

SZERB LÁSZLÓ–BUGÁR GYÖNGYI

## Informális befektetési hajlandóság és döntéshozatal a magyar lakosság körében

Tanulmányunk célja kettős. Egyrészt egy általunk összeállított kérdőív segítségével igyekeztünk meghatározni az informális befektetés alapvető jellemzőit – befektetési célok, befektetési forma, befektetési összeg szerint – Magyarországon. Másrészt arra törekedtünk, hogy az informális befektetéshez fűződő viszonyt és az informális befektetők különféle csoportjaiban fellelhető motivációkat feltárjuk. Ez utóbbi célból a tervezett viselkedés Ajzen [1991]-féle szociálpszichológiai elméletéből kiindulva az informális befektetési döntések magyarázatára felállítottunk egy fogalmi modellt, azaz azonosítottuk azokat a viselkedési attitűdöket, szubjektív normákat, a befektető által érzékelt viselkedési korlátokat és demográfiai jellemzőket, amelyek nagy valószínűséggel befolyásolják az informális befektetési hajlandóságot. Nyolc tényezőnek (érezkelt ügynökkockázat, észlelt üzleti kockázat, jövedelem, képzettség, vállalkozói ismeretek, vállalkozói tapasztalat, nem, életkor) a vállalkozási hajlandóságra gyakorolt hatását igyekeztünk feltárni az egyes informális befektetői csoportokban. Fogalmi modellünkre alapozott hipotéziseinket multinomiális logisztikus regressziós elemzéssel teszteltük.\*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: D81, G24, M13.

Wetzel üzleti angyalokról szóló úttörő munkáit követően látványos módon megszorodtak az informális befektetőkkel és az informális kockázati tőkével foglalkozó tanulmányok (Wetzel [1981], [1983]). Wetzel megközelítésének felhasználásával nagyszámú, a befektetők demográfiai jellemzőit leíró úgynevezett ABC vagy másképpen szólva *első generációs* tanulmány jelent meg,<sup>1</sup> amelyek különböző régiókra, illetve országokra lebontva lényegében megismételték a Wetzel által megfogalmazott alap gondolatokat és következtetéseket.

\* Szerb László ezúton mond köszönetet az OTKA-nak a K 81527. számú projekthez nyújtott pénzügyi támogatásért. Bugár Gyöngyi köszönetet mond a Magyar Tudományos Akadémiának a Bolyai János Kutatási Ösztöndíj formájában nyújtott támogatásáért.

<sup>1</sup> *A = attitude* (beállítottság), *B = behavior* (viselkedés), *C = characteristics* (tulajdonságok, jellemzők).

Szerb László egyetemi tanár, Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar (e-mail: szerb@ktk.pte.hu).

Bugar Gyöngyi egyetemi docens, Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar (e-mail: bugar@ktk.pte.hu).

A tanulmányok második generációja olyan új kérdéseket vetett fel, mint a befektetési döntési folyamat és ennek vállalkozáspolitikai következményei, az üzleti angyalok tipologizálása, valamint az üzletiangel-hálózatok leírása (*Harrison–Mason* [1999]). A Global Entrepreneurship Monitor (GEM) projekt 2000-es években kezdődő kutatásai tették lehetővé a korábbi, kizárólag üzleti angyalokra vonatkozó vizsgálatoknak az informális befektetők más csoportjaira – köztük a sokáig figyelmen kívül hagyott családtagokra – történő kiterjesztését (*Bygrave és szerzőtársai* [2003], *Bygrave–Hunt* [2004], [2007]). A 2000-es években több olyan tanulmány is napvilágot látott, amely elsősorban az ügynökélméletekre építve az informális befektetés *ex ante* és *ex post* kockázatkezelési módszereit taglalta (*Van Osnabrugge* [2000], *Kelly–Hay* [2001], *Arthurs–Busenitz* [2003]).

A témakörben megjelenő tanulmányok nagy száma és a bennük felmutatott eredmények ellenére az informális befektetések még mindig nem eléggé mélyen kutatott – a klasszikus pénzügyi kutatások vonalától meglehetősen távoli – területnek számítanak (*Harrison–Mason* [1999], *Mason* [2006]). Egy nemrégiben megjelent cikkben például *Pare–Redis–Sahut* [2009] a vállalkozói pénzügyek kategóriájában kizárólag a formális kockázati tőkére tesz említést. Bár egyes becslések szerint az informális befektetések nagyságrendje 8–15-ször felülmúlja a klasszikus kockázati tőke volumenét, az informális befektetések valódi nagysága ismeretlen (*Bygrave–Hunt* [2007]). Az informális befektetések potenciálisan nagy hányada az „intimitás leple” alatt rejtve marad (*Gaston* [1999], *Makra–Kosztópulosz* [2004]).

Amíg az informális befektetők előkelő csoportja, az üzleti angyalok viszonylag alapos vizsgálatok tárgya, addig a családon belüli informális befektetéseket többnyire az irracionális kategóriájába sorolja a szakirodalom, amelyek esetében a rokoni kapcsolatok kizárják az ésszerű gazdasági megfontolásokat (*Riding* [2008]). A befektetések ez utóbbi típusát gyakran „szeretetpénzként” (*love money*) aposztrofálják (*Mason* [2006]). A befektetők egy másik jelentős csoportját azért rekesztik ki az informális befektetők közül, mert a szakirodalom *uralkodó meghatározása* értelmében az informális befektetők az *induló befektetések tőkéjének finanszírozásához* járulnak hozzá. Felvetődik a kérdés, hogy mi a helyzet, amikor az informális befektetők már létező cégeket finanszíroznak. Egy további, széles körben elterjedt, de kutatással nem igazán alátámasztott nézet az informális befektetések finanszírozási formáját érinti. Ezek szerint az informális befektetők vissza nem fizetendő tulajdonrészhez jutnak a támogatásért cserébe, azaz klasszikus hitelnyújtást nem végeznek. Magyar üzleti körökben terjedő hírek viszont arról szólnak, hogy az informális befektetők hitelnyújtása meglehetősen gyakori.

A legtöbb empirikus tanulmány csak néhány tucat, de a legjobb esetben is csak néhány száz informális befektetéből álló mintára támaszkodik. Bizonyos országok, mint például az Egyesült Államok, az Egyesült Királyság és a skandináv országok (Norvégia, Svédország) túlreprezentáltak, míg más országok hiányoznak az informális befektetések térképéről.

A több országot átfogó minták (lásd például *Hindle–Rushworth* [1999], *Szerb–Terjesen–Rappai* [2007]) kifejezetten ritkák. Sok tanulmány lényegében csak anélkül ismétli meg egy másik országban végzett korábbi felméréseket, hogy hozzájárulna az informális befektetőkről és az informális befektetésekről szerezhető tudásunk gyarapításához. Az ilyen jellegű kutatások – a korábban már említett GEM-kutatást kivéve – további

jellemzője a következetes adatgyűjtés hiánya és a mintavétel torzítottsága. A témával foglalkozó empirikus tanulmányokból többnyire hiányzik a megfelelő referenciacsoport is, amelynek következtében nehezen megítélhető, hogy melyek az informális befektetés elutasításához vezető okok (*Makra-Kosztopolosz* [2004] 727–728. o.).

A helyzet az informális befektetési döntéseket magyarázó elméletek kifejlesztése tekintetében sem kedvezőbb. Bár egyes tanulmányok legalább bemutatnak fogalmi modelleket, a legtöbb cikk azonban pusztán a végzett felmérés leírását, nem pedig elemzését adja. Jól megalapozott elméletek hiányában a megjelenő tanulmányok csak csekély hatással lehetnek a vállalkozáspolitikára, hiszen nem nyújtanak megfelelő irányelveket a gazdasági döntéshozók számára. Az itt említett problémák új megközelítések kialakítását teszik szükségessé az informális befektetések vizsgálatában.

## A kutatás központi kérdésköre

Az informális befektetésekkel foglalkozó kutatásokat még mindig az angolszász tradíciók határozzák meg. A legtöbb amerikai kutató az informális befektetőket az üzleti angyalok szinonimájának tekinti. Az üzleti angyalok – az általánosan elfogadott meghatározás szerint – induló vállalkozások számára tőkét (kivéve a befektetési alapokba, illetve a részvényekbe fektetett tőkét) biztosítanak úgy, hogy a vállalkozó személyével nem állnak rokoni (családi) kapcsolatban (*Hindle-Rushworth* [1999], *Mason* [2006], *Mason-Harrison* [1999]). Az üzleti angyalok befektetéseinek megkülönböztető vonása rendszerint a magas befektetési érték. Empirikus vizsgálatok szerint az üzleti angyalok általában idősebb férfi befektetők, akik nemcsak tőkét biztosítanak a vállalkozás számára, hanem vállalkozói tapasztalatokkal is rendelkeznek. Aktívan részt vesznek a vállalkozás irányításában és a vállalkozási stratégia meghatározásában, vagy rendszeres segítséggel és tanáccsal járulnak hozzá a vállalkozás sikeréhez (*Freear-Sohl-Wetzel* [2002], *Cowling-Murray-Harding* [2003], *Sullivan* [1991]).

A fenti meghatározásra támaszkodók számára – bizonyos variációkkal – az informális befektetők megegyeznek az üzleti angyalokkal. A GEM-kutatás ugyanakkor az informális befektetők különböző csoportjait különíti el. A klasszikus üzleti angyalokon (az úgynevezett vakmerő befektetőkön) túl a másik két befektetői csoport a családtagok és a barátok. Az említett befektetői csoportokra a GEM 3F néven [*Foolhardy investors* (vakmerő befektetők): üzleti angyalok, *Family members*: családtagok, *Friends*: barátok] hivatkozik. Meggyőződésünk, hogy az informális tőkepiac e három befektetői csoportot tartalmazza, így az informális befektetők meghatározására a GEM által adott definícióból indulunk ki. Informális befektetőn mi azt a személyt értjük, aki olyan, nem saját tulajdonú üzleti vállalkozásba fektet tőkét, amelynek tulajdonosával akár családi kapcsolatban is lehet. A GEM-től eltérően azonban mi az informális befektetésen nem csupán a korai fázisú finanszírozást értjük, hanem a cég életciklusának valamely későbbi szakaszában történt befektetést is.

Bár a kockázati tőkésekhez képest az informális befektetőket altruista és hedonista motívumok egyaránt befolyásolják, számukra is a legfőbb hajtóerő a magas hozam, ezért a kivételesen magas növekedési lehetőségeket rejtő befektetések iránt

érdeklődnek (*Makra–Kosztopoulosz* [2006]). Az intézményes pénzügyi befektetők (a bankok és kockázatitőke-befektetők) rendszerint – a befektetés értékéhez képest magas kockázat, a befektetéshez kapcsolódó tranzakciós, valamint az információs aszimmetriából adódó ügynöki költségek miatt – nem hajlandók az előbb említett magas növekedési lehetőségekkel kecsegtető vállalkozások finanszírozására. Ennek következtében az üzleti angyalok az így fellépő „finanszírozási rés” kitöltésében játszanak fontos szerepet (*Mason–Harrison* [2002], *Harding–Cowling* [2006], *Madill–Haines–Riding* [2005], *Szerb* [2009]).

Az informális befektetésekről eddig kialakult kép azt sugallja, hogy ezek különösen fontosak a cég bizonyos életciklusaiban, ideértve az induló és fejlődő vállalkozásokat (*Sørheim–Landström* [2001], *Freear–Sohl–Wetzel* [1994]). Ez a kijelentés feltehetően azokra az országokra érvényes, amelyekben fejlettek a pénzügyi intézmények, és a banki szféra alkalmas arra, hogy biztosítsa a szükséges forrásokat a fejlődésük későbbi fázisában lévő, érettebb vállalkozások számára. Más lehet a helyzet, ha a pénzügyi szféra nem eléggé fejlett. Például a magyar kis- és középvállalkozások mindössze 30-40 százaléka tekinthető bankképesnek (összehasonlításképpen a nyugat-európai országokban 80 százaléka) (*Béza és szerzőtársai* [2013]).

A leírtak alapján logikusnak tűnik az a feltételezés, hogy az informális befektetők a kevésbé fejlett országokban fejlődésük későbbi (érettebb) szakaszában lévő vállalkozásokat (is) finanszíroznak, és a finanszírozás formája – a tőkefinanszírozással szemben – főként hitelfinanszírozás. Egészen mostanáig e magállapítást csak különböző megtörtént esetek példáival próbálták igazolni Magyarországon. Ez felveti egy olyan átfogó adatgyűjtés és elemzés szükségességét, amellyel bizonyítani lehet azt az állítást, hogy az érettebb vállalkozások Magyarországon gyakran élnek az informális befektetőktől származó hitelfinanszírozás eszközeivel.

Az informális befektetés kockázatainak vizsgálata meglehetősen egyenetlen képet mutat. A háromfajta kockázat – üzleti kockázat, finanszírozási kockázat és ügynöki kockázat – közül az ügynöki kockázatról meglehetősen keveset írtak, a három kockázat együttes elemzésére pedig, tudomásunk szerint, még senki sem tett kísérlet. Ebben a tanulmányban a hangsúlyt az ügynöki kockázatra helyezzük, de emellett az üzleti kockázat informális befektetésre gyakorolt hatását is vizsgáljuk.

1. *Az üzleti kockázat* a cég működésével (technológia, iparág, árak, alkalmazottak stb.) kapcsolatos, amelyet a jó menedzsment és megfelelő stratégia képes befolyásolni, csökkenteni (*Mason–Stark* [2004], *Sapienza–Manigart–Vermeir* [1996]). Így az informális befektetés célvállalatának tulajdonosát/menedzserét jellemző vállalkozói tulajdonságok és tapasztalatok fontos jelzést adhatnak a potenciális befektetőnek az üzleti kockázatok kezelési és csökkentési képességeiről. A legkockázatosabbak a tapasztalattal nem rendelkező, *de novo* vállalkozók, akik először indítanak új céget. Az informális befektető saját múltbeli vállalkozói tapasztalata lehetővé teszi, hogy a befektetésre kiszemelt cég üzleti kockázatait reálisan értékelje.

2. *A finanszírozási kockázatok* a cég tőkeáttételéből, eladósodottsági szintjéből fakadnak. Bár a vállalkozó legtöbbször azért fordul informális befektetőhöz, mert máskülönben nem jut tőkéhez vagy hitelhez, a cég eladósodhat beszállítóval szemben is. Az esetleges felszámolásnál az informális befektető a sor legvégén áll, nagy valószínűséggel elbukva teljes befektetését. A befektetők fedezetek, garanciák

megkövetelésével, a cég működésének a nyomon követésével, a befektetett pénzek „csepegtetésével” csökkenthetik ezt a fajta kockázatot.

3. Az *ügynöki kockázat* a vállalkozó és az informális befektető közötti kapcsolatból ered (Fiet [1995], Van Osnabrugge [2000]). Idesorolható a morális kockázat, a pénzek nem az ígéretnek megfelelő felhasználása és a befektető szándékos megfélembre vetése. Az ügynökelmélet szerint ezeknek a kapcsolati kockázatoknak a velejárói az ügynöki költségek (Arthurs–Busenitz [2003], Kelly–Hay [2003]). Az informális befektetőknek leginkább a csupán saját érdekeiket követő (*opportunistic*) vállalkozók kiszűrésére kell törekedniük. A lehetséges befektető és a vállalkozó közötti információs aszimmetria nehezíti a kiválasztást. A vállalkozó természetesen megpróbál pozitív képet festeni cégéről, elhallgatva vagy nem kellően kiemelve a negatív jellemzőket és tendenciákat. Gyakori a saját menedzseri, kockázatkezelési képességek túlértékelése is. A vállalkozó korábbi személyes ismerete vagy a megfelelő személyes referenciák hatékonyan csökkenthetik az ügynöki kockázatokat. Ebből a szempontból a rokoni kapcsolatot inkább tekinthetjük racionális eszköznek a morális kockázattal összefüggő ügynöki költségek csökkentésére, semmint könnyű hozzáférésű szeretetpénznek. A szakirodalom az ügynökelméletet – az üzleti angyalok viselkedésének magyarázatában elért sikere ellenére – mind a mai napig nem alkalmazta kellő mélységben az informális befektetők más csoportjaira. Sőt számos kutató kirekeszti az üzleti angyalok kategóriájából a vállalkozó korábbi személyes ismeretét, esetleg rokoni kapcsolatát, ahelyett hogy a kockázatok csökkentésének hatékony eszközeként fogná fel.

Nyilvánvaló, hogy az informális befektetők különböző csoportjai eltérő beállítottsággal, viselkedéssel és tulajdonságokkal rendelkeznek (Erikson–Sorheim–Reitan [2003], Maula–Autio–Arenius [2005], Szerb–Terjesen–Rappai [2007]). Az informális befektetővé válást alapvetően befolyásolják az olyan tényezők, mint a vállalkozó ismerete, korábbi tulajdonosi és vállalkozásindítási tapasztalatok, valamint személyes jellemzők (nem, magas jövedelem) (Maula–Autio–Arenius [2005], Szerb–Terjesen–Rappai [2007]). Ugyanakkor azok, akik még sohasem végeztek informális befektetést, korántsem alkotnak homogén csoportot. Elképzelhető, hogy közülük egyesek hajlandók lennének forrást nyújtani egy vállalkozáshoz, de még sohasem keresték meg őket ez ügyben. Mások eleve elutasítják az informális befektetést. Az informális befektetésről szóló felmérések általában nem kérdezik meg azokat, akik már utasítottak vissza informális részvételt vállalkozásfinanszírozásban. Mi fontosnak tartjuk, hogy egy informális befektetőkről szóló átfogó kutatás és mintavétel tartalmazza mindazokat, akik már hajtottak végre informális befektetést; akik még nem fektettek be, de bizonyos körülmények között hajlandók lennének befektetni; és akik teljesen elutasítják a befektetést. Tanulmányunk saját – korábbi GEM-adatokon alapuló – kutatásunkon kíván ebbe az irányba továbblépni kérdőív kidolgozásával. Ezen túlmenően az ügynöki kockázatot más munkákban eddig nem modellezett és nem tesztelt módon kívánjuk megközelíteni, ami szintén a tanulmány novumai közé sorolható.

Az informális befektetők „tartalékhadseregét” képezők vizsgálatának célja, hogy feltárhassuk az egyes intézkedések, reformok, intézményi változások vagy válságok hatását. A GEM-felmérés szerint az informális befektetői ráta (egy ország 18 és 64 év közötti lakosságából azok aránya, akik az elmúlt két évben nem saját tulajdonú

kezdő vállalkozásba fektettek) Magyarországon 2007-ben 0,8, 2008-ban 1,1 százalék volt. 2009-ben ez 4,7 százalékra emelkedett, és azóta is stabilan 4 százalék felett van. Nyilvánvaló, hogy a 2008 és 2009 közötti négyszerest meghaladó növekedés összefüggésben van a válságnak a banki hitelezésre gyakorolt hatásával. Nagy valószínűséggel a banki hitelezés rohamos beszűkülése miatt dinamizálódott az informális befektetési piac. Más országok esetében ilyen drasztikus változást nem lehetett tapasztalni.

## Elméleti háttér

### *Az informális befektetői viselkedés magyarázó modellje*

Az informális befektetések témaköre tipikusan empirikus kutatási terület. Annak ellenére, hogy a közelmúltban indított Venture Capital című folyóirat szerkesztői üzenetében *Harrison–Mason* [1999] megfogalmazta egy, az informális befektetést leíró elmélet kifejlesztésének szükségességét, sajnos az utóbbi másfél évtizedben nem sok eredmény született. Kivételt kizárólag a hagyományos üzleti angyalok viselkedésének leírására szolgáló ügynökelméletek jelentenek. Ezek hátránya, hogy nem vesznek tudomást az informális befektetők más csoportjairól.

Ebben a tanulmányban célunk az informális befektetők különféle csoportjaiban fellelhető motivációk és magatartási minták vizsgálata – arra a kérdésre kívánunk választ adni, hogy melyek a különböző befektetői csoportokban az informális befektetési hajlandóság magyarázó tényezői.

Az informális befektetők egyes csoportjainak viselkedését magyarázó modell kidolgozásában az *Ajzen* [1991] által kifejlesztett szociálpszichológiai teóriára, a tervezett viselkedés elméletére (*Theory of Planned Behavior*) támaszkodtunk. Ennek értelmében az egyén tényleges viselkedését egy konkrét helyzetben a viselkedési szándék vezérli. A viselkedési szándékot az egyéni viselkedési attitűdök, szubjektív normák, valamint az egyén által érzékelt, a viselkedést könnyítő és/vagy nehezítő tényezők befolyásolják. Az utóbbiakra viselkedési kontrollként szokás hivatkozni.

Viselkedési attitűdön az egyénnek az adott viselkedés kiváltásával kapcsolatos pozitív és negatív érzéseit értjük. *Ajzen* [1991] szerint a viselkedési attitűd azáltal alakul ki, hogy az egyén értékeli a viselkedés következményeit, valamint azt, hogy a viselkedés által kiváltott következményeket mennyire tartja kívánatosak a maga számára.

A szubjektív normákat az egyén azzal kapcsolatos érzelmi határozzák meg, hogy vajon a számára fontos személyek támogatják-e az adott viselkedést. Bármely referenciaszemély vagy társadalmi csoport véleményének súlyát az befolyásolja, hogy az egyén mennyire motivált abban, hogy megfeleljen az adott személy vagy a szűkebb-tágabb környezet igényeinek.

A viselkedési kontrollt az determinálja, hogy az egyén milyen korlátokat érzékel az adott viselkedés megvalósításával kapcsolatban. *Ajzen* [1991] ennek a tényezőnek a hatását folytonosnak írja le, amely a könnyen megvalósítható viselkedéstől egészen a jelentős erőfeszítést, forrásokat igényelőkig terjed. Mi a modellünkben erre a kategóriára az *érezkelt viselkedési korlátok* kifejezést használjuk.

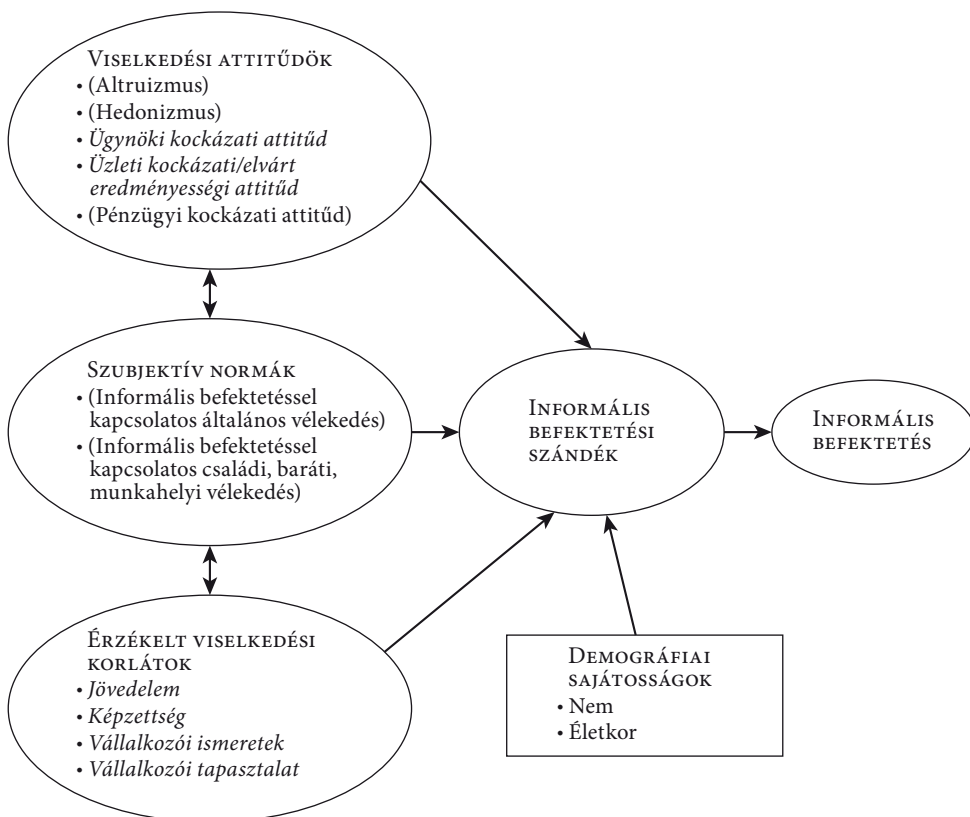


Bár Ajzen modelljében eredetileg a viselkedés és a viselkedési kontroll közötti kapcsolatot a viselkedés és a tényleges – nem pedig az érzékelt – viselkedési kontroll közötti kapcsolatként kívánta megjeleníteni, a tényleges kontroll értékelésének nehézsége végül is az érzékelt viselkedési kontroll (esetünkben érzékelt viselkedési korlátok) alkalmazásához vezetett.

Annak érdekében, hogy Ajzen modelljét vizsgálataink céljának megfelelő tartalommal töltsük meg, a viselkedési attitűdök kategóriájában több befolyásoló tényezőt is azonosítottunk (1. ábra). Zárójelben szerepeltettük azokat a tényezőket, amelyek ugyan a teljes modellhez hozzátartoznak, azonban tesztelésüket az itt bemutatott kutatásban nem végeztük el. A befektetés céljai helyett vizsgálatunk elsősorban a kockázatokhoz kapcsolódik, ezek közül is az ügynöki és az üzleti kockázatokhoz. Annak ellenére, hogy a szubjektív normák informális befektetési döntéshozatalban betöltött szerepének fontosságával kapcsolatban nincsenek kétségeink, a jelen kutatásban ezek szerepét nem vizsgáltuk.

### 1. ábra

Az informális befektetési döntést befolyásoló tényezők fogalmi modellje



Megjegyzés: a modell felállításában Ajzen [1991] (182. o. Figure 1.) tervezett viselkedést leíró, szociálpszichológiai elméletére (*Theory of Planned Behavior*) támaszkodtunk, azaz az általa adott keretrendszert töltöttük meg a vizsgálataink szándékának megfelelő tartalommal.

### *A kutatás hipotézisei*

A különböző befektetői csoportokat – a rokon befektetőket, a nem rokon befektetőket és a potenciális befektetőket – vizsgálva azt várjuk, hogy a kapcsolati kockázatok dominálnak a rokon befektetők körében, ugyanakkor a nem rokon befektetők és potenciális befektetők esetében a döntést befolyásoló befektetési szándékot elsősorban az érzékelt korlátok – jövedelem, végzettség, vállalkozói ismeretek, vállalkozói tapasztalat – alakítják.

Logikusnak tűnik az a feltételezés, hogy ha a potenciális befektető az ügynökkockázat növekedését érzékeli, kevésbé lesz hajlandó informális befektetésre. A vállalkozóval való személyes ismeretséget a befektetni szándékozók vélhetően az előbb említett kockázat csökkentésének módjaként érzékelik, azaz az ügynökkockázat egyfajta kezelési formájának tartják. A fentiek alapján a következő hipotézist állítottuk fel.

1. HIPOTÉZIS • *Ha az informális befektető fontosnak tartja, hogy általa már előzetesen ismert vállalkozó cégébe fektet, akkor ez növeli az informális befektetés valószínűségét. A hatást erősebbnek véljük a rokon befektetők körében, mint a potenciális befektetők és a nem rokon befektetők csoportjában.*

Úgy gondoljuk, hogy a leendő befektető a befektetés eredményességét (jövedelmezőségét) az általa érzékelt és vállalt üzleti kockázat kompenzációjának tekinti. Azt várjuk, hogy az üzleti kockázatnak a befektető által érzékelt növekedése negatívan befolyásolja a befektetési hajlandóságot. Ezt a várakozásunkat a 2. HIPOTÉZISBEN fogalmaztuk meg:

2. HIPOTÉZIS • *Az üzleti kockázat befektető által észlelt növekedése csökkenti a befektetési hajlandóságot. Azt várjuk, hogy e hatás erősebbnek mutatkozik a nem rokon és a potenciális befektetők körében, mint a rokon befektetők esetében.*

Modellünkben az informális befektetők által érzékelt viselkedési korlátok között négy tényezőt vettünk figyelembe. Ezek a jövedelem, a képzettség, a vállalkozói ismeretek és a vállalkozói tapasztalat. E tényezők mindegyike és az informális befektetési hajlandóság között pozitív kapcsolatot várunk. Ez azt jelenti, hogy az előbb említett tényezőkben bekövetkező növekedés – várakozásaink szerint – serkenti az informális befektetési hajlandóságot. Úgy véljük, hogy az iskolázottsági szint önmagában is hozzájárul ahhoz, hogy az illető nagyobb tudással, több információval rendelkezik, és ezáltal képes a vállalkozót és vállalkozását pontosabban megítélni. A GEM-adatbázisra épülő empirikus vizsgálatok enyhe pozitív kapcsolatot találtak az oktatás szintje és az informális befektetővé válás valószínűsége között (*Maula–Autio–Arenius [2005], Szerb–Terjesen–Rappai [2007], Wong–Ho [2007]*).

Az elmondottak alapján további hipotéziseink a következők.



3. HIPOTÉZIS • *Az informális befektető jövedelmének növekedése erősíti az informális befektetési szándékot. A hatást erősebbnek várjuk a nem rokon informális befektetői körben.*

4. HIPOTÉZIS • *Az informális befektető magasabb képzettségi szintje növeli az informális befektetési hajlandóságot. A hatást erősebbnek várjuk a nem rokon informális befektetői körben.*

5. HIPOTÉZIS • *Az informális befektető meglévő vállalkozói és pénzügyi ismeretei ösztönzik az informális befektetési szándékot. A hatást erősebbnek várjuk a nem rokon informális befektetői körben.*

6. HIPOTÉZIS • *Az informális befektető előzetes vállalkozói tapasztalata, gyakorlata növeli az informális befektetési hajlandóságot. A hatást erősebbnek várjuk a nem rokon informális befektetői körben.*

A fent említett tényezőkön kívül modellünkben még két demográfiai változót, a nemet és az életkort is figyelembe vettük az informális befektetési hajlandóságot befolyásoló tényezők között. Ráadásul az életkor esetében – az ilyen vizsgálatoknál szokásos módon – azt feltételezzük, hogy nem lineáris, hanem négyzetes a kapcsolat.

## Az adatállomány és az elemzés módszere

Kutatási módszerünk kérdőíves felmérés volt, amely 725 személyes interjún alapuló kérdőívet tartalmaz. Az érintett populáció a magyar felnőtt korú (18 év feletti) lakosság. Az interjúk lebonyolításában a Pécsi Tudományegyetem hallgatóira támaszkodtunk. A mintavétellel kapcsolatban két kikötéssel éltünk. Az első, hogy egy háztartásból csak egy személy vonható be a mintába. A második pedig, hogy a kérdezők által felkeresett személyek között legfeljebb egy lehet 25 év alatti. A tanulmányban közölt eredmények a 2007 és 2009 közötti időszakban végzett interjúkból származnak.

Hangsúlyozni kívánjuk, hogy az általunk használt minta nem reprezentatív a magyar felnőtt korú lakosság sokaságára nézve. A felmérésnek a mintavétel módjával kapcsolatos sajátossága, hogy az interjúkat végző hallgatók arra hajlottak, hogy vállalkozási tapasztalattal rendelkező személyeket vonjanak be a vizsgálatba. Ezzel magyarázható, hogy mintánkban az egyéni vállalkozók népességbeli súlyuknál magasabb arányban fordulnak elő. A hallgatói megkeresés előnye a szokásos közvélemény-kutató cégek adatfelvételével szemben, hogy a rokoni körből inkább várhatunk őszinte válaszokat, mintha idegen személy érdeklődne „kényes dolgok” iránt.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> A hallgatói adatgyűjtéssel kapcsolatban már hosszú évek tapasztalatával rendelkezünk. Elkerülendő a tömeges fiktív („íróasztal melletti”) kitöltést, minden hallgató csupán egy informális befektetői kérdőívet töltött ki a családi-ismerősi körön belül. A családtagok kiválasztásánál alapvetően az utolsó születésnap elvet vettük figyelembe. A hallgatók a kitöltésért nem pénzbeli juttatást, hanem pluszpontot kaptak.

*A minta alapvető jellemzői*

Az 1. táblázatban a 725 elemű minta egyedeit az informális befektetéshez fűződő viszonyuk szerint csoportosítottuk.

*1. táblázat*

A minta egyedeinek csoportosítása az informális befektetéshez fűződő viszonyuk alapján, 2007–2009

A megkérdezett viszonya	Esetszám	Százalék
Teljes mértékben kizárja	165	22,8
Potenciálisan adna	260	35,9
Nem tett, csak visszautasított informális befektetési ajánlatot	25	3,4
Egyszer kértek, egyszer adott	146	20,1
Saját maga kínált, vagy többször kérték és legalább egyszer befektetett	29	4,0
Többszörös befektető	100	13,8
Összesen	725	100,0

Az 1. táblázat alapján a 2007–2009-es évekre vonatkozóan az derül ki, hogy a megkérdezettek több mint egyharmada (37,9 százalék) életében legalább egyszer már volt informális befektető, sőt 13,8 százalékuk többször is befektetett. További, potenciálisan széles körű lehetőségek még vannak, hiszen a válaszadók 35,9 százaléka úgy nyilatkozott, hogy bizonyos feltételek mellett hajlandó lenne informális befektetésre, és csupán 22,8 százalék mondta azt, hogy soha senkinek semmilyen körülmények között sem adna pénzt vállalkozás finanszírozásához. Ezek az informális befektetési gyakoriságok lényegesen meghaladják az eddigi GEM-felmérések számértékeit. Igaz, mi nem csupán az elmúlt két évben, hanem az egész életpálya során történt informális befektetésre is rákérdeztünk. Egy további eltérés a GEM-felméréssel szemben, hogy nem csupán a kezdő, hanem a megállapodott cégek informális befektetéssel történő finanszírozása is hozzátartozott a vizsgálat tárgyához. Nagy valószínűséggel itt mutatkozik meg az adatfelvétel azon sajátossága is, hogy az adatfelvétel jórészt családi körben történt, így nagyobb valószínűséggel kaptunk pozitív választ az informális befektetést firtató kérdésre. Mindenesetre ezek a számok az informális befektetés magas gyakoriságáról szóló narratívákat és saját személyes tapasztalatainkat látszanak alátámasztani.

Mind egyik csoportban rákérdeztünk az informális befektetéshez fűződő viszony indokaira. Az informális befektetést visszautasítók által adott válaszokat a 2. táblázat szemlélteti.

A visszautasítások alapvető oka az általános félelem, a visszafizetés kockázatossága. Sokan úgy vélik, hogy az illetőnek más finanszírozási lehetőséget kellene keresni. Az üzleti vállalkozásoktól való idegenkedés nagy valószínűséggel a korlátozott információval függ össze, ezt az elutasítók majd fele megjelölte. A morális kockázatot is (a pénzt másra fordítja) a válaszadók több mint 40 százaléka emelte ki. A visszautasítók

## 2. táblázat

Az informális befektetést visszautasítók indokai a válaszadók százalékában

Idegenkedés/visszautasítás oka	A válaszadók százalékában
Túl kockázatosnak tartja, hogy visszafizetik-e a pénzt (nincs kidobni való pénze)	78,4
Úgy gondolja, hogy az illetőnek máshova kellene fordulnia, a bankokhoz vagy más állami intézményekhez, vagy pályáznia kellene	64,9
Alapvetően idegenkedik attól, hogy üzleti vállalkozást pénzeljen	47,8
Nem tudja ellenőrizni, hogy az illető tényleg a vállalkozásba fekteti a pénzt, és nem valami más célra fordítja	42,5
Nem tudja megítélni, hogy a vállalkozás mennyire lesz sikeres	38,1
Úgy gondolja, hogy az illetőnek saját magának kellene finanszíroznia a vállalkozást	36,6
Szívesen adna, de jövedelme csak a megélhetéshez elegendő, nincs semmi megtakarítása	26,1

nagyjából harmadának az a véleménye, hogy az illetőnek saját magának kellene finanszíroznia cégét. Érdekes, hogy a jövedelmi helyzettel meglehetősen kevesen magyarázták a visszautasítást.

A 3. táblázat a befektetést nem kizárók és elfogadók motivációit hasonlítja össze. Innen már látható, hogy melyek azok a problémák, amelyek egy potenciális, és melyek azok, amelyek egy tényleges befektetést végzőt motiválnak.

Ameddig a potenciális befektetők elsősorban az írott szerződéshez ragaszkodnának, a konkrét befektetést végzők több mint 50 százaléka a meggyőző üzleti ötletet emelte ki. A potenciális befektetők közel kétharmada komolyan aggódik a morális kockázatból adódó problémák miatt, ezért az előzetes ismertséget vagy a rokoni kapcsolatot a befektetés alapvető feltételének tekinti. A tényleges befektetést végzők esetében is fontos volt, hogy ismerős vagy családtag kérte a pénzt, de majd 20 százalékkal kevesebben jelezték ennek a fontosságát a potenciális befektetőkhez képest. Fedezetet a potenciális befektetők majd 60 százaléka kérne, ugyanakkor a befektetők esetében csak alig több mint 30 százalék jelölte meg indoknak a fedezetek meglétét. Említésre méltó, hogy míg a potenciális befektetők közel 50 százaléka ítélte fontosnak a befektetés jövedelmezőségét, addig a tényleges befektetők alig több mint 20 százaléka tulajdonított jelentőséget a magas hozam ígéretének. Ezt bizonyára a hitelnyújtók tőkebefektetőkkel (tulajdonosi részesedést szerzőkkel) szembeni magas aránya magyarázza az informális befektetők körében (lásd 4. táblázat). Közepesnek, illetve nem igazán fontosnak látszanak a befektetés altruista motívumai. Bár a potenciális befektetők 40 százaléka fontosnak véli a fiatalok támogatását, ezt a tényleges befektetőknek csak 16 százaléka tartotta lényegesnek. Ennek okát abban kell keresni, hogy a fiatalabb korosztály esetleg kevésbé próbál ilyen módon támogatáshoz jutni. A társadalmilag fontos terméket előállító cégek támogatása láthatóan nem szerepel a hazai preferenciák élén. A hedonista motívumok, a vállalkozás működésében történő

## 3. táblázat

Az informális befektetés feltételei és az informális befektetést már végzetek befektetésének okai (a válaszadók százalékában)

Befektetés feltétele	Potenciális befektető	Befektetés oka	Befektetést végző
Csak ha írásbeli szerződéses formába öntik a megállapodást, ami tartalmazza a folyósítás és a visszafizetés részleteit és a biztosítékokat	71,5	Az illető üzleti elképzelése, ötlete meggyőző volt	52,0
Csak olyannak adna, akit már jól ismer	65,4	Barát, ismerős, kolléga kérte	48,7
Csak ha az illető megfelelő biztosítékot, fedezetet tud adni a visszafizetés garantálására	58,5	Közeli rokon, családtag kérte	42,2
Csak ha meg tudják győzni arról, hogy jövedelmező a befektetés	47,7	Az illető megfelelő biztosítékot, fedezetet adott a visszafizetés garantálására	30,7
Csak közeli rokonnak, családtagnak adna	48,8	Az illető közeli vagy azonos helységben lakott	28,8
Fiatal vállalkozónak is adna	40,0	Az illető megfelelően magas hozamot ígért	21,5
Adna, ha társadalmilag hasznosnak találná a terméket/céget	22,7	Ha nem támogatja, munkanélküli lett volna az illető, vagy csődbe jutott volna a vállalkozás	21,5
Csak ha személyesen részt vehet a vállalkozás menedzselésében, irányításában	18,5	Ha személyesen részt vehetett a vállalkozás menedzselésében, irányításában	21,1
Csak ha az illető kisebbségi tulajdonrészt kínál a vállalkozásban	11,5	Az illető tulajdonrészt kínált a vállalkozásban	19,6
Adna, ha közeli vagy azonos helységben lakna az illető, hogy ellenőrizni tudja	11,2	Támogatni szeretett volna egy fiatal vállalkozót	16,4
Csak ha az illető többségi tulajdonrészt kínál a vállalkozásban	10,4	Megsajnálta az illetőt	16,0
Adna akár egy jó ötlettel rendelkező idegennek is	9,6	Kihívást keresett	9,5
Adna, ha az illető állást (részmunkaidős elfoglaltságot) kínálna	8,5	Társadalmilag hasznos céget/terméket akart támogatni	9,5
		Az illető részmunkaidős állást ajánlott	2,5

részvétel, illetve a tulajdonosi jogosítványok megszerzése is marginálisan lényegesnek látszik. Ez egybevág *Makra-Kosztopoulos* [2004], [2006] üzleti angyalokról készült korábbi vizsgálatainak eredményeivel.

#### 4. táblázat

Az informális befektetés formái és a befektetett összeg

	Esetszám	Százalék	Átlagos összeg (ezer forint)
Adomány	23	8,4	1442,7
Hitel	159	57,8	2975,1
Tőke (tulajdonosi részesedés)	71	25,8	5167,4
Összesen	243	92,0	3501,3
Nincs adat	22	8,0	-
Mindösszesen	275	100	3501,3

Mindenesetre az eddigi információk alapján kialakult kép szöges ellentétben áll azokkal – a főleg angolszász szakirodalmi – megállapításokkal, hogy az informális befektetők irracionálisan viselkednének. A potenciális és a tényleges befektetés motívumainak vizsgálata szerint az üzleti ötlet eladása akár baráti, ismerősi körben is fontos szempont, nem elegendő csak jó barátnak vagy csak rokonnak lenni. Ugyanakkor erősek az olyan, szintén racionálisnak mondható motívumok is, amelyek a kockázatok kezelését és csökkentését célozzák.

A 4. táblázatban látható a minta 275 informális befektetést végző személyének befektetési formája és a befektetett összeg átlaga. A táblázatból kitűnik, hogy a befektetések döntő része, közel 58 százaléka hitel formájában történt, a befektetők több mint negyede pedig tulajdonrészt szerzett a támogatott cégben. Vissza nem térítendő adományt adott a befektetők 8 százaléka. Az átlagos befektetett összegek az egyes befektetési formák között jelentősen különböznek. A vissza nem fizetendő adomány jellegű támogatás a legalacsonyabb, átlagban 1 millió 440 ezer forint. A leggyakrabban előforduló hitel átlaga 2 millió 980 ezer forint, ameddig a tulajdonrészt szerzők átlagosan 5 millió 170 ezer forintot ruháztak be a cégekbe.

Érdeemes megvizsgálni azt is, hogy az informális befektetést végzők milyen célokat támogatnak (5. táblázat). Az angolszász felfogás alapján informális befektetés új vállalkozások alapításához szükséges. A magyar adatokat tekintve ezzel szemben azt tapasztaljuk, hogy az alapítás alatt álló és a meglevő cégek bővítéséhez nagyjából ugyanannyian, a befektetők 44 százaléka adott pénzt. Alig volt olyan – mindössze négy befektető –, aki találmányt támogatott. Ugyanakkor a válsággal összefüggő pillanatnyi pénzzavar enyhítését a befektetők 34 százaléka jelölte meg. 28 olyan cég is volt – a minta több mint 10 százaléka –, ahol az átmeneti (vagy annak gondolt) likviditási problémák elkerülésénél is súlyosabb bajok kezelésére adtak pénzt a befektetők. Úgy véljük, hogy e vizsgálati eredmények alapján érdemes lenne más országokban is megnézni, tulajdonképpen mit is finanszíroznak az informális befektetők.

## 5. táblázat

Az informális befektetés céljai

A befektetés célja	Adott célt megjelölők	
	száma	százaléka
Új üzleti vállalkozás alapításához	112	40,7
Találmány ki- vagy továbbfejlesztéséhez	4	1,5
Üzleti vállalkozás bővítéséhez, beruházáshoz	120	43,6
További pályázathoz, pénzszerzéshez önrész céljából	16	5,8
Pillanatnyi likviditási problémák miatt, pénzzavar elkerülése céljából	93	33,8
Csődhelyzet, tönkremenés elkerülése céljából	28	10,2

A racionális gondolkodáshoz az is hozzátartozik, hogy a befektető mennyire tartja kontroll alatt befektetését. A 6. táblázat mutatja, hogy a befektetett összeg függvényében milyen gyakorisággal érdeklődött valaki befektetése állásáról. Olyan nem volt, aki legalább évente egyszer erre ne kérdezett volna rá. Látható, hogy a rendszeres ellenőrzést végzők aránya nő a befektetett összeg növekedésével. Különösen nagy az ugrás a félmillió forint feletti összeget befektetők esetében, ahol már a befektetők nagyjából 30 százaléka rendszeresen követi befektetését. Ez a komoly ellenőrzési arány 45 százalékra növekszik a legalább 4,5 millió forintot befektetők esetében. Az ellenőrzések megléte és gyakorisága mindenesetre cáfolja, hogy az informális befektetők magatartása irracionális lenne.<sup>3</sup>

## 6. táblázat

Az informális befektetés ellenőrzési gyakorisága és a befektetett összeg kapcsolata\*

Befektetett összeg (ezer forint)	Rendszertelen		Rendszeres		Összesen	
	ellenőrzés				esetszám	százalék
	esetszám	százalék	esetszám	százalék		
600 alatt	70	85,4	12	14,6	82	100,0
600–1500	36	70,6	15	29,4	51	100,0
1600–4500	32	84,2	6	15,8	38	100,0
4500 felett	22	55,0	18	45,0	40	100,0
Összesen	160	75,8	51	24,2	211	100,0

\* Rendszeres ellenőrzésen azt értjük, ha a befektető évente legalább egyszer célzottan, a befektetés ügyében találkozott a vállalkozóval. Rendszertelen ellenőrzésen azt értjük, ha a befektető alkalmasszerűen, más célú találkozások alkalmával érdeklődött befektetése iránt.

<sup>3</sup> A rokon kapcsolat szintje és az ellenőrzések gyakorisága között ilyenfajta összefüggést nem feleztünk fel.



### Az elemzés módszere

Az informális befektetési döntések különféle befektetői csoportokra jellemző releváns befolyásoló tényezőinek azonosításához multinomiális logisztikus regressziós elemzést alkalmaztunk. A függő változó az egyes informális befektetési formák közötti választást (az egyes befektetői csoportokhoz való tartozást) kifejező, kategorikus változó, amely 0 értéket kapott abban az esetben (ez egyben elemzésünk viszonyítási kategóriája), ha a válaszadó a befektetést egyértelműen elutasította (informális befektetést elutasítók). A mintának azok a tagjai, akik rokonok (közelebbi vagy távolabbi családtagok) vállalkozásába fektettek tőkét, 1 értéket (rokon befektetők), míg azok, akik nem rokonok által alapított vállalkozásba investáltak tőkét, 2 értéket kaptak (nem rokon befektetők). Abban az esetben, amikor a válaszadó eddig még nem fektetett pénzt mások által alapított vállalkozásba, de bizonyos feltételek mellett erre hajlandó lenne, a függő változó értéke: 3 (potenciális befektetők).

#### 7. táblázat

A multinomiális logisztikus regresszió elemzés magyarázó változói

Magyarázó változó	A feltett kérdés tartalma	Válaszlehetőségek
Érzékelt ügynekkockázat	A válaszadó számára fontos, hogy személyesen ismerje azt, akinek a vállalkozásába fektet	0 = nem, 1 = igen
Észlelt üzleti kockázat	A válaszadó számára fontos, hogy az üzleti ötlet meggyőző, a befektetés pedig jövedelmező legyen	0 = nem, 1 = igen
Jövedelem (szubjektív relatív jövedelem)	A válaszadó értékelése háztartása nettó jövedelméről	1 = jóval az átlag alatti, 2 = átlag alatti, 3 = átlagos, 4 = átlag fölötti, 5 = jóval az átlag feletti
Képzettség	A válaszadó diplomás-e?	0 = nem, 1 = igen
Vállalkozói ismeretek	A válaszadó vett-e részt vállalkozási és/vagy pénzügyi kurzuson, órákon?	0 = egyiken sem, 1 = egyiken, 2 = mindkettőn
Vállalkozói tapasztalat	A válaszadó volt-e már üzleti vállalkozás tulajdonosa?	0 = soha, 1 = volt (jelenleg is) tulajdonosa
Nem		1 = férfi, 2 = nő
Életkor (év)		1 = 18–24, 2 = 25–34, 3 = 35–44, 4 = 45–54, 5 = 55–64, 6 = 65 vagy felette

*Megjegyzés:* az életkor mellett annak négyzetét (életkor<sup>2</sup>) is szerepeltettük magyarázó változóként a modellben (vö. *Maula–Autio–Arenius* [2005]). Ez lehetővé teszi annak a tesztelését, hogy a vállalkozási hajlandóság az életkor függvényében egy darabig nő, majd az életkor további növekedésével ismét csökken (vagyis a vállalkozási hajlandóság az életkor függvényében fordított U alakú).

A multinomiális logisztikus regressziós elemzés jellemző vonása, hogy a függő változó négyféle értéke mellett (négy különböző befektetői kategória) három modell

becslésére van szükség. Ez a referenciakategóriával történő háromféle összehasonlítási lehetőséget fejezi ki: a három modell ugyanis a referenciakategóriával történő páronkénti összehasonlításokat tükrözi.

Célunk annak kimutatása volt, hogyan befolyásolja a független változóknak (a vállalkozási hajlandóságot magyarázó tényezőkben) bekövetkezett változás a befektetési szándékot. Ennek következtében logikusnak tűnik az informális befektetést elutasítók csoportjához mint referenciakategóriához történő viszonyítás. A modellben használt magyarázó változók leírása a 7. táblázatban található.

## Empirikus eredmények

Az eredményváltozó egyes értékeinek megfelelő mintaelemek számát és százalékos megoszlását a 8. táblázat mutatja. Látható, hogy a minta egyes befektetési csoportok szerinti megoszlása viszonylag kiegyensúlyozottnak tekinthető. Az is megállapítható, hogy valamennyi csoportban a modellbecsléshez hasznosítható elemszám száz fölött van.

### 8. táblázat

A multinomiális regressziós modell eredményváltozójának mintabeli megoszlása

Befektetői csoport	Elemsszám	Százalékos megoszlás
Befektetést elutasítók (0)	177	24,4
Rokon befektetők (1)	123	17,0
Nem rokon befektetők (2)	150	20,7
Potenciális befektetők (3)	274	37,8
Összesen	725	100,0

A 7. táblázatban szereplő magyarázó változók bevonásával, az SPSS 20-as verziójának segítségével lefuttatott multinomiális regresszió eredményeit a 9. táblázatban foglaltuk össze. A függő változó négy különböző értéke – a korábban mondottaknak megfelelően – esetünkben a három eltérő befektetői csoportra vonatkozóan három modell felállítását, és ezeknek az informális befektetést elutasítókkal (elemzésünk referenciacsoportjával) szembeni összehasonlítását teszi lehetővé.

A 9. táblázatban az egyes modellekhez és magyarázó változókhoz kapcsolódóan a becsült regressziós koefficiensek exponenciális értékeit (exponenciális béták) szerepeltetjük. Minden együtttható mellett jelöltük a szignifikanciára vonatkozó következtetéseket.

Mivel felmerülhet az a lehetőség, hogy a tőkebefektetők és a más formában – hitel, adomány, ajándék – támogatók motivációi esetleg eltérhetnek egymástól, ezért a regressziót a 71 tulajdonosi tőkét befektető nélkül is lefuttattuk. Az így kapott eredményeket összevetve a teljes állományra vonatkozó számításokkal, az eredmények – a vállalkozói tapasztalat és az üzleti kockázat kivételével – gyakorlatilag ugyanazok.

## 9. táblázat

A multinomiális regressziós elemzés eredményei az egyes informális befektetői kategóriákban

	Rokon befektetők		Nem rokon befektetők		Potenciális befektetők	
	teljes	tőkebefektetők nélküli	teljes	tőkebefektetők nélküli	teljes	tőkebefektetők nélküli
	adatállomány		adatállomány		adatállomány	
Észlelt ügynökkockázat	27,72***	53,45***	5,21***	8,31***	1,83***	1,81***
Észlelt üzleti kockázat	0,77	0,75	0,67	0,50***	0,58**	0,59**
Szubjektív relatív jövedelem	1,93***	1,85***	2,39***	2,21***	1,43**	1,41**
Képzettség	1,25	1,23	1,47	1,44	1,60**	1,59*
Vállalkozói ismeretek	1,12	1,17	0,99	0,99	1,09	1,09
Vállalkozói tapasztalat	1,45	1,22	2,03*	1,50	0,93	0,93
Nem	1,12	0,31	0,67	0,67	0,79	0,78
Életkor	0,33**	0,31*	0,52	0,59	0,22***	0,23***
Életkor négyzete	1,23***	1,30	1,10	1,08	1,22***	1,23***
Nagelkerke $R^2$	0,28	0,29	–	–	–	–

*Megjegyzés:* a táblázatban feltüntetett együttthatók az exponenciális béták.

Eredményváltozó: 0 = informális befektetés elutasítása; 1 = olyan vállalkozásba történő befektetés, amelynek tulajdonosával a befektető rokoni kapcsolatban áll; 2 = olyan vállalkozásba történő befektetés, amelynek tulajdonosával a befektető nem áll rokoni kapcsolatban (például barát, szomszéd vagy korábban a vállalkozó számára ismeretlen); 3 = eddig nem fektetett mások vállalkozásába, de bizonyos feltételek mellett erre hajlandó lenne. Az informális befektetést elutasítók csoportja referenciakategóriaként szolgált.

\*\*\* $p < 0,01$ , \*\* $p < 0,05$ , \* $p < 0,1$ .

A tőkebefektetőket tartalmazó nagyobb mintában a vállalkozói tapasztalat hatása a nem rokon befektetők körében szignifikáns. Ez azt jelzi, hogy a vállalkozói tapasztalat a tőkebefektetést végzők esetében az informális befektetés fontos tényezője. Az üzleti kockázat paraméterének szignifikánssá válását a későbbiekben magyarázzuk.

A 9. táblázatból látható, hogy a vállalkozó személyes ismerete (illetve az ezt preferáló attitűd) – amelyet kutatásunkban az érzékelt ügynökkockázat csökkentésének módjaként interpretáltunk – mindhárom befektetői kategóriában növeli a befektetési hajlandóságot. Ez a hatás mindhárom modellben szignifikánsnak mutatkozott, és a rokon befektetők csoportjában volt a legerősebb. Ezzel az 1. HIPOTÉZIST sikerült igazolni.

Az észlelt üzleti kockázatok csökkentik az informális befektetővé válást mind a három csoport esetében, viszont a hatás csupán a potenciális befektetők körében és a nem rokon (tőkebefektetők nélküli) csoportban szignifikáns (részben ezt mondja ki a 2. HIPOTÉZIS). Az, aki fontosnak tartja a befektetés jövedelmezőségét, a meggyőző üzleti ötletet, meg tudja ítélni, hogy a vállalkozás mennyire lesz sikeres, meggondolja, hogy informális befektető legyen-e. A tőkebefektetést végzők megítélése a

teljes állományt tartalmazó csoportban nem szignifikáns. Ez azt sugallja, hogy a tőkebefektetők az üzleti kockázatokat nagy valószínűséggel jobban tudják kezelni. Ezt a feltételezést erősíti, hogy ugyanebben a körben a vállalkozói tapasztalat paramétere szignifikánssá vált. Ugyanakkor felmerül az probléma, hogy a nem tőkebefektetést végző informális befektetők a tényleges üzleti kockázatokat túlértékelik, és ennek következtében elállnak egy akár sikeresnek ígérkező befektetéstől.

A jövedelem növekedése ugyanakkor mindhárom befektetői kategóriában szignifikánsan erősíti a befektetési szándékot. Ez a hatás – előzetes várakozásainknak megfelelően – a nem rokon befektetői körben volt a legerősebb (a 9. táblázatban közölt eredmények alapján ebben a körben az, hogy valakinek a szubjektív relatív jövedelmében egy kategóriának megfelelő „ugrás” következik be – egyéb tényezők változatlansága esetén –, átlagosan közel 140 százalékkal növeli a befektetési hajlandóságát). A 3. HIPOTÉZIST tehát támogatják az általunk kapott eredmények.

A képzettség befektetési hajlandóságra gyakorolt hatása – ugyan mindhárom befektetői kategóriában pozitív volt – kizárólag a potenciális befektetők csoportjában bizonyult szignifikánssnak. Az a tény, hogy valaki diplomával rendelkezik, várhatóan – egyéb tényezőket változatlannak tekintve – ebben a csoportban közel 60 százalékos növekedést váltana ki a befektetési szándékban. Megállapíthatjuk, hogy 4. HIPOTÉZISÜNKET csak részben sikerült igazolnunk.

Eredményeink nem támogatják az 5. HIPOTÉZIST, azaz egyik befektetői körben sem sikerült szignifikáns pozitív kapcsolatot kimutatnunk a vállalkozói ismeretek és a befektetési hajlandóság között.

A vállalkozói tapasztalat hatása csak a teljes adatállománybeli, nem rokon befektetők csoportjára mutatkozott statisztikailag szignifikánssnak, így 6. HIPOTÉZISÜNKET is csak részben sikerült megerősítenünk.

A 9. táblázatban közölt eredmények szerint a *befektető neve* egyik informális befektetői körben sem gyakorol statisztikailag szignifikáns befolyást a vállalkozási hajlandóságra. Az *életkor* befolyását kifejező, más országokban tapasztalt hatást (lásd például *Maula–Autio–Arenius* [2005]) nem sikerült igazolni. Sőt kutatásunk mindhárom befektetői csoportra vonatkozóan ennek ellenkezőjét erősítette meg, és a rokon, valamint a potenciális befektetők csoportjában ez szignifikánssnak bizonyult. Szemléletesen kifejezve: az életkor és informális befektetői hajlandóság között a fordított *U* alak helyett *U* alakra utaló eredményeket kaptunk (tehát az életkor függvényében a vállalkozási hajlandóság először csökken, majd ismét nő). A potenciális befektetői körben ez a hatás erősen szignifikáns, ami arra utal, hogy – egyéb tényezők változatlansága esetén, különösen ebben a csoportban – a fiatalabbak és idősebbek befektetési hajlandósága nagyobb, mint a középkorúaké.

## Összegzés

A tudományos kutatások egyik fontos megkülönböztető ismérve, hogy az adott jelenséggel kapcsolatos vélekedések és konkrét eseteírások után eredve, azok tényleges, empirikus adatokkal történő alátámasztását vagy cáfolatát adja. Az

informális befektetés tudományos vizsgálata is ilyen idevágó események alapján indult el, ahol az elmúlt 35 év kutatásai ellenére még mindig meglehetősen sok a homályos pont. Az informális befektetések vizsgálata komoly angolszász, elsősorban amerikai gyökerekkel rendelkezik, ami máig meghatározza a kutatás kereteit és irányait. A vállalkozói és befektetői tapasztalatokkal rendelkező üzleti angyalok hosszú ideig voltak az informális befektetők szinonimái, fontos szerepet töltenek be a magas növekedési potenciálú, innovatív kezdő és fiatal vállalkozások finanszírozásában, kitöltve azt a tőkerést, amit sem a bankok, sem a kockázati tőkések nem tudnak, vagy nem akarnak kitölteni.

Az üzleti angyalokhoz képest az informális befektetők további csoportjait (családtagok, barátok vagy ismerősök) sohasem vizsgálták – annak ellenére sem, hogy a GEM-adatfelvétel a 2000-es évek elejétől ékesen mutatta, hogy a klasszikus üzleti angyalok mind számban, mind befektetési összegben az összes informális befektetőnek csak a töredékét teszik ki. Ugyanakkor a GEM-felmérés nem tette lehetővé az informális befektetési attitűdök és magatartás vizsgálatát, mivel a kérdések csupán a felméréstől eltelt két év informális befektetéseire vonatkoznak, azok közül is csak a kezdő vállalkozásokat finanszírozókra. A kutatók nem igazán ellenőrizték azt sem, hogy a befektetés vajon tényleg dominánsan tőke formájában történik-e, vagy pedig szerepet játszik a hitel is.

Tanulmányunkkal kettős célt kívántunk elérni. Egyrészt egy újonnan kifejlesztett kérdőív segítségével igyekeztünk meghatározni az informális befektetés tényleges gyakoriságát és alapvető jellemzőit – befektetési célok, befektetési forma, befektetési összeg – Magyarországon. Másrészt arra törekedtünk, hogy az informális befektetéshez fűződő viszonyt és az informális befektetők különféle csoportjaiban fellelhető motivációkat feltárjuk. Az eddigi tanulmányok az informális befektetés kockázatai kapcsán csupán az üzleti és a finanszírozási kockázatról írtak, mi az informális befektetés harmadik, a morális kockázattal következtében fellépő ügynöki kockázatát is azonosítottuk. Sőt felfogásunk szerint az informális befektetőhöz fűződő rokoni, baráti kapcsolat nem pusztán a könnyű hozzájutású szeretetpénz, hanem sokkal inkább az ésszerű ügynöki kockázat mérsékelésének a jele.

A 725 elemű, nem reprezentatív minta megoszlásának vizsgálata alapján a következők szűrhetők le:

1. az informális befektetés Magyarországon sokkal gyakoribb, mint azt a korábbi kutatások alapján véltük – a megkérdezettek több mint harmada már volt életében informális befektető;

2. az informális befektetést csupán az emberek negyede utasítja el teljes mértékben;

3. az informális befektetők a befektetési döntés meghozatala során meglehetősen racionálisan viselkednek, még családi körben is;

4. az informális befektetés alapvető formája a hitel (közel 60 százalék) és csupán a befektetések negyede történik tulajdonrész vételével. A vissza nem fizetendő adomány aránya 10 százalék alatt van. Ugyanakkor a tőkét juttatók átlagban csaknem kétszer annyit fektettek be (5,2 millió forint), mint a hitelt nyújtók (3 millió forint) ;

5. az informális befektetők a kezdő vállalkozásokkal körülbelül azonos arányban támogatnak már meglevő cégeket (44 százalék). Ugyanakkor nem volt ritka a

likviditási problémákkal küszködő cégek finanszírozása, de az informális befektetők még csődhelyzetben levő cégeket is készek voltak támogatni;

6. az informális befektetők befektetések alakulását időről időre ellenőrzik. Az ellenőrzés gyakorisága a befektetett összeggel nő. Ez szintén a racionális befektetői magatartást látszik megerősíteni.

Ajzen [1991] szociálpszichológiai teóriájából, a *tervezett viselkedés elméletéből* kiindulva az informális befektetési döntések magyarázatára egy fogalmi modellt állítottunk fel, azaz azonosítottuk azokat a viselkedési attitűdöket, szubjektív normákat, a befektető által érzékelt viselkedési korlátokat és demográfiai jellemzőket, amelyek nagy valószínűséggel befolyásolják az informális befektetési hajlandóságot. A modellben szereplők közül a jelen kutatásban nyolc tényezőnek (érezelt ügynökkockázat, észlelt üzleti kockázat, jövedelem, képzettség, vállalkozói ismeretek, vállalkozói tapasztalat, nem, életkor) a vállalkozási hajlandóságra gyakorolt hatását igyekeztünk feltárni az egyes informális befektetői csoportokban. A minta alapvető jellemzőinek, valamint a leíró statisztikák alapján érzékelt törvényszerűségeknek megfelelően az említett fogalmi modellre alapozva felállított hipotéziseinket multinomiális logisztikus regressziós elemzéssel teszteltük.

Előzetes várakozásainknak megfelelően a különböző befektetői csoportok a vállalkozó személyes ismeretét egybehangzóan fontosnak vélték informális befektetési motivációjuk kialakításában. Az említett hatás a rokon befektetők körében mutatkozott a legerősebbnek. Nagy valószínűséggel a befektetők a vállalkozóval való személyes ismeretséget az általuk érzékelt ügynökkockázat csökkentése eszközének tekintik.

A vizsgált nyolc tényező közül a jövedelem növekedése mindhárom vizsgált befektetői csoportban szignifikáns tényezőnek mutatkozott a befektetési szándék erősítésében. Az említett jövedelmi hatást a nem rokon befektetők körében tapasztaltuk a legerősebbnek. A többi befolyásoló tényező esetében nem ilyen egységes a kép. A képzettség csak a potenciális befektetői kategóriában, míg a vállalkozói tapasztalat csupán a nem rokon befektetők körében bizonyult relevánsnak (statisztikailag szignifikánsnak) az informális befektetési hajlandóság alakításában. Az említett tényezőkön túl még az életkor befolyása volt meghatározó két informális befektetői kategóriában, nevezetesen a rokon és potenciális befektetői körben. Érdekes azonban, hogy magyarországi vizsgálatunk más nemzetközi tapasztalattal (elsősorban finnországi) ellentétes hatást mutatott ki az életkor esetében.

\*

Összefoglalva a kutatást és a kapott eredményeket megállapítható, hogy az informális befektetés gyakorisága, a befektetési attitűdjei, motívumai, céljai és formái tekintetében még mindig nem rendelkezünk elegendő ismeretekkel. Az eddigi – angolszász hagyományokon alapuló – kategorizálással és felmérésekkel szemben egy olyan kérdőívet fejlesztettünk ki, amellyel az informális befektetés attitűdjeit a még nem kutatott lakossági csoportokban is azonosítani tudtuk. A képzett csoportok *tényleges* elterjedési gyakoriságának meghatározásához azonban *reprezentatív mintavétel* kellene.



A regressziós futtatások eredményei nem teljesen meggyőzők. Az esetleges áttételes hatások figyelembevételéhez lehetséges, hogy más, esetleg hierarchikus regressziós módszerek alkalmazására lenne szükség.

A vállalkozók számára tanulságosak lehetnek a kutatás azon eredményei, amelyek a befektetés motivációit és céljait elemzik. Bár a rokoni, ismerősi kapcsolatok a befektetéshez jutás meghatározó tényezői, még ebben a körben is fontos lehet a megalapozott üzleti elképzelés és a befektetés céljainak ismertetése. E nélkül még ebben a körben sem igen lehet támogatáshoz jutni, formális pénzügyi intézményektől, bankoktól, kockázati tőkésektől pedig végképp nem. A pénzen túlmutatató érdemi segítségre leginkább a már üzleti/vállalatirányítási/tulajdonosi tapasztalattal rendelkezőktől lehet számítani.

A mintavétel adottságai és a részben ellentmondásos eredmények sajnos nem teszik lehetővé, hogy megalapozott gazdaság- és szakpolitikai javaslatokat fogalmazzunk meg. Az mindenesetre megállapítható, hogy a hazai cégek finanszírozásában a lakosság közvetlen módon, az eddigieknél gondoltaknál lényegesen nagyobb arányban vesz részt. Ez azonban egyáltalán nem biztos, hogy minden szempontból kedvező fejlemény. Az egyik oldalról látható, hogy a nem bank- és befektetőképes vállalkozásokat az informális befektetők hajlandók finanszírozni. A másik oldalról viszont ez azt is mutatja, hogy a pénzügyi intézményrendszer nem képes a kisebb méretű, már régebben a piacon működő cégek megfelelő finanszírozását biztosítani. Bár az informális befektetők legnagyobb része valamilyen kockázatkezelést végez, ezek a legtöbbször inkább ösztönös és alacsony hatékonyságú passzív, a személyes kapcsolatra és bizalomra épülő módszerek. Különösen problematikus ez azoknál, akik az üzleti kockázatokkal nincsenek tisztában. Aktív, a pusztán pénzügyi befektetésen túlmutatató segítségre az informális befektetők jelentős része nem képes, ami főleg a kezdő vállalkozások esetében lenne fontos. Úgy véljük, hogy a jelenlegi helyzeten hosszabb távon úgy lehetne javítani, ha az oktatási rendszer minden szintjén tanítanának vállalkozási és pénzügyi ismereteket.

### *Hivatkozások*

- AJZEN, I. [1991]: The Theory of Planned Behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Vol. 50. No. 2. 179–211. o. [www.nottingham.ac.uk/~ntzcl1/literature/tpb/azjen2.pdf](http://www.nottingham.ac.uk/~ntzcl1/literature/tpb/azjen2.pdf).
- ARTHURS, J. D.–BUSENITZ, L. W. [2003]. The boundaries and limitations of agency theory and stewardship theory in the venture capitalist/entrepreneur relationship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 28. No. 2. 145–162. o.
- BÉZA DÁNIEL–CSÁKNÉ FILEP JUDIT–CSAPÓ KRISZTIÁN–CSUBÁK TIBOR KRISZTIÁN–FARKAS SZILVESZTER–SZERB LÁSZLÓ [2007]: *Kisvállalkozások finanszírozása*. Perfekt Kiadó, Budapest.
- BYGRAVE, W.–HAY, E.–REYNOLDS, N. [2003]: Executive forum: a study of informal investing in 29 nations composing the Global Entrepreneurship Monitor. *Venture Capital*, 5. No. 2. 101–116. o.
- BYGRAVE, W.–HUNT, S. [2004]: *Global Entrepreneurship Monitor Financing Report*. Babson College and London Business School, Wellesley–London.

- BYGRAVE, W.–HUNT, S. [2007]: For love or money? A study of financial returns on informal investments in businesses owned by relatives, friends, and strangers. Az AGSE Entrepreneurship Research című konferencián 2007. februárban elhangzott előadás. QUT, Brisbane, Ausztrália.
- COWLING, M.–MURRAY, G.–HARDING, R. [2003]: The 'Virtuous Circle' of Informal Investment Activity: Evidence from the UK. Working Paper, 03/09. School of Business and Economics, University of Exeter, Exeter.
- ERIKSON, T.–SØRHEIM, R.–REITAN, B. [2003]: Family angels vs other investors. *Family Business Review*, Vol. 16. No. 3. 163–172. o.
- FIET, J. O. [1995]: Risk avoidance strategies in venture capital markets. *Journal of Management Studies*, Vol. 32. No. 4. 551–574. o.
- FREEAR, J.–SOHL, J. E.–WETZEL, W. E [2002]: Angles on angels: financing technology-based ventures: a historical perspective. *Venture Capital*, Vol. 4. No. 4. 275–287. o.
- FREEAR, J.–SOHL, J. E.–WETZEL, W. E. [1994]: Angels and non-angels: Are there differences? *Journal of Business Venturing*, Vol. 9. No. 2. 109–123. o.
- GASTON, R. J. [1989]: Finding private venture capital for your firm: A complete guide. John Wiley and Sons, New York.
- HARDING, R.–COWLING, M. [2006]: Points of View: Assessing the scale of the equity gap. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 13. No. 1. 115–132. o.
- HARRISON, R. T.–MASON, C. M. [1999]: Editorial. An overview of informal. *Venture capital research*. *Venture Capital*, Vol. 1. No. 2. 95–100. o.
- HINDLE, K.–RUSHWORTH, K. [1999]: The Demography of Investor Heaven. A Synthesis of International Research on the Characteristics, Attitudes, and Investment Behaviour of Business Angels. A Financing the Future: Small Medium Enterprise Finance, Corporate Governance and the Legal System című konferencián elhangzott előadás. Sydney, december 13.
- KELLY, P.–HAY, M. [2001]: Helping hand or watchful eye? An agency theory perspective on private investor involvement in entrepreneurial ventures. *Frontiers of Entrepreneurship Research (FER), Proceedings of the Babson College Entrepreneurship Research Conference (BCERC)*, 465–479. o. <http://fusionmx.babson.edu/entrep/fer/Babson2001/XXI/XXIB/XXIB.htm>.
- KELLY, P.–HAY, M. [2003]: Business angel contracts: the influence of context. *Venture Capital*, Vol. 5. No. 4. 287–312. o.
- MADILL, J. J.–HAINES, JR, G. H.–RIDING, A. L. [2005]: The role of angels in technology SMEs: A link to venture capital. *Venture Capital*, Vol. 7. No. 2. 107–129. o.
- MAKRA ZSOLT–KOSZTOPULOSZ ANDREÁSZ [2004]: Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások finanszírozásában és fejlesztésében Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 51. évf. 7–8. sz. 717–739. o.
- MAKRA ZSOLT–KOSZTOPULOSZ ANDREÁSZ [2006]: Üzletiangel-befektetések Magyarországon: elméleti alapvetés és empirikus eredmények nemzetközi összehasonlításban. *Vállalkozás és Innováció*, 1. évf. 1. sz. 102–125. o.
- MASON, C. M. [2006]: Informal sources of venture finance. Megjelent: *Parker, S. (szerk.): The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures*. Vol. 3. *International Handbook on Entrepreneurship*, Kluwer, 259–299. o.
- MASON, C. M.–HARRISON, R. T. [1999]: Editorial. *Venture Capital: Rationale, Aims and Scope*. *Venture Capital*, Vol. 1. No. 1. 1–46. o.
- MASON, C. M.–HARRISON, R. T. [2002]: The geography of venture capital investments in the UK. *Transactions, Institute of British Geographers*, 27. No. 4. 427–451. o.

- MASON, C.–STARK, M. [2004]: What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels. *International Small Business Journal*, Vol. 22. No. 3. 227–248. o.
- MAULA, M.–AUTIO, E.–ARENIUS, P. [2005]: What drives micro-angel investments? An examination of determinants of family and nonfamily investments. *Small Business Economics*, Vol. 25. No. 5. 459–475. o.
- PAPE, J. L.–REDIS, J.–SAHUT, J. M. [2009]: The development of entrepreneurial finance research. *International Journal of Business*, Vol. 14. No. 4. 283–290. o.
- RIDING, A. L. [2008]: Business angels and love money investors: segments of the informal market for risk capital. *Venture Capital*, Vol. 10. No. 4. 355–369. o.
- SAPIENZA, H. J.–MANIGART, S.–VERMEIR, W. [1996]: Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*, Vol. 11. No. 6. 439–469. o.
- SØRHEIM, R.–LANDSTRÖM, H. [2001]: Informal investors. A categorization, with policy implications. *Entrepreneurship and Regional Development*, Vol. 13. No. 4. 351–370. o.
- SULLIVAN, M. K. [1991]: Entrepreneurs as Informal Investors: Are There Distinguishing Characteristics? Megjelent: *Churchill, N. C.–Bygrave, W. D.–Covin, J. G.–Sexton, D. L.–Slevin, D. P.–Vesper K. H.–Wetzel W. E.* (szerk.): *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Babson College, Wellesley, MA, 456–468. o.
- SZERB LÁSZLÓ [2009]: A magyarországi kis- és közepes méretű vállalatok kockázatitőke-finanszírozási lehetőségei. Megjelent: *Ulbert József* (szerk.): *Az iskolateremtő. Tanulmánykötet Bélyác Iván 60. születésnapja tiszteletére, Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar, Pécs* 247–258. o.
- SZERB LÁSZLÓ–TERJESEN, S.–RAPPAI GÁBOR [2007]: Seeding new ventures-green thumbs not fertile fields: individual and environmental drivers of informal investment. *Venture Capital*, Vol. 9. No. 4. 257–284. o.
- VAN OSNABRUGGE, M. [2000]: A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis. *Venture Capital*, 2. No. 3. 91–109. o.
- WETZEL, W. E. [1981]: Informal risk capital in New England. Megjelent: *Vesper, K. H.* (szerk.): *Frontiers of Entrepreneurship Research*; Wellesley, Babson College, 217–245. o.
- WETZEL, W. E. [1983]: Angels and informal risk capital. *Sloan Management Review*, Vol. 24. No. 4. 23–34. o.
- WONG, P. K.–HO, Y. P. [2007]: Characteristics and Determinants of Informal Investment in Singapore. *Venture Capital*, Vol. 9. No. 1. 43–70. o.