SME credit*, Madrid: BBVS Research.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360 [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Jensen, N. S. & Uhl, F. T., 2008. *Capital Structure in European SMEs: An analysis of firm- and country specific variables in determining leverage*, Aarhus: Aarhus School of Business.

- Jones, C. I., 2019. Paul Romer: Ideas, Nonrivalry, and Endogenous Growth. *The Scandinavian Journal of Economics*, pp. 859-883 <https://doi.org/10.1111/sjoe.12370>.
- Juhász, I., 2019. Értékesítői motivációk - különös tekintettel a pénzügyi, biztosítási tevékenység nemzetgazdasági ágra. *VEZETÉSTUDOMÁNY*, pp. 39-48 <https://doi.org/10.14267/VEZTUD.2019.07.04>.
- Kay, J. & King, M., 2022. *Radikális bizonytalanság - döntéshozatal a számokon túl*. Első kiadás szerk. Budapest: Napvilág kiadó.
- Khwaja, A. I. & Mian, A., 2005. Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market. *The Quarterly Journal of Economics Vol. 120 No.4*, pp. 1371-1411 <https://doi.org/10.1162/003355305775097524>.
- Kilby, P., 1971. Hunting the Heffalump. In: P. Kilby, szerk. *Entrepreneurship and Economic Development*. New York: Free Pr, pp. 1-42.
- Kopfer-Rácz, K., Hofmeister-Tóth, Á. & Sas, D., 2013. A hazai kis- és közepes vállalatok szociokulturális beállítódása a Hofstede-dimenziók mentén. *Vezetéstudomány*, pp. 2-11 <https://doi.org/10.14267/VEZTUD.2013.10.01>.
- Kraemer-Eis, H., 2017. *SME securitization on Europe – a short summary*, Luxembourg: European Investment Fund.
- Kraemer-Eis, H. és mtsai., 2021. *The European Small Business Finance Outlook 2021*, Luxembourg: EIF.
- Kraemer-Eis, H., Gvetadze, S., Lang, F. & Torfs, W., 2016. *The European Small Business Finance Outlook 2016*, Luxembourg: EIF.
- Kraemer-Eis, H., Lang, F. & Gvetadze, S., 2014. *European Small Business Finance Outlook*, Luxembourg: EIF Research and Market Analysis Working Paper 2012/24.
- Kraemer-Eis, H., Lang, F. & Torfs, W., 2015. *European Small Business Finance Outlook*, Luxembourg: EIF Research and Market Analysis Working paper 2015/32.
- Kraemer-Eis, H., Lang, F., Torfs, W. & Gvetadze, S., 2017. *European small Business Finance Outlook*, Luxembourg: EIF.
- Krugman, P., 2009. How Did Economists Get It SO Wrong?. *The New York Times Magazine*, 2 szeptember.
- KSH, 2023. *STADAT*. [Online]  
URL: <https://www.ksh.hu/stadat>
- Kumar, K. B., Rajan, R. G. & Zingales, L., 1999. WHAT DETERMINES FIRM SIZE?. *NBER WORKING PAPER SERIES*, július <https://doi.org/10.3386/w7208>.
- Kuniyoshi, S. & Tsuruta, D., 2014. Adverse selection and moral hazard in the Japanese public credit guarantee schemes for SMEs. *CEPR's Policy Portal*.
- Kuratko, D. F. & Hodgetts, R. M., 1998. *Entrepreneurship : a contemporary approach*. Fort Worth: Dryden Press.
- Landstrom, H., 2004. Pioneers in Entrepreneurship Research. In: *Crossroads of Entrepreneurship*. Dordrecht: Kluwer Academic Publisher, pp. 13-31 [https://doi.org/10.1007/0-306-48742-X\\_2](https://doi.org/10.1007/0-306-48742-X_2).
- Landstrom, H. & Lohrke, F. T., 2010. *Historical Foundations of Entrepreneurship Research*. Cheltenham: Edward Elgar <https://doi.org/10.4337/9781849806947>.

- Lang, F., Signore, S. & Gvetadze, S., 2016. *The role of cooperative banks and smaller institutions for the financing of SMEs and small midcaps in Europe*, Luxembourg: EIF.
- Lean, J. & Tucker, J., 2001. Information Asymmetry, Small Firm Finance and the Role of Government. *Journal of Finance and Management in Public Services*, 1. kötet, pp. 43-60.
- Lengyel, G., 2008. A vállalkozói hajlandóság hatása a vállalkozásra és a jólétre. A Magyar Háztartás Panel néhány tanulsága (1992-2007). *Társadalmi Riport 2008*, július, pp. 429-450.
- Lengyel, G., 2011. *Entrepreneurial Inclinations and Entrepreneurship in Hungary and in Europe*. Budapest, Társadalomtudományi Kar, Budapesti Corvinus Egyetem.
- Lev, B., 2022. *How to Overcome the Irrelevance of Accounting Data to Investors* [Interjú] (27 Áprili 2022).
- Lev, B. & Gu, F., 2016. *The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons  
<https://doi.org/10.1002/9781119270041>.
- Levitsky, J., 1997. Credit guarantee schemes for SMEs – an international review. *Small Enterprise Development*, pp. 4-17 <https://doi.org/10.3362/0957-1329.1997.013>.
- Lukács, J. & Zéman, Z., 2018. A controlling információ igénye versus az éves beszámoló információ tartalma. *Controller Info*.
- mac an Bhaird, C. & Lucey, B. M., 2010. Determinants of Capital Structure in Irish SMEs. *Small Business Economics* <https://doi.org/10.1007/s11187-008-9162-6>.
- Magyar Értelmező Kéziszótár, 2022. [mek.oszk.hu](http://mek.oszk.hu). [Online].
- Magyarország Kormánya, 2013.. *Kis- és középvállalkozások stratégiája 2014-2020*. [Online]  
 URL: [https://2010-2014.kormany.hu/download/1/c2/e0000/KKV\\_strat\\_t%C3%A1rsadalmi\\_egyeztet%C3%A9sre.pdf](https://2010-2014.kormany.hu/download/1/c2/e0000/KKV_strat_t%C3%A1rsadalmi_egyeztet%C3%A9sre.pdf)
- Marx, K., 1957. *A Tőke*. Budapest: Kossuth Kiadó.
- Maslow, A. H., 2019. *A Theory of Human Motivation*. New Delhi: General Press.
- McClelland, D. C., 2016. *The Achieving Society*. perlego.com: Pickle Partners Publishing.
- McGrattan, E. R., 2020. Intangible capital and measured productivity. *Review of Economic Dynamics*, pp. S147-S166 <https://doi.org/10.1016/j.red.2020.06.007>.
- Meila, M., Henig, C., Murtagh, F. & Rocci, R., 2015. *Handbook of Cluster Analysis*. Boca Raton: CRC Press <https://doi.org/10.1201/b19706>.
- Menyhért, K., 2020. *Luca Pacioli élete és munkássága*. [Online]  
 URL: [http://publikaciok.lib.uni-corvinus.hu/publikus/tdk/menyhert\\_k\\_2020.pdf](http://publikaciok.lib.uni-corvinus.hu/publikus/tdk/menyhert_k_2020.pdf)
- Mersch, Y., 2014. *Overcoming the current challenges faced by small firms*. [Online]  
 URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140407.en.html>
- Mikesy, Á., 2015. Hitel vagy tőke? A magyarországi mikro-, kis- és középvállalatok finanszírozási döntéseinek empirikus vizsgálata. *Economy and Finance 2015/3*.

- Mina, A., Lahr, H. & Hughes, A., 2013. The Demand and Supply of External Finance for Innovative Firms. *Industrial and Corporate Change*, pp. 869-901  
<https://doi.org/10.1093/icc/dtt020>.
- MNB, 2014. *Ábrakészlet a legfrissebb gazdasági és pénzügyi folyamatokról*, Budapest: MNB.
- MNB, 2016. *Ábrakészlet a legfrissebb gazdasági és pénzügyi folyamatokról*, Budapest: MNB.
- Modigliani, F. & Miller, M. H., 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review* 53, pp. 433-443.
- Modigliani, F. & Miller, M. M., 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, pp. 261-297..
- Moog, P. & Backes-Gellner, U., 2013. The disposition to become an entrepreneur and the jacks-of-all-trades in social and human capital. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, pp. 55-72 <https://doi.org/10.1016/j.socec.2013.08.008>.
- Moritz, A., Block, J. H. & Heinz, A., 2015. *Financing Patterns of European SMEs: An Empirical Taxonomy*, Luxembourg: EIF Research & Market Analysis Working Paper Nr. 30 <https://doi.org/10.2139/ssrn.2693564>.
- Murray, G. C. & Lott, J., 1993. Have UK venture capitalists a bias against investment in new technology-based firms?. *Research Policy*, pp. 283-299  
[https://doi.org/10.1016/0048-7333\(93\)00767-N](https://doi.org/10.1016/0048-7333(93)00767-N).
- Myers, S. C. & Majluf, N. S., 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13, pp. 187-221 [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).
- Narayanan, M. P., 1988. Debt versus Equity under Asymmetric Information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pp. 39-51 <https://doi.org/10.2307/2331023>.
- Novotny, Á., 2014. Siker és motiváció a magyar vállalkozó-kutatók körében. *Competitio*, pp. 75-87 <https://doi.org/10.21845/comp/2014/1/5>.
- OECD, 1998. *Fostering Entrepreneurship*, Paris: OECD.
- OECD, 2013. *Supporting Investment in Knowledge Capital, Growth and Innovation*, Paris: OECD.
- OECD, 2015. *G20/OECD HIGH-LEVEL PRINCIPLES ON SME FINANCING*, Antalya, Turkey: OECD.
- OECD, 2015. *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, Paris: OECD Publishing.
- OECD, 2022. [www.oecd-ilibrary.org](http://www.oecd-ilibrary.org). [Online]  
 URL: [https://www.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/entrepreneurship/indicator-group/english\\_15abedae-en](https://www.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/entrepreneurship/indicator-group/english_15abedae-en)  
 [Hozzáférés dátuma: 22 december 2022].
- OxfordLanguages, 2022. *OxfordLanguages*. [Online]  
 URL:  
[https://www.google.com/search?q=entrepreneurship+meaning&ei=3crGY8KmDoeMrwT6kbSQAg&ved=0ahUKEwiCidmngc\\_8AhUHxosKHfoIDSIQ4dUDCA8&uact=5&](https://www.google.com/search?q=entrepreneurship+meaning&ei=3crGY8KmDoeMrwT6kbSQAg&ved=0ahUKEwiCidmngc_8AhUHxosKHfoIDSIQ4dUDCA8&uact=5&)

[oq=entrepreneurship+meaning&gs\\_lcp=Cgxnd3Mtd2l6LXNlcnAQAzIKCAAQgAQQRhD5ATIFCAAQgAQyBQgAEIAEMgUIABCABDIFCAAQgAQyBQgAEIAEM](https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb05125.x)

Pagano, M. & Jappelli, T., 1993. Information Sharing in Credit Markets. *The Journal of Finance*, pp. 1693-1718 <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb05125.x>.

Palkó, E. & Sólyom, Z., 2005. A VÁLLALKOZÁSOK ELTERJEDÉSÉNEK SZOCIOKULTURÁLIS HÁTTERE. VÁLLALKOZÓI TÍPUSOK KÉT SZÉKELYFÖLDI FALUBAN. *Erdélyi Társadalom*, pp. 115-134.

Pelevin, V., 2013. *S.N.U.F.F.*. Budapest: Európa kiadó.

Pirnay, F., Surlemont, B. & Nlemvo, F., 2003. Toward a Typology of University Spin-Offs. *Small Business Economics*, pp. 355-369 <https://doi.org/10.1023/A:1026167105153>.

Pirsig, R. M., 2018. *A zen és a motorkerékpár-ápolás művészete*. Budapest: Európa Könyvkiadó Kft.

Powell, A., Mylenko, N., Miller, M. & Majnoni, G., 2004. Improving Credit Information, Bank Regulation, and Supervision: On the Role and Design of Public Credit Registries. *World Bank Policy Research Working Paper 3443*, November.

Pozzolo, A. F., 2004. The Role of Guarantees in Bank Lending. *Basel Meeting Papers* <https://doi.org/10.2139/ssrn.498982>.

Prabha, A. P. & Wihlborg, C., 2014 Jan. Implicit Guarantees, Business Models and Banks' Risk-Taking Through the Crisis: Global and European Perspectives. *Journal of Economics and Business, Forthcoming*, p. 44 <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2014.01.001>.

Radaev & Vadim, 1997. Practicing and Potential Entrepreneurs in Russia. *International Journal of Sociology*, pp. 15-50 <https://doi.org/10.1080/15579336.1997.11770164>.

Rauch, A. & Frese, M., 2000. Psychological approaches to entrepreneurial success: A general model and an overview of findings. In: C. Cooper & I. Robertson, szerk. *International Review of Industrial and Organizational Psychology*. Chichester: Wiley, pp. 101-142.

Rietveld, és mtsai., 2013. Living Forever: Entrepreneurial Overconfidence at Older Ages. *ERIM Report Series Reference No. ERS-2013-012-STR*, 23 július.

Romer, P. M., 1990. Endogenous Technological Change. *Journal of Political Economy*, pp. 71-102 <https://doi.org/10.1086/261725>.

Rózsás, T., 2007. Tartósan magas hozzáadott értékű gazdasági tevékenységek: a gazdaságpolitika alkímiája. *Polgári Szemle*, Issue 10..

Ryan, R. M., O'Toole, C. M. & McCann, F., 2014. Does bank market power affect SME financing constraints?. *Journal of Banking & Finance*, pp. 495-505 <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.024>.

SAFE, 2022. *Survey on the access to finance of enterprises (SAFE) Analytical Report*, Brussels: European Commission.

Sample, B., 2020. *America's currency is losing its exceptionalism*. [Online] URL: <https://www.bloomberg.com/news/newsletters/2020-06-13/u-s-dollar-s-exorbitant-privilege-is-about-to-end-kbd18zcy>



- Sarasvathy, S. D., 2008. What Makes Entrepreneurs Entrepreneurial?. *Darden Business Publishing*.
- Say, J.-B., 1971. *A TREATISE ON POLITICAL ECONOMY*. 6. szerk. New York: AUGUSTUS M. KELLEY PUBLISHERS.
- Schumpeter, J., 2021. *The Theory of Economic Development*. London: Routledge Classics <https://doi.org/10.4324/9781003146766>.
- Seidman, D., 2014. *From the Knowledge Economy to the Human Economy*. [Online] URL: <https://hbr.org/2014/11/from-the-knowledge-economy-to-the-human-economy>
- Stiglitz, J. E. & Weiss, A., 1981. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, pp. 393-410.
- Stoyanov, A., 1997. Private Business and Entrepreneurial Inclinations in Bulgaria - Overview of Communist and Post-Communist Arrangements. *International Journal of Sociology*, pp. 51-79 <https://doi.org/10.1080/15579336.1997.11770165>.
- Stukovszky, T., 2021. *Az innováció alakulása válság idején a 21. századi EU járműiparában*. Budapest: PhD.
- Szakács, F. és mtsai., 2003. A VÁLLALKOZÓI SZEMÉLYISÉG. *Elektronikus Periodika Archivum*, 9 november, pp. 15-70.
- Szakács, F. és mtsai., 2008. VÁLLALKOZÓI SIKER ÉS KOCKÁZAT IRÁNTI ATTITÚD. *XXI. SZÁZAD TUDOMÁNYOS KÖZLEMÉNYEK*, pp. 87-102.
- Szüle, B., 2019. Klaszterszám-meghatározási módszerek összehasonlítása. *Statisztikai Szemle*, pp. 421-438 <https://doi.org/10.20311/stat2019.5.hu0421>.
- The World Bank, 2022. [Online].
- The World Bank, 2022. *data.worldbank.org*. [Online] URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2021&locations=E-U-HU-1W-US&start=1961&view=chart>
- Thiel, P. & Masters, B., 2014. *Zero To One*. New York: Crown Business.
- Torfs, W., 2022. *The EIF SME Access to Finance Index - October 2022 Update*, Luxembourg: EIF.
- Tornielli, A. & Giacomo, G., 2015. *Ferenc Pápa - Ez a gazdaság öl*. Budapest: Jezsuita Kiadó.
- Tóth, I., 2021. *Fekete lyukak körüli Dyson-gömbök fedhetik fel a szupercivilizációkat*. [Online] URL: <https://www.ksh.hu/stadat>
- Trautmann, L., 2018. A tudásalapú gazdaság és a globalizáció. *KÖZ-GAZDASÁG*, pp. 293-302 <https://doi.org/10.14267/RETP2018.04.23>.
- Tsuruta, D. & Saito, K., 2014. Adverse selection and moral hazard in the Japanese public credit guarantee schemes for SMEs. *CEPR's Policy Portal*.
- UN, 2004. *Who Cares Wins*, New York: Swiss Federal Department of Foreign Affairs, United Nations.

vallalkozasvezeto.hu, 2022. *vallalkozasvezeto.hu*. [Online]  
URL: <https://vallalkozasvezeto.hu/vallalkozoi-szellem/>  
[Hozzáférés dátuma: 22 december 2022].

Vermoesen, V., Deloof, M. & Laveren, E., 2013. Long-term debt maturity and financing constraints of SMEs during the Global Financial Crisis. *Small Business Economic*, pp. 433-448 <https://doi.org/10.1007/s11187-012-9435-y>.

Vienna Initiative Working Group, 2014. *Credit Guarantee Schemes for SME lending in Central, Eastern and South-Eastern Europe*, Luxembourg: European Investment Bank.

Virág, B., 2018. *portfolio.hu*. [Online].

Weber, M., 2020. *A protestáns etika és a kapitalizmus szelleme*. Budapest: L'Harmattan.

White&Case, 2016. *European securitisation: Making a comeback?*. [Online].

Whitley, R., Jeffrey, H., Lengyel, G. & Czaban, L., 1996. Trust and Contractual Relations in an Emerging Capitalist Economy: The Changing Trading Relationships of Ten Large Hungarian Enterprises. *Organization Studies*, p. 397–420  
<https://doi.org/10.1177/017084069601700303>.

Williams, C., 2022. *What to read to understand the history of Western capitalism*. [Online]

URL: <https://www.economist.com/the-economist-reads/2022/07/04/what-to-read-to-understand-the-history-of-western-capitalism>

WSBI-ESBG, 2015. *Financial Systems in Europe and in the US: Structural Differences where banks remain the main source of finance for companies*, Brussels: WSBI-ESBG.

Zhao, H., Wu, W. & Chen, X., 2006. What factors affect small and medium-sized enterprise's ability to borrow from bank: Evidence from Chengdu City, capital of South-Western China's Sichuan province. *Econstor*.