

Antal-Pomázi, Krisztina

Working Paper

A kis- és középvállalkozások növekedését meghatározó tényezők: A különböző finanszírozási formák hatása a vállalati növekedésre

IEHAS Discussion Papers, No. MT-DP - 2011/9

Provided in Cooperation with:

Institute of Economics, Centre for Economic and Regional Studies, Hungarian Academy of Sciences

Suggested Citation: Antal-Pomázi, Krisztina (2011) : A kis- és középvállalkozások növekedését meghatározó tényezők: A különböző finanszírozási formák hatása a vállalati növekedésre, IEHAS Discussion Papers, No. MT-DP - 2011/9, ISBN 978-615-5024-40-5, Hungarian Academy of Sciences, Institute of Economics, Budapest

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/108214>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

MŰHELYTANULMÁNYOK

DISCUSSION PAPERS

MT-DP – 2011/9

A kis- és középvállalkozások növekedését meghatározó tényezők

A különböző finanszírozási formák hatása a vállalati növekedésre

ANTAL-POMÁZI KRISZTINA

Műhelytanulmányok
MT-DP – 2011/9

MTA Közgazdaságtudományi Intézet

Műhelytanulmányaink célja a kutatási eredmények gyors közlése és vitára bocsátása.
A sorozatban megjelent tanulmányok további publikációk anyagául szolgálhatnak.

A kis- és középvállalkozások növekedését meghatározó tényezők
A különböző finanszírozási formák hatása a vállalati növekedésre

Szerző:

Antal-Pomázi Krisztina
tudományos segédmunkatárs
MTA Közgazdaságtudományi Intézet
E-mail: antal-pomazi@econ.core.hu

2011. március

ISBN 978-615-5024-40-5
ISSN 1785-377X

Publisher:
Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences

A kis- és középvállalkozások növekedését meghatározó tényezők

A különböző finanszírozási formák hatása a vállalati növekedésre

ANTAL-POMÁZI KRISZTINA

Összefoglaló

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

Tárgyszavak: kis- és középvállalkozások, vállalati növekedés, tőkestruktúra

JEL kódok: L25, G32, H81

The determinants of SME growth

The impact of financial structure and financing constraints on firm growth

KRISZTINA ANTAL-POMÁZI

Abstract

The study provides a brief summary of the theoretical and empirical considerations related to the possible determinants of firm growth. With a special focus on small and medium-sized firms, we investigate the role of the availability of internal and external finance. After examining the key factors influencing the decision on a company's capital structure, we present some facts on the situation of SMEs in Europe and especially Hungary, in order to see what type of governmental programs seem to be reasonable on economic grounds in fostering the growth of small firms. We present recent empirical evidence on the relationship between firm growth and its determinants, and show how the evolution of the firm size distribution can be explained by taking into account the financial constraints faced by small firms.

Keywords: small and medium-sized enterprises, firm growth, capital structure

JEL: L25, G32, H81

BEVEZETÉS

2008-ban a működő magyarországi vállalkozások 95%-át a mikrovállalkozások adták, a mikro-, kis- és középvállalkozások¹ együtt pedig az összes vállalkozás több, mint 99%-át tették ki. A kkv-szektor tehát jelentős tényezője a hazai gazdaságnak annak ellenére, hogy termelékenysége és versenyképessége elmarad a nagyvállalatokétól. Részben ebből kifolyólag a gazdaságpolitikával kapcsolatban is újra és újra felmerül a kisvállalkozások támogatásának kérdése, helyzetük és növekedési lehetőségeik javítása.

Jelen tanulmány a kkv-k finanszírozási szerkezetének és lehetőségeinek a vállalati növekedésre gyakorolt hatásaival foglalkozik. A kkv-k jelentősége azonban önmagában még nem teszi közzgazdasági szempontból indokolttá a támogatásukat. Írásunk első részében ezért megvizsgáljuk, milyen más körülmények adhatják egy, a magyarországi kkv-stratégiában foglaltakhoz hasonló kisvállalkozói program létjogosultságát. Feltérképezzük, milyen szerepet játszanak a kkv-k növekedésében a külső és belső finanszírozási források, és ismertetjük a szakirodalom által feltárt nemzetközi tapasztalatokat. Sajnálatos módon magyarországi becslések erre vonatkozóan eddig nem készültek. Amint Szerb (2008: 10.) is megjegyzi, „a hazai szakirodalomból máig hiányzik a precíz modellezés és az ökonometriai módszerek alkalmazása”. Véleményünk szerint ennek egyik oka az adathiány. A növekedés modellezése terén így továbbra is az életciklus modellek dominálnak. Mivel azonban a kkv-szektor jellemzői nagyfokú hasonlóságot mutatnak a fejlett, különösen az európai országok körében, azok méretétől függetlenül, a más országok adatai alapján levont következtetések Magyarország szempontjából is érvényesek lehetnek.

A tanulmány felépítése a következőképpen alakul: a 2. fejezetben szólnunk a vállalkozások tőkestruktúráját meghatározó tényezőkről és azokról a körülményekről, melyek indokoltá tehetik az állami beavatkozást a kkv-k lehetőségeinek javítására. A 3. fejezetben röviden ismertetjük a hazai kkv-k helyzetét, demográfiai adatait és túlélési esélyeit, valamint a kormány kkv-stratégiáját. A 4. fejezetben a vállalkozások növekedését meghatározó tényezőkkel kapcsolatos néhány elméletet és empirikus eredményt mutatunk be, az 5. fejezetben pedig a külső és belső finanszírozási források szerepére, empirikusan is igazolt hatásaira koncentrálnunk.

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

A KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK FINANSZÍROZÁSA ÉS TÁMOGATÁSUK OKAI

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

Az egyik irány, amely felől a Modigliani-Miller-féle elmélet jogosan kritizálható, éppen a „torta” méretének exogenitására vonatkozó feltevés. A vállalaton kívüli érintettek (például a hitelezők) ugyanis nem tudnak tökéletes szerződést kötni a menedzseri döntésekre vonatkozóan. A menedzsment tagjai a tulajdonosoktól vagy a külső érintettektől eltérő ösztönzőkkel és célokkal rendelkezhetnek (például nem a profit maximalizálásában, hanem luxusiroda kialakításában vagy az ismerőseik beszállítóként való alkalmazásában érdekeltek), ezért az általuk hozott számos döntés befolyásolja a vállalat jövedelmeinek nagyságát – ilyen helyzetben pedig a szétosztás módja sem semleges. Ez a részben morális kockázati probléma régóta ismert. Azonban, még ha sikerül is olyan ösztönzőket teremteni, amelyek a menedzsmentet a vállalat értékének maximalizálására sarkallják, akkor is maradnak olyan tényezők, melyek miatt a finanszírozás eltérő formái nem tökéletes helyettesítői egymásnak. Ilyenek lehetnek a többi között az adózási megfontolások vagy a csődeljárásra és a vállalkozások megszüntetésére vonatkozó szabályozás (Tirole, 2006: 79.). Az adórendszer különböző elemeinek kölcsönhatása révén az egyes finanszírozási formák után eltérő mértékben kell adót fizetni, ami befolyásolja a közöttük való választást (például ha a kamatköltségek levonhatók a társasági adó alapjából, akkor a hitelezési forrást igénybe vevők adóelőnyt élveznek a tulajdonosi tőkét használókkal szemben). Amennyiben az adóelőny jelentős, érdemes lehet a teljes működést hitelből finanszírozni. Az egyik lehetséges magyarázat arra, hogy miért nem ez történik az, hogy a magas hitelállománnyal rendelkező vállalkozás könnyebben válik fizetéseképtelenné, vagyis a hitelek növelik a csődbejutás valószínűségét. Mivel a csőd maga is költséges, csak addig érdemes növelni a hitelállományt, amíg a kockázat nem túlságosan nagy. A hitelezők szempontjából pedig az sem közömbös, hogy egy csődeljárás vagy felszámolási eljárás során mely követelések jogosultjait milyen jogok illetik meg. Ha egy országban az állam vagy a munkavállalók előnyt élveznek a többi hitelezővel szemben, ez egy felszámolás során lényegében felülírja a más felekkel korábban létesített szerződéses viszonyokat, vagyis a szerződések kikényszeríthetősége megváltozik

(például a hitel biztosítékául szolgáló eszközre a hitelező már nem lesz teljes mértékben jogosult, Tirole, 2006: 80.). Az előbbiekhöz hasonló tényezők tehát mind befolyásolják, hogy egy vállalat hogyan választja meg a finanszírozási szerkezetét.

Annak ellenére, hogy a tőkestruktúra kialakításának meghatározó tényezői országoként különbözőek lehetnek, az általános tapasztalat szerint a világon mindenhol a belső források (a vállalati működés során keletkező jövedelmek) dominánsak a finanszírozásban. A külső források közül is egyértelműen túlsúlyban vannak a banki kölcsönök más, adósság vagy tőke jellegű finanszírozási formákkal szemben (Tirole, 2006: 96.). A jelenség Myers és Majluf (1984) alapján a különböző formák eltérő jelzésértékével magyarázható. A tulajdonosi tőke utal a legmagasabb értékre: minél magasabb, annál inkább bízik a tulajdonos-vállalkozó a cég kilátásaiban. Az adósság azt jelzi, hogy a vállalkozó a megtermelt értékkel saját maga kíván rendelkezni ahelyett, hogy megosztaná azt a befektetőkkel, míg külső tőke bevonására akkor kerül sor, amikor a saját tőke tulajdonosai inkább diverzifikálnák portfóliójukat.

Egy másik megközelítésben az információs problémák jelenléte a folyamatok mozgatórugója (pecking order hypothesis, lásd Myers, 1984). A vállalat és finanszírozói eltérő információkkal rendelkezhetnek a megtérülésről, és minél nagyobb ez az informáltságbeli különbség, annál költségesebb lesz a tranzakció. A kölcsönösen előnyös szerződéskötést adott esetben a felek (például a vállalkozó és a kockázattőke-befektető) kockázathoz való eltérő viszonya is megghiúsíthatja. A vállalkozás ezért (valamint a menedzsment és a tulajdonosok eltérő érdekei miatt is) a belső forrásokat preferálja a külsőkkel szemben. Ha ezek nem elégségesek a működéshez, akkor is először a kisebb információigényű, egyúttal kisebb költséggel járó megoldásokat keresik, mint amilyenek a hitelezési források (a menedzsment szempontjából költségnek tekinthető a többi között a csökkenő autonómia is a vállalat irányításában), és csak végső esetben vonnak be új tulajdonosi tőkét, azaz létezik egy rangsor a finanszírozási formák között (Tirole, 2006: 238.). A tőkestruktúrára vonatkozó döntéseket ebben a modellben alapvetően az befolyásolja, hogy milyen projektet kívánnak finanszírozni, valamint hogy hogyan alakul a visszaforgatott profit mennyisége és az osztalékpolitika. Az előbbi rangsor létezése a kisvállalkozások körében empirikusan is igazoltnak látszik (Béza et al., 2007: 54-56.).

Reid (2003) a tőkestruktúra időbeli alakulását elméleti és empirikus szempontból is vizsgálta. Abból indult ki, hogy a kisvállalkozások eltérő kockázati osztályokba sorolhatók, ami korlátozza a tőkeáttételük lehetséges mértékét, és meghatározza, mekkora kamatfelárat kell fizetniük adósságaik után. A tőkestruktúra a hitel és a tőke relatív árától függően alakul. Ha a hitel olcsóbban hozzáférhető, akkor a termelés és a hitelállomány mértéke egyenletesen nő, amíg el nem ér egy stacionárius szintet. A dinamikus modell érdekessége, hogy ha a tőke relatíve olcsóbb, akkor is először adósságfelhalmozás történik. A termelés szintje emelkedik, átmenetileg megtorpan, majd újra nőni kezd, amíg el nem éri stacionárius állapotát. Eközben

először hitelt vesznek fel, majd az átmeneti, „konszolidációs” szakaszban fokozatosan visszafizetik, és tőke típusú forrásokkal váltják fel az újabb növekedési szakaszban. Ez a modell az előzőekhez hasonlóan konzisztens a valós tapasztalatokkal. Reid (2003) skóciai kisvállalkozások paneladataival dolgozott, melyekből az is kiderült, hogy a vállalatok mindössze felének volt hitelállománya, a külső tőkebevonás pedig nagyon ritka volt (a cégek 6%-ánál fordult csak elő, igaz akkor jelentős, átlagosan 58%-os részesedéssel, amely azonban alig fizetett osztalékot). A vállalkozások egyharmada banki kölcsönt használt fel az induláshoz, és a harmadik évre már a túlélők 51%-ának volt banki kölcsöne, melyek kamatai azonban jóval magasabbak voltak az akkori irányadó kamatlábnál.

Egy tökéletes tőkepiacon, tökéletes informáltság mellett tehát minden vállalat ugyanúgy hozzáférne az összes lehetséges finanszírozási konstrukcióhoz, így a belső (a vállalat tevékenysége következtében rendelkezésre álló) és külső (a vállalaton kívülről származó) finanszírozási források egymás tökéletes helyettesítői lennének. A valóságban természetesen nem ez a helyzet, elsősorban az információs problémák miatt. A külső finanszírozás tekintetében a forrásokat keresők és azt nyújtani tudók között fennálló információs aszimmetria kontraszelekciót idéz elő²: a potenciális finanszírozó nem tudja költségmentesen megállapítani, melyik befektetés mennyire fog (vagy nem fog) megtérülni. Amennyiben átlagos feltételekkel próbálna finanszírozni minden vállalkozást, azzal kéne szembesülnie, hogy csak a rosszabb típusba tartozók kívánnak vele szerződést kötni. Emiatt rontania kellene a feltételeken (például kamatot emelni), ami végső soron a „jobb” (nagyobb jövedelemtermelő képességgel rendelkező) vállalkozások kiszorulásához vezetne a külső források piacáról. Ezt elkerülendő a finanszírozó félnek a lehető legjobban meg kell bizonyosodnia a másik fél típusától. A tranzakció tehát költséges lesz, ami több következménnyel is jár. Mindenképpen lesz egy optimális befektetési méret, aminél kisebb összegekkel nem éri meg foglalkozni. Emiatt elmaradnak olyan kölcsönösen előnyös tranzakciók, amik információs probléma hiányában megkötethetnének. Amennyiben a tranzakciós költség nem, vagy csak kismértékben függ az igényelt forrás nagyságától, akkor a finanszírozónak az lesz az érdeke, hogy minél kevesebb, de minél nagyobb összegű tranzakció révén fektessen be adott pénzüsszeget. Ez nyilvánvalóan nem kedvez a kisebb vállalkozások külső forrásokhoz való hozzáféréseinek.

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

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

Az Európai Bizottság kvv-stratégiájához és a kisvállalkozói intézkedéscsomaghoz (Small Business Act) kapcsolódóan az Unióban évente készítenek kvv-jelentéseket (SME Performance Review – Áttekintés a kis- és középvállalkozások teljesítményéről). A 2008. évi jelentés (Audretsch et al., 2009) alapján 2007-ben a vállalkozások száma több, mint 20 millió volt, melyeknek csupán 0,2%-a nagyvállalat, átlagosan 1003 alkalmazottal. A komplementer halmazban az átlagos vállalatméret 4 fő. Az összes vállalkozás 91,8%-a ugyanis mikrovállalkozás, átlagosan két alkalmazottal. A kisvállalkozásoknál (6,9%) 19 fő, a közepeseknél (1,1%) 100 fő az alkalmazottak átlagos létszáma.

A kvv-k összességében a munkahelyek 67%-át biztosítják, és a 2002-2007 közötti időszakban a 8,7 millió új munkahely 84%-a is itt jött létre. A kvv-k ennek ellenére csak a hozzáadott érték 58%-át hozták létre 2007-ben, vagyis termelékenységük alacsonyabb, mint a nagyvállalatoké. Létszám-kategóriák szerint a hozzáadott érték megoszlása nem változott 2002-höz képest.

A jelentés szerint 2007-ben a mikrovállalkozások mutatták a legnagyobb beruházási hajlandóságot, de ez a megállapítás csak a régi tagországokra igaz. A jelenség magyarázatául szolgálhat, hogy az új tagországokban a mikrovállalkozások jövedelmezősége nagyon alacsony volt 2007 előtt.

A magyarországi helyzet nem tér el lényegesen az uniós átlagtól. 2008-ban a nagyvállalkozások aránya 0,14% volt, átlagosan 864 alkalmazottal. A kvv-k átlagos mérete ezzel szemben 3 fő. A mikrovállalkozások az összes vállalat 95%-át adják, átlagosan 2 alkalmazottal. A kisvállalkozások 4,13%-ot (átlagosan 20 fő), a közepesek 0,74%-ot (átlagosan 99 fő) tesznek ki. A létszám-kategóriák szerinti megoszlás az európai átlaghoz hasonlóan alig mutatott változást 2004-2008 között (lásd az 1. táblázatot).

1. táblázat

A működő vállalkozások megoszlásának alakulása 2004-2008 között

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

Forrás: KSH

Ami a foglalkoztatást illeti, Magyarországon a kkv-k 2007-ben az összes munkahely 72,8%-át biztosították, ez az arány valamivel magasabb, mint az EU 27 országának átlaga. A mikrovállalkozások szerepe is valamivel nagyobb, mint az Unióban, ugyanis ez a kör foglalkoztatja az összes munkavállaló 37,1%-át. A foglalkoztatási arányok szintén időben állandónak tűnnek (lásd a 2. táblázatot).

2. táblázat

A foglalkoztatottak számának alakulása létszám-kategóriák szerint

		2004	2005	2006	2007
Foglalkoztatottak aránya az összes foglalkoztatotti létszámon belül (%)	1 fő	16,9	16,0	15,8	16,0
	2-9 fő	21,0	21,6	21,4	21,1
	10-49 fő	18,6	19,0	18,9	18,9
	50-249 fő	16,5	16,6	16,9	16,8
	KKV-k összesen	73,0	73,2	73,0	72,8
	250-	27,0	26,8	27,0	27,2

Forrás: KSH

Hozzáadott érték tekintetében a hazai kkv-k is elmaradnak a nagyvállalatoktól. A mikrovállalkozások 18,8%-ot, a kisvállalkozások 17%-ot, a közepesek 19,6%-ot képviselnek, vagyis az összes hozzáadott érték 55,4%-át hozták létre 2007-ben a nagyvállalatok 44,6%-ával szemben. Létszám kategóriák szerint a hozzáadott érték megoszlása 2004 óta kis mértékű javulást mutat a kkv-k javára (lásd a 3. táblázatot).

3. táblázat

A hozzáadott érték megoszlása létszám-kategóriák szerint (2004-2007)

		2004	2005	2006	2007
Hozzájárulás az összes vállalkozás bruttó hozzáadott értékéhez (%)	1 fő	6,0	6,5	6,0	6,1
	2-9 fő	10,9	11,9	12,4	12,7
	10-49 fő	16,4	16,3	16,6	17,0
	50-249 fő	18,7	18,7	20,0	19,6
	KKV-k összesen	52,0	53,4	55,0	55,4
	250-	48,0	46,6	45,0	44,6

Forrás: KSH

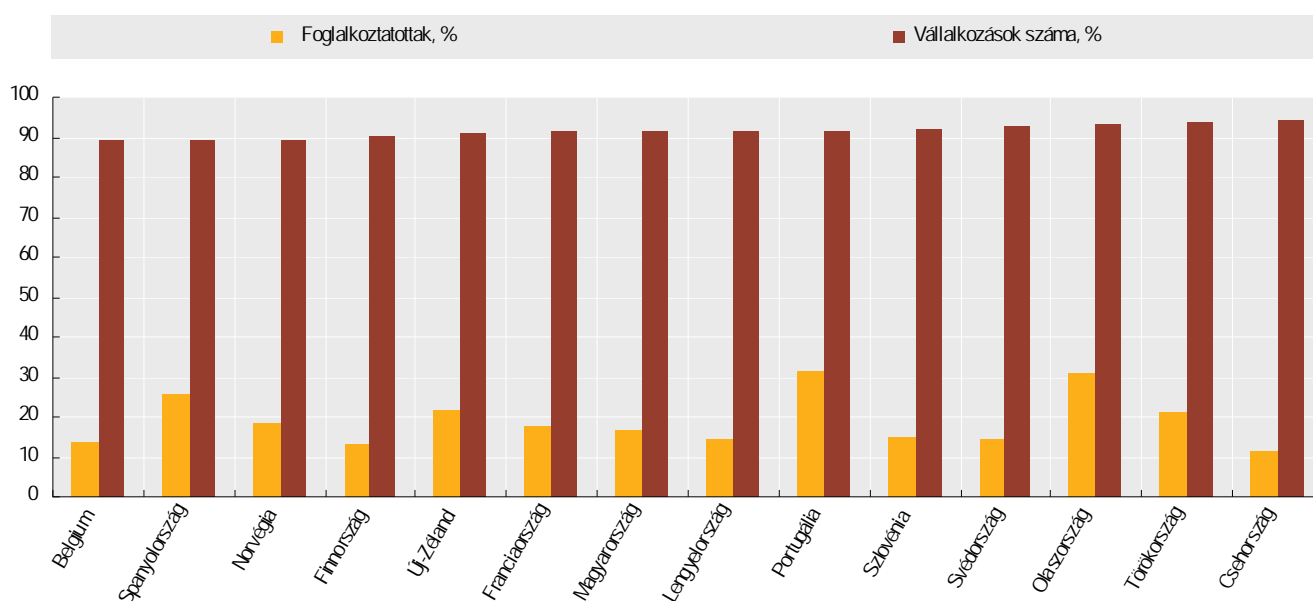
Összességében azt mondhatjuk tehát, hogy a vállalkozások számát tekintve Magyarországon szinte kizárólag kkv-k működnek, és ezek is szinte csak mikrovállalkozások. Ennél azonban fontosabb, hogy jelentős szerepet töltenek be a foglalkoztatásban, az összes munkahely majdnem háromnegyedét adva. Utóbbi ténnyel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

alacsonyabb termelékenyséű munkahelyeket jelentik, hiszen a foglalkoztatottak 72,8%-a az összes hozzáadott értéknek csak 55,4%-át állítja elő.

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

1. ábra

Kevesebb, mint 20 főt foglalkoztató vállalkozások az összes vállalkozás és az összes foglalkoztatott arányában (feldolgozóipar, 2007*)



* Törökország és Norvégia esetében 2006-os adatok.
 Forrás: OECD Factbook 2010

A kkv-k foglalkoztatásban betöltött szerepe és a magas be- és kilépési arányaik (erről részletesebben lásd a következő fejezetet) arra készíthetik a politikusokat, hogy meg akarják menteni a kkv-kat a megszűnéstől. Valóban, ha átmenetileg kiségitünk egy vállalatot, azzal rövid távon megmentünk néhány munkahelyet, hosszú távon viszont megakadályozzuk, hogy egy hatékonyabb és életképebb vállalkozás lépjen a helyére, az erőforrások nem hatékony elosztása pedig az egész társadalom számára költséges. A magas be- és kilépési arányok a természetes piaci kiválasztódási folyamat részei lehetnek, és mivel a „kísérletezés” költsége

egy kisebb vállalat létrehozásakor alacsonyabb, logikus, hogy ezek nagyobb arányban lépjenek be és ki a piacokról (Cabral, 2007: 84.).

Közgazdasági értelemben akkor tekinthetjük indokoltnak az állami beavatkozást, ha valamilyen piaci tökéletlenség kijavítására irányul (a versengés pedig nyilván nem az). A tőkepiacokkal kapcsolatos érvelés során beláttuk, hogy az aszimmetrikus informáltság jelenléte kiszoríthatja a kisebb vállalkozásokat a külső finanszírozási források piacáról. Ezért az ilyen típusú piaci tökéletlenségek felszámolása érdekében indokolt lehet beavatkozni. A Jeremie program ilyen szempontból jó kezdeményezésnek tekinthető, mivel a finanszírozási források piacát próbálja célzottan élénkíteni a kisebb vállalkozások javára.

Arra vonatkozóan, hogy a közvetlen támogatás növelné egy vállalat teljesítményét, egyébként sem áll rendelkezésre elégséges bizonyíték. Reid (2003: 276.) vizsgálatában például, melyet skóciai kisvállalkozások tulajdonos-menedzsereinek ötéves paneladatain végzett, az induláskor a vállalkozások 78%-a kapott valamilyen támogatást. A következő években a támogatottak aránya jelentősen csökkent (15-20%-ra), az átlagos támogatási összeg pedig nőtt (75, illetve 60%-kal a második és harmadik évben). Ennek ellenére a megkérdezett vállalkozók 43%-a a támogatást négyfokozatú skálán (nem fontos – hasznos – fontos – elengedhetetlen) értékelve azt mindössze „hasznosnak” találta. Azaz úgy tűnik, a vállalkozók maguk sem a közvetlen támogatást tartják a legszükségesebb beavatkozási formának.

Ami a magyar kockázati és magántőke piacot illeti, a befektetések éves összértéke alapján a hazai piac regionális viszonylatban nem nevezhető elmaradottnak. Magyarországon 2007-ben a GDP 0,478%-ának megfelelő befektetés történt, ami Németország (0,437%), Norvégia (0,543%) Svájc (0,421%) és Spanyolország (0,403%) értékeihez áll legközelebb, és jóval magasabb, mint Csehországban vagy Lengyelországban (Karsai, 2009a: 106.). Andrásfi és szerzőtársai (2009: 59.) szerint ugyanakkor a magyar kockázati-tőke-piac legnagyobb problémája a magvető tőke hiánya és az üzleti anyagok alacsony száma, ami miatt az innovatív kis cégek nehezen találnak befektetőt. Az adatok azt mutatják, hogy az elmúlt években a befektetéseknek csak kis hányada történt korai (magvető és induló) életszakaszban lévő kkv-kba. Az 1989-2007 közötti kockázati- és magántőke-befektetések összesen 360 céget érintettek, melyeknek nagyjából egyharmada volt induló vagy korai fázisban, ám a befektetések értékét tekintve az induló vagy korai fázisú vállalatok részesedése mindössze 4,65% volt. 2002-2006 között ez az arány 2%-ra csökkent szemben az Európai Unió 8,1%-ával (Karsai, 2009a: 109.), 2008-ban 0,4% (2 millió euró) volt (Karsai, 2009b: 3.), 2009-ben pedig 0,7% (1,6 millió euró, Karsai, 2010: 9.).

A KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK HELYZETE MAGYARORSZÁGON ÉS A MAGYARORSZÁGI KKV-STRATÉGIA

A magyar vállalkozások növekedési ütemeiről kevés adat áll rendelkezésre. Konings (1997), valamint Bilsen és Konings (1998) másik két rendszerváltó ország, Románia és Bulgária mellett Magyarországon is vizsgálta a foglalkoztatottak számával mért, vállalati szintű növekedési ütem³ alakulását a magán- és az állami tulajdonban lévő vállalkozások összehasonlítása céljából. Konings (1997: 414.) számításai alapján 1990-1996 között a mintában szereplő magyar magánvállalkozások évi átlagos növekedési üteme 6,2% volt. A növekedési ütemet több tényezővel (a vállalat mérete, kora, mennyi versenytársa van, nőtt-e a verseny az utóbbi négy évben a piacon, magán- vagy állami tulajdonban van-e) magyarázva azt az eredményt kapta, hogy a magánvállalkozások növekedési üteme szignifikánsan magasabb, mint az államiaké, ám a különbség annál kisebb, minél idősebb a vállalkozás. Bilsen és Konings (1998) modelljében ezzel szemben a tulajdonos (magán vagy állami) nem volt kimutatható hatással a növekedésre. Számításaik alapján 1994-ben a magyar magánvállalkozások átlagos növekedési üteme 3,9% volt. Azt, hogy a román és bolgár vállalatokkal ellentétben a magyar esetben a tulajdon nem volt szignifikáns hatással a növekedésre, a szerzők azzal magyarázzák, hogy a rendszerváltás folyamatának előre haladása miatt erősödő verseny nyomást gyakorolt a vállalatokra, ami eltüntette ezeket az eredetileg fennálló különbségeket. Mivel az adatfelvételek más gazdasági helyzetet (rendszerváltás utáni időszak) tükröznek, azokat legfeljebb tájékoztató jellegűnek tekinthetjük. A fejezet további részében ezért áttekintjük a kkv-k be- és kilépési arányairól és túlélési esélyeiről rendelkezésre álló legfrissebb adatokat, a vonatkozó nemzetközi tapasztalatokat, valamint a 2007-ben elfogadott kkv-stratégiát, melynek többek között a kkv-k növekedési lehetőségeinek javítása is célja.

A KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK DEMOGRÁFIÁJA

A demográfiai adatok a vállalkozások helyzetét a piacra belépők és onnan kilépők, valamint a tartósan fennmaradni tudók arányain keresztül próbálják megragadni. Az Eurostat egységes módszertan szerint gyűjt adatokat az Európai Unió tagállamainak működő, új és megszűnt vállalkozásairól, valamint az új vállalkozások túléléséről. A KSH által gyűjtött adatok a társas vállalkozásokat és a vállalkozói igazolvánnyal rendelkező egyéni vállalkozásokat tartalmazzák. A működő és az új vállalkozások tekintetében a 2008. évek a legfrissebb adatok, míg a megszűnt vállalkozások esetében a 2007. évek.

³ A legtöbb tanulmány a foglalkoztatottak számának változásával méri a növekedést, de meg kell jegyezni, hogy – mivel a munkavállalók száma diszkrét mennyiség, a létszám változtatása pedig költséges – az így számított növekedési ütemek jóval alacsonyabbak, mint amit akkor kapnánk, ha az eszközállomány vagy az árbevétel változásával mérnénk a növekedést.

A működő vállalkozások (melyeknek az adott évben volt árbevétele vagy foglalkoztatottja) száma 2006-2007-ben még csökkenést mutatott, 2008-ban azonban a válság ellenére is 1,94%-kal nőtt (a létszám-kategóriák szerinti megoszlást a 4. táblázat tartalmazza). Az egyéni vállalkozások száma 1%-kal csökkent, míg a társas vállalkozások száma 4,7%-os emelkedést mutatott (Statistikai Tükör, 2010/61.). A vállalatszám emelkedésének valószínű magyarázata, hogy a korlátolt felelősségű társaságok és a részvénytársaságok alapításához szükséges alaptőke 2007. szeptember 1-jétől 3 milliőről 500 ezer forintra, illetve 20 milliőről 5 millió forintra csökkent. Feltehetően ennek köszönhető, hogy a korlátolt felelősségű társaságok száma 2008-ban 12,2%-kal emelkedett, a részvénytársaságoké pedig 5,4%-kal.

4. táblázat

A működő vállalkozások számának alakulása 2004-2008 között

		2004	2005	2006	2007	2008
Működő vállalkozások száma (db)	1-4 fő	633 914	631 831	621 682	613 649	626 793
	5-9 fő	39 613	40 514	41 143	39 954	39 560
	10-19 fő	18 170	18 648	19 036	18 461	18 853
	20-49 fő	10 636	10 859	10 352	9 982	10 073
	50-249 fő	5 028	4 980	5 010	5 088	5 157
	250-	946	924	923	924	954
	összesen	708 307	707 756	698 146	688 058	701 390

Forrás: KSH

A valódi új vállalkozások (melyek a megelőző két évben nem számítottak működőnek és nincs jogelődjük) 96-97%-a 1-4 főt foglalkoztató mikrovállalkozás, a 10–49 főt foglalkoztatók aránya az újak között pedig mindössze 1%. A vállalkozások teljes számához képest az új kis- és középvállalkozások aránya évente 8,5-10%. A 2008-as adat a korábbi évek csökkenő tendenciájához képest (lásd az 5. táblázatot) ismét magasabb, 10,17%-os, ám a növekedés kapcsán nem szabad figyelmen kívül hagyni a kötelező alaptőke csökkenésének hatását. Nem tudható ugyanis, hogy ezen új vállalkozások a korábbi évekhez hasonló túlélési arányokat mutatnak-e majd.

5. táblázat

Az új vállalkozások aránya az adott évben működő vállalkozásokon belül

		2004	2005	2006	2007	2008
Valódi új vállalkozások	1-4 fő	9,64%	8,65%	8,24%	8,58%	9,87%
	5-9 fő	0,23%	0,19%	0,19%	0,19%	0,20%
	10-19 fő	0,10%	0,08%	0,08%	0,06%	0,07%
	20-49 fő	0,06%	0,05%	0,04%	0,02%	0,02%
	50-249 fő	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
	KKV-k összesen	10,05%	8,99%	8,56%	8,86%	10,17%

Forrás: KSH

A valódi megszűnő vállalkozások (melyek a tárgyévet követő két évben nem számítottak működőnek és nincs jogutódjuk sem⁴) aránya a működő vállalkozásokhoz képest 2004 és 2007 között 8,5-10,6% között mozgott. A 2007-ben megszűnt 72.876 vállalkozás közül mindössze 49 volt középvállalkozás és 2 nagyvállalat (az arányokról lásd a 6. táblázatot). 2008-ban és 2009-ben a vállalatmegszüntetési arány további növekedése várható, ha figyelembe vesszük, hogy 2009-ben a KSH adatai szerint (Statisztikai Tükör, 2010/43.) majdnem 11 ezer vállalkozás került felszámolási eljárás alá, ami 17,7%-os növekedés a 2008-as évhez képest. Ezen belül a jogi személyiségű társas vállalkozások esetében a bővülés 32,5%-os volt. A legnagyobb arányú növekedés a részvénytársaságoknál tapasztalható, az eljárások száma 59-ről 97-re (64%) nőtt 2009-ben, és a korlátolt felelősségű társaságok esetében is az átlagnál magasabb, 32,9%-os növekedés következett be. 2009-ben ráadásul a végelszámolások száma is 33,9%-os növekedést mutatott. A legnagyobb mértékű növekedés a korlátolt felelősségű társaságok esetében következett be, de a nonprofit szervezetek végelszámolásainak száma is kiugróan magas. Az összes végelszámolási eljárás 97,1%-át a mikro-vállalkozások körében indították. Az új csődtörvény 2009. szeptemberi bevezetése óta pedig a csődeljárások száma is ugrásszerűen megnőtt (az eljárások kétharmada szeptember után indult), bár még mindig nagyon alacsony, száz alatti értéket mutat.

6. táblázat

A megszűnt vállalkozások aránya az adott évben működő vállalkozásokon belül

		2004	2005	2006	2007
Valódi megszűnt vállalkozások	1-4 fő	8,08%	9,93%	9,13%	10,22%
	5-9 fő	0,20%	0,24%	0,25%	0,27%
	10-19 fő	0,11%	0,13%	0,11%	0,07%
	20-49 fő	0,07%	0,10%	0,05%	0,02%
	50-249 fő	0,02%	0,02%	0,01%	0,01%
	KKV-k összesen	8,48%	10,41%	9,55%	10,59%

Forrás: KSH

Azt tapasztaljuk tehát, hogy a be- és kilépő vállalkozások aránya egy-egy százalékpontos különbségtől eltekintve majdnem egyenlő, a vállalatok mozgásában mutatkozó évi 18-19,5%-os változás pedig szinte teljes mértékben a kisvállalkozásoknak köszönhető (ahogyan azt a 7. táblázat számai is mutatják). Amint azt Cabral (2007: 67.) is kifejti, ezek a jelenségek az országok széles körében hasonlóan alakulnak, mint hazánkban. Mivel a piacokon egyszerre történik be- és kilépés, a nettó belépés (a be- és kilépés különbsége) az összes belépésnek csak töredéke. A be- és kilépők aránya ráadásul erősen korrelál ez egyes iparágakban: azokon a piacokon, ahol nagy a belépők aránya, általában a kilépők száma is magas.

⁴ A két éves csúszás miatt a legfrissebb adatok 2007-re vonatkoznak.

Az induláskori méret felfogható a vállalkozó várakozásaival kapcsolatos jelzéseként is, és mivel a nagyobb vállalatoknál hosszabb idő szükséges, hogy a kezdeti nehézségek felülírják az ex ante nagyobb profitvárakozásokat, esetükben a negatív jelzések csak később realizálódnak a piacról való kilépésként. Azaz nemcsak a belépők között lesz magas a kisebb vállalkozások aránya (amit betudhatunk az alacsonyabb költségeknek vagy a finanszírozási korlátoknak), hanem a kilépők között is (Mata – Portugal, 1994: 232.).

7. táblázat

A vállalkozások számának teljes változása (az új és megszűnt vállalkozások arányainak összege)

	2004	2005	2006	2007
Vállalkozások mozgása (új+megszűnt)	18,537%	19,401%	18,119%	19,452%
Kisvállalkozások mozgása (új+megszűnt)	18,503%	19,369%	18,098%	19,436%

Forrás: KSH

Nemzetközi összehasonlításban⁵ a vállalkozások számában mutatkozó változás a középmezőnybe helyezi Magyarországot. A 23 vizsgált ország közül 10 rendelkezett 20% feletti értékekkel 2006-ban, ám az átlagosan 20% körüli vállalatmozgás szórása viszonylag nagy (7,67%), tehát vannak jelentős különbségek az egyes országok között (Litvániában például 44,8%-os értéket találunk 2006-ban, míg Ausztriában ugyanez mindössze 13,8%). Ha azonban a vállalkozások számának változását súlyoznánk a foglalkoztatottak számával, akkor nagyjából feleakkora vállalatmozgást kapnánk minden országban (Cabral, 2007: 68.), ami arra utal, hogy a be- és kilépők jóval kisebbek a bent maradó vállalkozásoknál. Mi több, Cable és Schwalbach (1991) adatai alapján nyolc vizsgált ország közül hat esetében a belépők mérete kevesebb, mint negyede a már piacon lévőkének.

Ami az új és a megszűnt vállalkozások arányát illeti, Magyarországon az új vállalkozások aránya viszonylag alacsony a többi európai országhoz képest (lásd az 8. táblázatot). Ezzel szemben a megszűnő vállalkozások rangsorában szinte vezető pozícióban vagyunk (lásd az 9. táblázatot). Pontosabban, ugyanannyi országban volt alacsonyabb az új vállalkozások aránya 2006-ban az ipar és szolgáltatások területén, mint ahány országban magasabb volt a megszűnő vállalkozások aránya. Azt látjuk tehát, hogy Magyarországon más európai országokhoz képest kevesebb új vállalkozás indult, de több szűnt meg 2006-ig. A csökkenő tendenciát valószínűleg a 2008-as adatok fogják megszakítani, amikor a vállalatalapítás könnyebbé vált az alacsonyabb kötelező alaptőkének köszönhetően. Természetesen az új vállalatok számának növekedése semmit nem mond azok életképességéről, így előfordulhat, hogy a következő egy-két évben a vállalatalapítási hullámot megszüntetések követik majd, és a megszűnő vállalkozások tekintetében Magyarország vezető helyre kerülhet Európában.

⁵ 23 európai ország, az Eurostat adatai alapján.

8. táblázat

Az új vállalkozások aránya az adott évben működő vállalkozásokon belül
(ipar és szolgáltatások, %)

	2004	2005	2006	2007
Lithuania	19,83	27,21	25,99	24,73
Romania	18,96	18,29	14,56	15,62
Bulgaria	10,46	11,89	11,92	15,12
United Kingdom	14,30	13,68	12,87	14,28
Portugal	13,70	13,31	14,21	13,78
Slovakia	10,55	13,42	13,29	13,28
Netherlands	8,73	9,81	10,42	13,25
Estonia	16,31	10,98	15,75	13,22
Denmark	11,89	13,13	13,45	12,94
Latvia	10,59	11,45	9,89	11,08
Luxembourg	9,15	9,54	10,50	10,38
Norway	10,28	9,90	9,80	10,30
Slovenia	8,11	8,82	9,72	10,21
France	9,46	9,42	9,43	10,14
Finland	8,54	8,64	9,11	10,08
Spain	9,70	10,43	10,37	9,55
Czech Republic	10,00	8,71	9,26	9,48
Germany	10,01	9,83	9,59	9,46
Hungary	10,08	9,00	8,66	9,01
Italy	7,72	7,77	7,14	8,38
Austria	7,67	7,82	7,24	7,54
Sweden	6,49	7,02	6,71	7,37
Cyprus	5,92	7,14	3,61	3,32

Forrás: Eurostat

9. táblázat

A megszűnt vállalkozások aránya az adott évben működő vállalkozásokon belül
(ipar és szolgáltatások, %)

	2004	2005	2006
Lithuania	17,75	14,83	18,79
Portugal	10,76	12,83	15,26
Slovakia	9,28	10,06	14,34
Czech Republic	10,95	9,60	12,06
Hungary	8,87	10,76	11,83
Denmark	9,83	9,24	9,93
United Kingdom	11,36	10,71	9,89
Germany	:	8,32	9,47
Bulgaria	9,63	9,10	9,19
Romania	10,46	8,61	8,73
Luxembourg	8,34	7,90	7,98
Italy	6,50	6,77	7,69
Finland	6,93	6,93	7,54
France	6,97	6,80	:
Estonia	12,24	10,34	7,04
Netherlands	7,65	9,32	6,93
Norway	8,06	7,57	6,67
Austria	5,27	6,54	6,56
Spain	6,11	6,94	6,24
Slovenia	7,18	5,36	6,20
Sweden	5,33	5,61	5,76
Latvia	11,61	7,86	4,35
Cyprus	:	3,06	1,71

A piacra be- és kilépők száma mellett ezért fontos információt hordoznak a vállalatok túlélési arányai. A legfrissebb magyarországi adat a 2003-ban újnak minősülő vállalkozások életpályájára vonatkozik 2008-ig. Azoknak a vállalkozásoknak, melyek 2003-ban kezdték tevékenységüket, 43,7%-a számított működőnek 2008-ban. Ugyanez a mutató 2005-2007-ben (tehát a 2000-2002-ben indult vállalkozások esetében) 48–49% körül alakult, a 2008-as arány így visszaesésnek számít a korábbi évekhez képest. (Statisztikai Tükör, 2010/61.) Az ötéves túlélési ráta a korlátolt felelősségű társaságoknál a legmagasabb, 54,5%-os, a részvénytársaságoknál pedig a legalacsonyabb, 47,2%-os a társas vállalkozások között, de még ez is jóval magasabb az egyéni vállalkozások túlélési arányánál, amely csupán 36,5%-os. A túlélők aránya 2003-tól 2008-ig nagyjából egyenletes, évi 10 százalékpont körüli lemorzsolódást mutat.

A magyarországi túlélési arány európai összehasonlításban nem számít magasnak. Az Eurostat ötéves túlélési rátákat tesz közzé, melyek közül a legfrissebb a 2007-es (vagyis azt mutatja, hogy a 2002-ben indult, ipar és szolgáltatások területén tevékenykedő vállalkozások hány százaléka működött 2007-ben). A legtöbb országban az ötéves túlélési ráta nem

mutatott nagyobb ingadozást 2005-2007 között. A magyarországi érték 46% körül mozgott (lásd a 10. táblázatot), míg például Svédországban vagy Szlovéniában átlagosan 64%-os volt, és a vizsgált országok⁶ felénél átlagosan 50% feletti érték adódott. A 2007-es ráta tekintetében Magyarország 13-ból a 9. helyen áll. Vagyis annak ellenére, hogy a vállalatmozgás (keletkezések és megszűnések összege) más országokkal összehasonlítva átlagosnak mondható, a középtávú túlélési esélyek alacsonyabbak, mint máshol Európában.

Általában véve, a túlélési esélyek függenek a vállalkozás méretétől és korától: a nemzetközi empirikus tapasztalatok alapján minél nagyobb és régebbi egy vállalat, annál valószínűbb, hogy fenn tud maradni (Cabral, 2007: 68.). Mata és Portugal (1994) számításai szerint a piacról való kilépés valószínűsége Portugáliában a vállalkozás első évében 19%, ami a következő három évben 14, 12, majd 11%-ra csökken. A méretet is figyelembe véve az egy vagy két fővel induló vállalkozások 30%-a szűnik meg az első évben, míg a legalább 100 fővel alapított vállalatoknak csak kevesebb, mint 5%-a. Négy évvel az indulás után a minta legkisebb vállalatainak kevesebb, mint a fele működik, a legnagyobb vállalatoknak viszont a háromnegyede. Az 1%-kal nagyobb induláskori méret pedig 0,19%-kal csökkenti a megszűnés valószínűségét (Mata – Portugal, 1994: 238.). A kapcsolat azonban nem csak az induláskor áll fenn: a túlélési esélyek a méret arányában monoton nőnek. Evans (1987) az Egyesült Államokra végzett hasonló számításokat, melyek szerint a vállalkozás méretének és korának 1-1%-os növekedése ötéves időtávon 7, illetve 13%-kal növeli a túlélés esélyét.

10. táblázat

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

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

Forrás: Eurostat

⁶ Az Eurostat az összes európai uniós államról és az EFTA tagországokról gyűjt adatokat, de ezek nem minden ország esetében állnak rendelkezésre, és nem minden évben.

A vállalatok keletkezésének és megszűnésének dinamikáját és az országok közötti széles körű hasonlóságokat magyarázhatjuk egy, Jovanovic (1982) cikkében szereplőhöz hasonló modellel. Ebben a modellben a vállalatok hatékonysága eltérő (mások a költségviszonyaik), de a belépés előtt nincs pontos információjuk a saját hatékonyságukról. A vállalatoknak ezért a piacra belépve kell megtapasztalniuk relatív hatékonyságukat, amire a hozzájuk érkező piaci jelzésekből következtetnek, így az idő múlásával az információik egyre pontosabbak lesznek. Az a vállalat, amelyik negatív jelzéseket kap, csökkenti a termelését és kilép a piacról, ha a várakozásai nem javulnak. Azok pedig, amelyek pozitív jelzéseket kapnak (magas a relatív hatékonyságuk), a piacon maradnak és általában növelik a termelésüket. Így a ki- és belépések szimultán történnek a magáninformációktól függően. Mivel a hatékony vállalatok maradnak bent, a verseny miatt ezek többet értékesítenek, mint amelyek ki- és belépnek, azaz a belépők kezdeti mérete a tapasztalatoknak megfelelően kisebb, mint a már piacon lévők. A belépőknek egyúttal gyorsabban is kell növekedniük, mint a piacon lévőknek, ha fenn akarnak maradni (Bechetti és Trovato, 2002: 292., Jovanovic, 1982, Geroski, 1995), ami konzisztens azzal a később még tárgyalandó tapasztalattal, hogy a kisebb vállalkozások növekedési üteme magasabb. Utóbbi jelenség alternatív magyarázata, hogy mivel a kis méretű belépők nagyobb valószínűséggel fognak kilépni, nekik jobban megéri fokozatosan beruházni, ami miatt belépéskor magasabb növekedési ütemre számíthatnak, mint a nagyobb méretű belépők (Cabral, 2007: 79.).

A MAGYARORSZÁGI KKV-STRATÉGIA

A kormány 2007. december 10-én fogadta el „A kis- és középvállalkozások fejlesztésének stratégiája 2007-2013” című dokumentumot, mint a kis- és középvállalkozások gazdasági teljesítményének javítását szolgáló intézkedések tervét. A teljesítményjavulás stratégiai céljának elérését a kis- és középvállalkozások helyzetét döntően meghatározó négy tényezőcsoportnak megfelelően négy átfogó cél, a támogató szabályozási környezet kialakítása, a finanszírozási források bővítése, a vállalkozói tudás fejlesztése, és a vállalkozói infrastruktúra fejlesztése szolgálja. Emellett megfogalmaztak „horizontális” célokat is, melyek minden beavatkozási területen érvényesek, de közvetlenül nem tartoznak hozzájuk intézkedések. Ilyen célok a javuló termelékenység, a bővülő foglalkoztatás, az integrálódás a globális gazdaságba, és a hatékonyabb vállalatok közötti együttműködés.

A finanszírozás tehát megjelenik, mint a kkv-stratégia egyik hangsúlyos területe. A fő cél a mikro-, kis- és középvállalkozások finanszírozási forráshoz jutásának könnyítése. A finanszírozási források bővülése cél alá három célt rendeltek. Az első ezek közül a magasabb finanszírozási kockázatú termékek körének bővítése. Ha a pénzpiacokon bővül a kkv-knak szóló termékek (hitel- és befektetési termékek, ide értve a magvető, start-up és növekedési fázisban lévő kkv-kba történő befektetéseket) kínálata, akkor nőhet a külső források

bevonásának mértéke a kkv-k körében. A Gazdasági és Közlekedési Minisztérium végső soron azt kívánta elérni, hogy a külső forrást bevonni képes kkv-k aránya a teljes kis- és középvállalkozói szektoron belül az akkori 20%-ról 30%-ra emelkedjen 2013-ra. A második rész cél a kkv-k felhalmozásának növelése, mely a beruházási hajlandóságot hivatott növelni. A harmadik a kkv-k likviditásának javulása, melyet a fizetési fegyelem erősítésén és a hatékonyabb követeléskezelési eljárások elterjesztésén keresztül kívánunk elérni.

A finanszírozási források bővítésének eszközei közé tartoznak a mikrofinanszírozás, a garanciaeszközök, a tőkebefektetések és a beruházásösztönzés. A stratégiába foglalt beavatkozásokat több program (Üzletre hangolva program, a tudomány-, technológia- és innováció-politikai stratégia, a külgazdasági stratégia és a hozzájuk kapcsolódó cselekvési tervek, az Új Magyarország Fejlesztési Terv bizonyos operatív programjai, Új Magyarország Vidékfejlesztési Program) valósítja meg. A pénzügyi programok finanszírozása egy holdingalaptól történik, melynek kezelője a Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt., a többletforrásokat pedig pályázatok útján kiválasztott pénzügyi közvetítők hivatottak eljuttatni a vállalkozásokhoz. A terv szerint ezek később önállóan is működőképes alrendszerekké válnának, melyek az állam további segítsége nélkül is folytathatják tevékenységüket.

A mikrofinanszírozás olyan vállalkozásoknak kíván hitelt nyújtani, melyeket a kereskedelmi bankok hitelképességük ellenére nem hajlandók finanszírozni. Az Új Magyarország Mikrohitel Program keretében a közvetítők kedvező kondíciójú mikrohitel refinanszírozási forráshoz juthatnak. A garanciaeszközök szintén a hitelhez jutás esélyeit hivatottak növelni az Új Magyarország Portfoliógarancia Program keretében. A tőkebefektetési alapok pedig a magánbefektetőkével azonos feltételek mellett kívánunk állami forrásból tőkét juttatni a kkv-knak (Új Magyarország Kockázati Tőkeprogram). Az Új Magyarország Kis- és Középvállalkozói Hitelprogram a kereskedelmi bankok számára biztosít kedvező forráslehetőséget, melyet 10-100 millió forint összegű beruházási hitelezésre fordíthatnak.

A kezdeményezések egyik előnye, hogy a pénzügyi közvetítőknek a pályázatokon saját erő is kell biztosítaniuk. A saját források bevonása segít csökkenteni az ügynöki viszony révén jelentkező morális kockázatot, és körültekintőbb kihelyezési gyakorlat folytatására ösztönzi a pénzügyi közvetítőket. A másik, hogy visszaforgó jellegéből kifolyólag a közvetítők által visszafizetett források újra felhasználhatók a kkv-k finanszírozására.

A stratégia megvalósulásáról évente időközi monitoring jelentés készül. Az első, 2008. decemberi jelentésben az addig eltelt idő rövidege miatt még nem volt lehetőség a megvalósítás érdemi elemzésére. A második, 2010. januári jelentés az egyes részcélok elérésének mérésére szolgáló mutatószámok bemutatásán keresztül próbálta megragadni a haladás mértékét.

A magasabb finanszírozási kockázatú termékek körének bővítése tekintetében az NFGM reprezentatív kérdőíves felmérésének eredményei szerint a vállalkozói hitelt felvett kis- és középvállalkozások aránya 2007-ben 18,7% volt, mely 2008-ban 21,4%-ra, majd 2009-ben 22,4%-ra nőtt. Emellett a 9,4% körüli átlagos évi növekedési ütem mellett azonban csak akkor lesz tartható a 2013-ra kitűzött 30%-os cél, ha a csökkenő tendencia nem folytatódik.

A második rész cél, hogy a kkv-k a jövedelmeik növekvő hányadát fordítsák felhalmozásra. A felhalmozási célú saját források az amortizációból és az adózás utáni eredményből képződnek. A cél megvalósulását a felhalmozási célú saját források a bruttó hozzáadott érték százalékában mutató hivatott mérni, melynek értéke a kis- és középvállalkozásoknál 42,1% volt 2005-ben, és a stratégia szerint évente átlagosan 0,5 százalékponttal kellene növekednie 2013-ig. A mutató értéke 2006-ban 44%, 2007-ben 46%, 2008-ban 29,6% volt. A felhalmozási célú saját források csökkenése nagyrészt a válsággal magyarázható, melynek hatására visszaesett a pénzügyi műveletek eredménye és a rendkívüli eredmény. Az üzemi eredmény növekedése ezt legtöbb esetben nem tudta ellensúlyozni, így jelentősen csökkent az adózás előtti eredmény is, több lett a veszteséges vállalkozás.

A harmadik célhoz, a kkv-k likviditásának javulásához nem rendeltek mérhető mutatószámot. Az NFGM 2009. őszi felmérése alapján azonban sem a likviditás-, sem a hitelhiány megítélése nem változott 2008-hoz képest. A válság hatása inkább a rendelésihiány mutatójának növekedésében mutatkozott, mint a likviditási helyzet romlásában.

A KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK NÖVEKEDÉSÉT MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK

A vállalkozások növekedésének elméleti és empirikus kutatására egyaránt nagy hatással volt Gibrat (1931) írása, mely abból indult ki, hogy a vállalatok növekedése nem egyenletes folyamat. Gibrat elméletének lényege két állításban foglalható össze: (i) egy vállalat növekedési üteme független az aktuális méretétől, és (ii) adott iparágon belül minden vállalat (méretétől függetlenül) egyenlő valószínűséggel érhet el egy adott növekedési ütemet. Vagyis az elmélet szerint az iparági sajátosságokat leszámítva a várható növekedési ütemet más tényező nem befolyásolja. Ez a két, egymással összefüggő állítás később „Gibrat törvényeként” vált ismertté, és sok kutató reflektált rá. Eleinte csak a vállalatméret és a növekedés közötti kapcsolatra koncentráltak, később más tényezőket is megpróbáltak figyelembe venni, amelyek a növekedés magyarázóinak lehetnek.

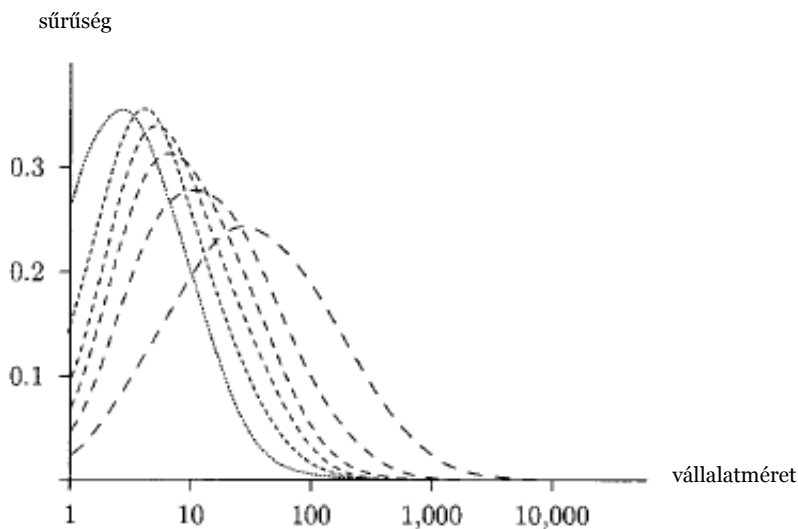
Gibrat (1931) állításai nyomán nemcsak azt feltételezték, hogy a várható növekedési ütem független a vállalat méretétől, hanem azt is, hogy a vállalatméret eloszlása stabil, időben nem változik és közelítőleg lognormális. Cabral és Mata (2003) azonban felhívják a figyelmet,

hogyan az első empirikus tanulmányok után, melyek eredményei még a lognormális eloszlás hipotézisét erősítették, az újabb vizsgálatok szerint (melyek részletesebb adatbázisok felhasználásával készültek) a vállalatméret eloszlása időben változik, és a lognormálistól különböző lehet. Cabral és Mata (2003) tanulmányukban erre a változásra fókuszálnak és a finanszírozási korlátok figyelembe vételével olyan elméleti modellt építenek, mely képes magyarázni a gyakorlatban megfigyelt jelenségeket. A szerzők két, portugál vállalatokból álló mintán vizsgálták a vállalatméret eloszlását (a munkavállalók létszámának logaritmusában mérve). Az egyik adatbázisban csak a nagyobb vállalatok voltak megtalálhatók, melyeknek nyilvánosan közzé kell tenniük beszámolóikat, a másikban pedig azok, amelyek fizetett munkaerőt alkalmaznak (tehát sokkal több és kisebb vállalatok is). Az adatok alapján a szerzők megállapították, hogy a nagyobb vállalatok eloszlása valóban közel lognormális, de ha a teljes populációt figyelembe vesszük, akkor az eloszlás jobbra ferde és időben alig változik (1983-ban például szinte pontosan ugyanolyan volt, mint 1991-ben). A portugál eloszlás ráadásul nemzetközi összehasonlításban sem tér el a többi országétól (Cabral – Mata, 2003: 1084.), sőt a leginkább az Egyesült Államokéra hasonlít, amelyről pedig igen eltérő mérete alapján azt gondolhatnánk, hogy vállalatstruktúrája is különböző. Ha korcsoportonként tekintjük a vállalatokat, akkor látható, hogy minél fiatalabb kohorszról van szó, annál inkább jobbra ferde a méret szerinti eloszlás. Az egy kohorszba tartozó vállalatok méretének logaritmusában tehát erősen jobbra ferde eloszlást mutat a vállalatok alapításakor, de idővel szimmetrikusabbá válik, és az eloszlás a lognormális felé konvergál, amint az a 2. ábrán is látható. Figyelemre méltó tény azonban, hogy még a 30 évesnél idősebb vállalkozások csoportjának eloszlása sem tekinthető szimmetrikusnak (Cabral – Mata, 2003: 1078.).

Az összes vállalat méretének eloszlása, szemben a korcsoportonkénti eloszlással, időben viszonylag stabil és csak kissé ferde jobbra. Cabral (2007: 70.) arra is felhívja a figyelmet, mennyire kis különbségek tapasztalhatók az országok között az eloszlások és azok változásainak tekintetében is. A 2. ábrán látható „evolúció” nem portugál sajátosság, hasonló jelenséget figyeltek meg Olaszországban és Írországban is (Barrios et al., 2005).

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

A vállalatméret eloszlása korcsoportonként
(a munkavállalók létszámában mérve, Quadros do Pessoal adatbázis, Portugália)



Megjegyzés: A hosszabb szaggatott vonalak idősebb korcsoportot jelölnek.
Forrás: Cabral – Mata, 2003: 1078.

A szerzők ezért más magyarázatot kívántak adni a jelenségre, még hozzá a finanszírozási korlátok segítségével. Feltételezésük szerint a kisebb vállalatok egy része azért kicsi, mert ez a hatékony méretük (így ezek később is kicsik maradnak), egy másik részük viszont a pénzügyi korlátok miatt nem tud növekedni. Utóbbiak csak a vállalat későbbi életszakaszában képesek elérni az optimális méretüket, amikor a korlátok már nem annyira megszorítóak. Cabral és Mata (2003) olyan modell segítségével próbálja magyarázni a vállalatok eloszlásának változását, melyben a kezdeti vállalatméretet a vállalkozó induló vagyona (az erőforrásaiból kiépíthető maximális kapacitás) és az optimális vállalatméret minimuma adja. Amennyiben a vállalkozó nem tud elég forrást szerezni az optimális méret kiépítéséhez (finanszírozási korlátokba ütközik), a vállalkozás átmenetileg kicsi marad, és csak később kezd növekedni. A modellt egy 515 vállalatból álló mintán is tesztelték, melyben a vállalkozó induló vagyonát (a finanszírozási korlátokat) a vállalkozó iskolai végzettségének és életkorának figyelembe vételével próbálták megragadni. Az életkor jelezheti egyrészt a finanszírozási korlátokat (az idősebb vállalkozók kiterjedtebb ismeretségi körrel rendelkeznek és élettapasztalatuk révén is könnyebben tudnak pénzt szerezni a vállalkozáshoz), másrészt a vállalkozói tehetséget, képességeket is (ez esetben az életkor hatása a vállalkozás méretére az idő múlásával is megmarad). Az eredmények alapján az iskolai végzettség szignifikánsan befolyásolja a vállalkozás méretét, és ez a hatás a későbbi időpontokban is kimutatható, vagyis a végzettség egyfajta jelzés a hatékonyságról. A vállalkozó kora ugyanakkor csak az induláskor játszik szerepet, később ez a hatás eltűnik. Mi több, Cabral és Mata (2003: 1082.) azt találták, hogy egy adott évben az alapításkor legfiatalabb (34 év alatti) vállalkozók cégei átlagosan 30%-kal

voltak kisebbek az induláskor, mint a legidősebb (50 év feletti) vállalkozóké. Úgy tűnik tehát, hogy az életkor nem a vállalkozói tapasztalat mércéje. Hatása az idő múlásával kimutathatatlanul válik, és valószínűleg átveszi a helyét a konkrét vállalkozásban szerzett, cégspecifikus tapasztalat, ami a vállalkozó korától függetlenül egyformán érvényesül. Emiatt jogosan feltételezhetjük, hogy az életkor sokkal inkább a finanszírozási forrásokhoz való hozzáférés meghatározója. Cabral és Mata (2003) ezek alapján úgy kalibrálták modelljüket, hogy az abból kapott eloszlás illeszkedjen a tényleges, 1984-es eloszláshoz. A modell alapján kiszámítható, milyen valószínűséggel ütközik finanszírozási korlátokba egy vállalkozó. Míg a 30 évesen vállalatot alapítóknál erre 87% az esély, 60 éves korra ez a valószínűség a felére, 44%-ra csökken. És míg egy finanszírozási korlátokkal küzdő 30 éves vállalkozó saját erőforrásaiból átlagosan 4,2 fős céget tud alapítani, 60 évesen várhatóan négyszer ekkora, 16,6 fős kapacitással rendelkezik. 30 év elteltével tehát nemcsak feleannyi vállalkozó ütközik pénzügyi korlátokba, de ezek a korlátok egyúttal négyszer többet engednek meg, mint fiatalabb korban.

Cabral és Mata (2003) modelljéhez hasonlóan Cooley és Quadrini (2001) is a finanszírozási korlátok beépítésével magyarázza, hogy a vállalkozás korára kontrollálva a vállalatméret negatív kapcsolatban áll a növekedéssel, valamint hogy a vállalkozás méretére kontrollálva a kor is negatív kapcsolatban áll a növekedéssel.

Sutton (1997) az optimális vállalatméret felől közelítette meg a növekedés kérdését. Szerinte a vállalatok a hosszú távú túléléshez szükséges optimális méret elérésére törekszenek, a vállalatméret növekedésével pedig azért csökken a növekedési ütemük, mert elérik a vállalatnak ezt az optimális méretét. Gibrat törvényének érvényessége tehát Sutton (1997) alapján a vállalat méretétől függ, és valószínűbb, hogy érvényes a kisebb vállalkozásokra, melyek még nem érték el az optimális méretüket.

Fariñas és Moreno (1997) a növekedés és a vállalat kora közötti kapcsolatot spanyol mintán vizsgálva megállapították, hogy a legfiatalabb vállalkozások életciklusuk első éveiben magasabb növekedési ütemmel rendelkeznek, ami azonban csökkenést mutat, miután a vállalkozás megteremtette a túléléséhez szükséges alapokat.

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

Fagiolo és Luzzi (2006) arra figyelmeztetnek, hogy óvatosan kezeljük a vállalatok növekedésével kapcsolatos empirikus kutatásokat, mivel ezeket a vizsgálatokat általában több szektor összevont adatain végzik, ami a Gibrat törvényéhez hasonló statisztikai szabályszerűségek megjelenéséhez vezethet. A hatás ellenére látni fogjuk, hogy sok esetben mégis el lehetett utasítani az összefüggés érvényességét.

Serrasqueiro és szerzőtársai (2010) Gibrat törvényének tesztelésekor egy portugál kis- és középvállalkozásokból álló mintán azt találták, hogy az állítás érvényessége függ attól, hogy a vállalat növekedése pozitív vagy negatív értéket mutat. Csökkenő vállalatméret esetén nem lehet elutasítani a növekedés függetlenségét a vállalat méretétől, ugyanakkor a növekedést mutató kkv-kra már nem érvényes Gibrat törvénye.

Lotti és szerzőtársai (2003) olasz kkv-mintán vizsgálták a kérdést, és arra a következtetésre jutottak, hogy minél nagyobb a vállalatok növekedési üteme, annál kevésbé érvényes rájuk Gibrat törvénye.

Fotopoulos és Louri (2004) ezzel szemben egy görög vállalkozásokból (nem csak kkv-kból) álló mintán a vállalatok növekedési ütemétől függetlenül el tudták utasítani Gibrat törvényének érvényességét. A cash flow növekedésre gyakorolt hatását vizsgálva pedig azt állapították meg, hogy a nagyon alacsony (alsó 10%) és a nagyon magas (felső 10%) növekedési ütemű vállalatok esetében a cash flow nincs szignifikáns hatással a növekedésre, míg a többi vállalat (az eloszlás középső része) esetében a hatás pozitívnak bizonyult.

Audretsch és szerzőtársai (2004) arra mutattak rá, hogy a kisebb és a nagyobb vállalatok növekedése mögött eltérő motivációk állnak. A kis vállalatoknak el kell érniük a minimális hatékony méretüket a túléléshez, vagyis a méretgazdaságosság erős mozgatórugó a minimális hatékony méretnél kisebb vállalkozások számára. És mivel a nagyon kis vállalkozások sokszor szuboptimális méretűek, kiugró növekedési ütemre lehetnek képesek miközben a termelés minimális hatékony méretének elérésére törekszenek.

A kutatás-fejlesztési tevékenységet illetően a vélemények megoszlanak arra vonatkozóan, hogy az intenzív kutatás-fejlesztés növeli vagy csökkenti a kisvállalkozások növekedését. Ha egy iparágban nagy összegeket költenek kutatás-fejlesztésre, az belépési korlátot jelenthet az új vállalkozások szempontjából, így a már piacon lévő, intenzív kutatás-fejlesztést végző vállalatok növekedése könnyebb lehet. A kutatás-fejlesztés segítheti a kisvállalkozások növekedését, mivel hozzájárulhat a tevékenységük jobb diverzifikálásához (Montgomery, 1994), javíthatja az együttműködésüket más vállalatokkal, hozzájárulhat, hogy piaci réseket találjanak, és növelheti a szervezet rugalmasságát, amivel könnyebben tudnak alkalmazkodni a váratlan piaci eseményekhez (Serrasqueiro et al., 2010: 1075.). A kutatás-fejlesztés ugyanakkor hátráltathatja is a növekedést, mivel kockázatos tevékenység, amely egyúttal

jelentős forrásokat igényel, melyek felemészthetik a növekedési lehetőségeket. A befektetés pedig általában lassan térül meg, így rövid távon lassabb növekedéshez vezet.

A növekedést nagy mértékben befolyásolhatja a finanszírozási forrásokhoz való hozzáférés is, különösen a kisvállalkozások esetében. Amint a 2. fejezetben már utaltunk rá, a hitelezők és hitelt felvevők között fellépő információs aszimmetria piaci kudarcokhoz vezethet a finanszírozási források terén, ami a méretgazdaságosság problémájával kiegészülve hátrányosan érinti a kisvállalkozásokat. A külső forrásokhoz való hozzáférés nehézsége a belső források felértékelődéséhez vezet, mivel a vállalat csak így fogja tudni finanszírozni a befektetéseit, és végső soron a növekedését. Ugyanakkor a vállalat a belső források felhasználásakor is ütközhet korlátokba. A külső és belső finanszírozási források növekedésre gyakorolt hatásáról részletesebben szólunk a következő fejezetben.

A KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK FINANSZÍROZÁSÁNAK HATÁSA A NÖVEKEDÉSRE – NEMZETKÖZI TAPASZTALATOK

Amint a fenti érvek alapján is látható, az alapvető méret-növekedés vagy méret-életkor-növekedés kapcsolatokon túl érdemes más tényezőket is figyelembe venni, ha a vállalatok növekedésének meghatározóit keressük. Ilyen tényező a többi között a belső és külső finanszírozási források rendelkezésre állása. Jelen fejezetben finanszírozási típusok szerint tekintjük át a finanszírozás növekedésre gyakorolt hatásával kapcsolatos újabb empirikus kutatások eredményeit.

BELSŐ FINANSZÍROZÁSI FORRÁSOK

Fagiolo és Luzzi (2006) tanulmányukban kifejezetten a likviditási korlátok növekedésre gyakorolt hatását vizsgálták. A korlátozott likviditással rendelkező vállalatok nehezebben tudják finanszírozni befektetéseiket, ami lassíthatja a növekedést, és csökkentheti a túlélés valószínűségét. A kisebb és fiatalabb vállalatok hajlanak arra, hogy többet fektessenek be, de befektetéseik érzékenyebbek a likviditási korlátokra (Fazzari et al., 1988). A vállalat mérete és kora ugyanakkor pozitívan befolyásolhatja a külső forrásokhoz való hozzáférést, ami enyhítheti ezeket a korlátokat. Fagiolo és Luzzi (2006) egy 1 millió eurónál nagyobb árbevételű olasz vállalatokból álló mintát vizsgált 1995-2000 között. A likviditási korlátokat a cash flow/árbevétel mutatóval mérve⁷ arra az eredményre jutottak, hogy a vállalkozás méretére kontrollálva a likviditási korlátok szignifikáns negatív hatással vannak a növekedésre. A kisebb és fiatalabb vállalkozások pedig akkor is gyorsabban nőnek, ha a

⁷ A magas cash flow/árbevétel mutatóval rendelkező vállalatok egyrészt nagyobb valószínűséggel tudják belső forrásokból finanszírozni a befektetéseiket, másrészt az információs aszimmetria miatt a mutató szűrőként is szolgálhat, ami miatt ezek a vállalatok jobban hozzáférhetnek külső finanszírozási forrásokhoz (Fagiolo és Luzzi, 2006: 6.).

likviditási korlátok hatását is figyelembe vesszük. A korlátozottabb likviditású vállalatok ráadásul nemcsak lassabban nőnek, hanem növekedésük nagyobb volatilitást is mutat.

Serrasqueiro és szerzőtársai (2010) Gibrat törvényének tesztelése mellett regressziókkal vizsgálták a növekedés lehetséges meghatározóit, és kitértek a növekedés és annak tényezői között esetlegesen fennálló nemlineáris összefüggésekre is. A portugál kis-és középvállalkozások helyzetét követték nyomon 1999 és 2006 között. A vállalatok túlélési valószínűségét elemezve megállapították, hogy a vállalkozás mérete, életkora és előző időszakban tapasztalt növekedése, a kutatás-fejlesztés intenzitása, valamint a cash flow mind pozitívan befolyásolják a portugál kkv-k túlélési esélyeit, az adósságállomány ugyanakkor nincs rá szignifikáns hatással. A lehetséges nemlineáris összefüggések feltárására külön vizsgálatot végeztek a növekedés eltérő szintjei szerint. Az életkor hatása a növekedésre nem bizonyult szignifikánsnak az első kvartilisben, ahol a vállalatok növekedési üteme negatív volt, de a pozitív növekedési ütemű vállalatok esetében a hatás negatívnak bizonyult (minél régebbi egy vállalat, annál kevésbé növekszik, amennyiben növekszik egyáltalán). A kutatás-fejlesztés szerepe érdekesen alakult: a csökkenő méretű vállalatok esetében a hatás negatív, míg a növekvő vállalatoknál pozitív. A cash flow hatása a növekedés mértékétől függetlenül pozitívnak, de csökkenőnek, míg a hitelállomány hatása a vállalatok legalacsonyabb (negatív) növekedési ütemű 10%-a esetében negatívnak, a legnagyobb növekedési ütemű 25%-ánál pedig pozitívnak bizonyult.

A belső finanszírozás (cash flow) tehát nemcsak a túlélési esélyeket növeli a portugál kkv-k esetében, hanem a növekedési ütemet is, különösen az alacsonyabb növekedési ütemű vállalatoknál. Ugyanakkor a külső finanszírozásnak (hitelállomány) sem a lehetséges negatív (a visszafizetési kényszer csökkenti a növekedési lehetőségeket (Fagiolo és Luzzi, 2006)), sem a lehetséges pozitív hatásai (a visszafizetési kényszer hatékonyabb erőforrás-felhasználáshoz vezet (Baker és Nelson, 2005)) nem bizonyultak elég erősnek ahhoz, hogy egyértelműen befolyásolják a túlélési esélyeket. Amikor azonban a vállalkozások mérete csökken, a negatív hatások tűnnek erősebbnek, és minél nagyobb a vállalat növekedési üteme, annál jobban erősödnek a külső finanszírozás pozitív hatásai (annál fontosabbá válik a hitelállomány a minimális hatékony méret elérésének finanszírozásában). A belső finanszírozás hatása a portugál esetben azért is bizonyulhatott ilyen erősnek, mert a kkv-k külső forrásokhoz való hozzáférése korlátozott (Serrasqueiro et al., 2010: 1097.). A szerzők ezért a többi között azt javasolják a közpolitikai döntéshozóknak, hogy dolgozzanak ki speciális, kkv-knak szóló hitelkonstrukciókat Portugáliában, ami segíthetne a kevés belső forrással rendelkező vállalkozásoknak, hogy gyorsabban ériék el a minimális hatékony méretüket.

KÜLSŐ FINANSZÍROZÁSI FORRÁSOK

Bechetti és Trovato (2002) szintén amellett érvelnek, hogy a növekedés megfelelő magyarázatához ki kell lépni a korábban szokásos méret-életkor-növekedés háromszögből, és más tényezőket is figyelembe kell venni, a finanszírozási korlátok és a külföldi piacokhoz való hozzáférés ugyanis nagy hatással lehet a kkv-k növekedésére. A szerzők olasz vállalkozásokat vizsgáltak egy lekérdezés három hulláma alapján (1989-1997 között). A mintába több, mint ötezer vállalat került, melyek tíz főnél többet foglalkoztatnak. Az eredmények szerint a túlélő vállalatok legkisebb 30%-ának 1995-1997 közötti, hároméves átlagos növekedési üteme 7% volt, míg a legnagyobb 30%-ra ugyanez a mutató csak 2%. A legfiatalabb vállalkozások átlagos növekedési üteme pedig 8%-os, szemben a mintában szereplő legidősebb vállalatok 1%-os növekedésével (Bechetti – Trovato, 2002: 294.).

Ami a finanszírozás szerepét illeti, a több külső finanszírozási forrással rendelkező (nagyobb tőkeáttételű) vállalatok növekedési üteme jóval magasabb az alacsony tőkeáttételűekénél. A különbség háromszoros a 100 főnél kevesebbet foglalkoztató vállalatok körében, és 2,5-szeres az 50 főnél kevesebbet foglalkoztatóknál. Ez a jelentős különbség azonban hamis oksági viszonyt is takarhat. A tőkeáttétel és a vállalat kora, valamint a tőkeáttétel és a vállalatméret között ugyanis relatíve erősebb, negatív korreláció áll fenn (-0,185 és -0,153 értékekkel). Vagyis elképzelhető, hogy a nagyobb tőkeáttételű vállalatok nem azért nőnek gyorsabban, mert több külső finanszírozási forráshoz férnek hozzá, hanem azért, mert ezek éppen a kisebb és fiatalabb vállalkozások, amelyek amúgy is gyorsabban növekednek (Bechetti – Trovato, 2002: 296.). Az oksági viszony tehát nem egyértelmű.⁸

A növekedésbeli különbségek kapcsán érdemes még megemlíteni, hogy azok a vállalatok, melyek a vizsgált időszakban hitelt akartak felvenni, de elutasították őket, az átlagnál sokkal rosszabb, negatív növekedést produkáltak. A relatíve magas kamatkiadásokkal rendelkező cégek pedig jóval kevésbé (átlagosan 0%-osan) növekedtek a többiekhez képest. Azok viszont, akik állami támogatású kedvezményes kölcsönben részesültek, magasabb növekedést mutattak (6%-ot az átlagos 4%-kal szemben).

Bechetti és Trovato (2002) regresszió segítségével is vizsgálták az 1995-1997 közötti átlagos növekedési ütem és a lehetséges magyarázó változók (iparág, földrajzi elhelyezkedés, jövedelmezőség, a vállalat mérete és kora, tulajdonosi szerkezet, tőkeáttétel, volt-e elutasított hitelkérelme, kapott-e állami támogatással kedvezményes kölcsönt, exportál-e) közötti kapcsolatot.⁹ Elméleti kiindulópontjuk az volt, hogy az olasz gazdaság „bankközpontú”, abban az értelemben, hogy a kkv-k külső finanszírozásának elsődleges forrása a banki

⁸ A szerzők nem vizsgálták mélyebben ezt a kapcsolatot, de az is vitatható, hogy a 0,2 alatti korrelációs együtthatókat nagyon magasnak kell tekintenünk.

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

kölcsön. A tőzsdén jegyzett vállalatok aránya ugyanis alacsony, és az olyan intézményi befektetők szerepe is csekély, mint amilyenek például a nyugdíjalapok (Bechetti – Trovato, 2002: 297., 304.). Emiatt a szerzők azzal a hipotézissel éltek, hogy a tőkeáttétel, az állami támogatású kedvezményes kölcsön és az elutasított hitelkérelem változók mint a kisvállalkozások lehetséges külső finanszírozási forrásai szignifikáns hatással vannak a növekedésre.

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

Ha azonban csak a túlélő vállalkozásokat vizsgáljuk, akkor a mintánk torzíthat (például előfordulhat, hogy a kisebb vállalatok valójában nem nőnek gyorsabban, mint mások, csak sok megbukik közülük, ami miatt a túlélők közé már csak a „legjobbak” kerülnek, a valóstól eltérítve az átlagos növekedési ütemet). Emiatt azokat a vállalkozásokat is célszerű figyelembe venni, amelyek a vizsgált időszak alatt megszűntek működni. Az összes vállalatot tartalmazó mintában már nincs különbség a kedvezményes kölcsön hatásában az összes vállalat és a legkisebbek között. Mindkét esetben azoknál, akik kaptak ilyen kölcsönt, 3,5 százalékponttal nagyobb növekedési ütem tapasztalható, mint azoknál, amelyek nem kaptak. A hitelkérelem változót tekintve pedig a teljes mintában átlagosan 7,7 százalékponttal volt alacsonyabb a növekedés azoknál a vállalatoknál, melyeknek volt elutasított hitelkérelme a vizsgált időszakban. (Utóbbi jelenség kézenfekvő magyarázata, hogy a bankok jól választják meg, kinek adjanak hitelt.) Érdekes még megjegyezni, hogy a 100 főnél többet foglalkoztató, legnagyobb vállalatokra a három közül egyik külső finanszírozással összefüggő változó sem lett szignifikáns. Bechetti és Trovato (2002) eredményeiből tehát azt a következtetést vonhatjuk le, hogy a növekedés mértéke nem véletlenszerű, de nem is csak a vállalat méretétől vagy korától függ. A többi között a külső finanszírozás vizsgált tényezői is szignifikánsan befolyásolják a növekedési ütemet, különösen az 50 főnél kevesebbet foglalkoztató kisvállalkozásoknál. Utóbbi vállalatípus az átlagosnál nagyobb növekedésre képes, de ezt a lehetőséget korlátozhatja, ha nem áll rendelkezésre megfelelő külső finanszírozási forrás.

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

Ha össze akarjuk hasonlítani a kockázati tőkével és a más módokon finanszírozott vállalkozások teljesítményét, akkor fontos megjegyezni, hogy a befektetők által alkalmazott gondos kiválasztási mechanizmus torzítást visz a mintába, mivel eleve a jobb növekedési kilátásokkal rendelkező vállalatok részesülnek ilyen tőkebefektetésben, vagyis feltehetően anélkül is az átlagosnál gyorsabban növekednének. Az empirikus vizsgálatoknál ezért törekedni kell ennek a szelekciós torzításnak a kiküszöbölésére.

Engel (2002) a kockázati tőkének a vállalatok (foglalkoztatottak számában mért) éves átlagos növekedési ütemére gyakorolt hatását vizsgálta, különbséget téve high-tech és low-tech iparágak között. A mintában 1991-1998 között alapított német vállalkozások szerepeltek. Az eredmények alapján a high-tech iparágakban az átlagos éves növekedési ütem a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások esetében 41,5%, míg a többi vállalkozásnál 14,2% volt. A low-tech iparágakban mindkét csoport rosszabbul teljesített, de a kockázati tőkés vállalkozások növekedése itt is gyorsabbnak bizonyult: 27,7%-os volt, szemben a többi vállalkozás 10,1%-ával. A növekedési ütem mediánja utóbbi csoportban minden iparágban nulla volt, míg a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások esetében szignifikánsan pozitív. A kockázati tőkés cégek növekedésének ugyanakkor a szórása is nagyon magas volt, ami a projektek kockázatosságával magyarázható: ha sikeresek lesznek, sokat lehet rajtuk nyerni, de jelentős a bukás valószínűsége is. Engel (2002) a növekedésre ható más tényezőket (vállalkozás mérete, kora, földrajzi elhelyezkedése, versenytársak jelenléte, kutatás-fejlesztési tevékenység intenzitása a közelben stb.) is bevonva a vizsgálatba, regressziók segítségével próbálta kimutatni a kockázati tőke finanszírozás hozzájárulását a

vállalkozások növekedéséhez. Azt találta, hogy – a szelekció hatását kiszűrve – azoknál a vállalkozásoknál, amelyek kockázati tőkét használtak fel, a high-tech iparágakban 165 százalékponttal, míg a low-tech iparágakban 177 százalékponttal magasabb éves átlagos növekedési ütem tapasztalható a kockázati tőke nélkül működő vállalatokhoz képest. A kockázati tőke bevonása tehát szignifikánsan gyorsítja a vállalkozások növekedését. Engel (2002: 5.) hipotézisével ellentétben azonban a hatás nem bizonyult erősebbnek (szignifikánsan különbözőnek) a high-tech, mint a low-tech iparágakban.

Engel és Keilbach (2007) ugyanebből a német adatbázisból az 1995-1998 között alapított vállalkozások mintáján végzett vizsgálatokat. Az alapításkori tulajdonságok és a kockázati tőke-bevonás hatását mérték az éves átlagos növekedési ütemre vonatkozóan. A foglalkoztatottak száma (melyben a növekedést mérték) már az alapításkor szignifikánsan különböző volt: a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások átlagosan 7, a többi vállalkozás átlagosan 5,16 alkalmazottal indult. A megfelelő kontrollcsoportot kiválasztva és a két csoport növekedési ütemeit összehasonlítva megállapítható, hogy a kockázati tőkét bevont vállalkozások évente átlagosan 32,6%-kal nőttek, míg a más módon finanszírozott vállalatok 15,7%-kal, tehát csupán feleolyan gyorsan. Ha a hatást szétbontjuk szektorok szerint, azt az érdekességet tapasztaljuk, hogy éppen a technológiaintenzív szolgáltatások területén nem tér el a két csoport növekedési üteme, szemben a feldolgozóiparral és más szolgáltatásokkal, ahol szignifikáns különbség mutatkozik.

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

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

Ha a foglalkoztatottak számával mérjük a növekedést, a számok abszolút értékben kisebbek, de a különbség megmarad: az első mintában a kockázati tőkés csoport 13,3%-os rátája áll szemben a kontrollcsoport 3,1%-ával, ami 335%-os különbség. Más specifikációkban ugyanez a különbség 130-340% (5,6-10,2 százalékpont) között mozog, vagyis jó alsó becslésnek tekinthetjük a kockázati tőke finanszírozás hatására, hogy 130%-kal (5,6 százalékponttal) magasabb növekedési ütemet tesz lehetővé minden egyéb paraméter változatlansága mellett (Peneder, 2010: 101.).

Peneder (2010) eredményei ezek mellett arra is rámutatnak, hogy a kockázati tőke bevonása nem teszi innovatívabbá a vállalatokat, csak az előzetes szűrésnek köszönhetően a befektetők eleve az átlagosnál magasabb innovációs hajlandóságot mutató vállalkozásokat választják ki. A kockázati tőke tehát nem tekinthető a különböző kutatás-fejlesztési politikák helyettesítőjének. Ez egybevág Engel és Keilbach (2007: 166.) azon megállapításaival, melyek szerint a kockázati tőkével finanszírozott vállalatok több szabadalmat és más, szellemi tulajdon védő eszközt jegyeztetnek be, de ez már a kockázati tőke bevonása előtt is így van, és csak gyenge bizonyítékok vannak rá, hogy a kockázati tőkés cégek máshogy viselkednének a szellemi tulajdon védelmével kapcsolatban, mint a többi vállalat. Sokkal valószínűbb, hogy a szabadalmak száma a befektetést megelőzően jelzésként szolgál arra nézve, mennyire innovatív a vállalkozás, vagyis a befektetők nagyobb valószínűséggel választják ki azokat, amelyek nagyobb hangsúlyt fektetnek a szellemi tulajdon védelmére.

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

ÖSSZEGZÉS, KÖVETKEZTETÉSEK

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

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

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

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Aleman, L. – Martí, J. (2005). Unbiased Estimation of Economic Impact of Venture Capital Backed Firms. EFA 2005 Moscow Meetings Paper. (<http://ssrn.com/abstract=673341>, letöltve 2010. szeptember 2.)
- Andrási Z. – Borsi B. – Farkas L. – Némethné Pál K. – Papanek G. – Viszt E. (2009). A mikro-, kis- és közepes vállalatok növekedésének feltételei. GKI Gazdaságkutató Zrt. (http://www.ngm.gov.hu/data/cms1998604/kkv_nov_felt.pdf, letöltve 2010. szeptember 2.)
- Audretsch, D. – Klomp, L. – Santarelli, E. – Thurik, A. (2004). Gibrat's Law: Are the services different? *Review of Industrial Organization*. 24. 301–324.
- Audretsch, D. – van der Horst, R. – Kwaak, T. – Thurik, R. (2009). First Section of the Annual Report on EU Small and Medium-sized Enterprises. (http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/craft/sme_perf_review/doc_08/spr_08_annual_report.pdf, letöltve 2010. augusztus 31.)
- Baker, T. – Nelson, R. (2005). Creating something from nothing: resource construction through entrepreneurial bricolage. *Administrative Science Quarterly*. 50. 329–366.
- Barrios, S. – Gorg, H. – Strobl, E. (2005). The evolution of the firm size distribution and nationality of ownership. *Economics Bulletin*. 12. 1–11.
- Bartelsman, E. – Scarpetta, S. – Schivardi, F. (2003). Comparative Analysis of Firm Demographics and Survival: Micro-Level Evidence for the OECD Countries. OECD Economics Department Working Papers, No. 348. OECD Publishing.
- Bechetti, L. – Trovato, G. (2002). The Determinants of Growth for Small and Medium Sized Firms. The Role of the Availability of External Finance. *Small Business Economics*. 19. 291–306.
- Béza D. – Csapó K. – Farkas Sz. – Filep J. – Szerb L. (2007). *Kisvállalkozások finanszírozása*. Budapest: Perfekt.
- Bilsen, V. – Konings, J. (1998). Job Creation, Job Destruction, and Growth of Newly Established, Privatized, and State-Owned Enterprises in Transition Economies: Survey Evidence from Bulgaria, Hungary and Romania. *Journal of Comparative Economics*. 26. 429–445.
- Cable, J. – Schwalbach, J. (1991). International comparisons of entry and exit. In: Geroski, P. A. – Schwalbach, J. (eds.) *Entry and Market Contestability. An International Comparison*. Oxford, pp 257–281.
- Cabral, L. (2007). Small firms in Portugal: a selective survey of stylised facts, economic analysis, and policy implications. *Portuguese Economic Journal*. 6. 65–88.
- Cabral, L. – Mata J. (2003). On the evolution of the firm size distribution: facts and theory. *The American Economic Review*. 93. 1075–1095.
- Cooley, T. F. – Quadrini, V. (2001). Financial markets and firm dynamics. *The American Economic Review*. 91. 1286–1310.
- Engel, D. (2002). The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation. ZEW Discussion Paper No. 02-02. (<http://ssrn.com/abstract=319322>, letöltve 2010. szeptember 2.)
- Engel, D. – Keilbach, M. (2007). Firm-level implications of early stage venture capital investment – An empirical investigation. *Journal of Empirical Finance*. 14. 150–167.
- Evans, D. (1987). The relation between firm growth, size, and age: estimates for 100 manufacturing industries. *Journal of Industrial Economics*. 35. 567–581.

- Fagiolo, G. – Luzzi, A. (2006). Do liquidity constraints matter in explaining firm size and growth? Some evidence from the Italian manufacturing industry. *Industrial and Corporate Change*. 15. (1) 1–39.
- Fariñas, J. – Moreno, L. (1997). Size, age and growth: an application to Spanish manufacturing firms. Working Paper no. 9705, Fundación Empresa Pública. Universidad Complutense de Madrid: Madrid.
- Fazzari, S. – Hubbard, R. – Petersen, B. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1. 141–195.
- Fotopoulos, G. – Louri, H. (2004). Firm growth and FDI: are multinationals stimulating local industry development? *Journal of Industry, Competition and Trade*. 4. 163–189.
- Geroski, P. A. (1995) What Do We Know About Entry? *International Journal of Industrial Organization*. 13. (4) 421–440.
- Gibrat, R. (1931). *Les Inégalités Économiques*. Librairie du Recueil Sirey: Paris.
- GKM (2007). A kis- és középvállalkozások fejlesztésének stratégiája 2007-2013. (http://www.ngm.gov.hu/data/cms1940907/KKV_Strategia_2007_2013.pdf, letöltve 2010. augusztus 31.)
- Jovanovic, B. (1982). Selection and Evolution of Industry. *Econometrica*. 50. (3) 649–670.
- Karsai J. (2009a). A kockázati tőke szerepe az innováció finanszírozásában Magyarországon. *Külgazdaság*. 53. (5-6) 42-62.
- Karsai J. (2009b). A magyarországi kockázati- és magántőke-ipar fejlődése 2008-ban. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület. (http://www.hvca.hu/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=66&Itemid=89&lang=hu, letöltve 2010. szeptember 8.)
- Karsai J. (2010). A kockázati- és magántőke-ipar 2009. évi eredményei. In: *Évkönyv 2010. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület*. pp. 8-13.
- Konings, J. (1997). Firm growth and ownership in transition countries. *Economics Letters*. 55. 413–418.
- Lotti, F. – Santarelli, E. – Vivarelli, M. (2003). Does Gibrat's Law hold among young, small firms? *Journal of Evolutionary Economics*. 14. 213–235.
- Mata, J. – Portugal, P. (1994). Life duration of new firms. *Journal of Industrial Economics*. 42. 227–246.
- Modigliani, F. – Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. 48. (3) 291-297.
- Montgomery, C. (1994). Corporate diversification. *Journal of Economic Perspectives*. 8. 163–178.
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*. 34. 575-592.
- Myers, S. – Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 13. 187-222.
- NFGM (2009). A kis- és középvállalkozások fejlesztésének stratégiája 2007-2013. Éves Időközi Monitoring Jelentés 2008. (http://www.ngm.gov.hu/data/cms1940906/KKVstrat_idokozi.pdf, letöltve 2010. szeptember 6.)
- NFGM (2010). A kis- és középvállalkozások fejlesztésének stratégiája 2007-2013. Éves Időközi Monitoring Jelentés 2009. (http://www.ngm.gov.hu/data/cms2062205/kkv_strat_idokozi2009.pdf, letöltve 2010. szeptember 6.)

- OECD (2010). OECD Factbook 2010: Economic, Environmental and Social Statistics. OECD Publishing. (<http://www.oecd-ilibrary.org/content/book/factbook-2010-en>, letöltve 2010. augusztus 24.)
- Peneder, M. (2010). The Impact of Venture Capital on Innovation Behaviour and Firm Growth. *Venture Capital*. 12. (2) 83-107.
- Reid, G. C. (2003). Trajectories of Small Business Financial Structure. *Small Business Economics*. 20. 273-285.
- Serrasqueiro, Z. – Maças Nunes, P. – Leitão, J. – Armada, M. (2010). Are there non-linearities between SME growth and its determinants? A quantile approach. *Industrial and Corporate Change*. 19. (4) 1071-1108.
- Stiglitz, J – Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*. 71. 393-410.
- Sutton, J. (1997). Gibrat's legacy. *Journal of Economic Literature*. 35. 40-59.
- Szerb L. (2008). A hazai kis- és középvállalkozások fejlődését és növekedését befolyásoló tényezők a 2000-es évek közepén. *Vállalkozás és Innováció*. 2. (2) 1-35.
- Tirole, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance*. Princeton: Princeton University Press
- van Ark, B. – Monnikhof, E. (1996). Size Distribution of Output and Employment: A Data Set for Manufacturing Industries in Five OECD Countries, 1960-1990. *OECD Economics Department Working Papers*, No. 166.

Discussion Papers published in 2011

Mihályi Péter: Utolérési kísérletek Magyarországon, 1870-2030. MT-DP 2011/1

Zsolt Darvas - Jean Pisani-Ferry: The Threat of 'Currency Wars': A European Perspective. MT-DP 2011/2

Zsolt Darvas: Beyond the Crisis: Prospects for Emerging Europe. MT-DP 2011/3

Barnabás M. Garay - András Simonovits - János Tóth: Local Interaction in Tax Evasion. MT-DP 2011/4

Maria Csanadi: Varieties of System Transformations and Their Structural Background Based on the IPS Model. MT-DP 2011/5

Mária Lackó: The Poor Health Status of the Hungarians; Comparative Macro-Analysis of the Likely Explanatory Factors on Hungarian and Austrian Data, 1960-2004. MT-DP 2011/6

Fazekas Károly: Közgazdasági kutatások szerepe az oktatási rendszerek fejlesztésében. MT-DP 2011/7

Gábor Kézdi - Gergely Csorba: Estimating the Lock-in Effects of Switching Costs from Firm-Level Data. MT-DP 2011/8