

LUDÁNYI ARNOLD

A tőkeerő és az alapítói háttér hatása a kockázatitőke-szervezetek befektetési magatartására – I.

A kétrészes tanulmány a kockázatitőke-ágazat befektetőszervezeteinek egyes csoportjait hasonlítja össze. Empirikus módszerrel vizsgálja az alapítói háttér és a tőkeerő feltételezett hatásait a magyar kockázatitőke-szervezetek magatartási jellemzőinek alakulására. Az első rész a magatartási jellemzők kiválasztásának szempontrendszerét, módszertani hátterét, valamint a magyar kockázatitőke-szektor alapvető jellemzőit és a vizsgálatba bevont egységeket mutatja be. Az empirikus eredmények összefoglalása és a következtetések megfogalmazása a második részben kap helyet.

Annak ellenére, hogy a kockázatitőke-társaságok mind Nyugat-Európában, mind az Egyesült Államokban növekvő szerepre tettek szert a vállalatfinanszírozásban, a nyolcvanas évek közepéig csak kis számban születtek empirikus kutatáson alapuló tudományos publikációk a kockázati tőke témakörében. A nyolcvanas évek második felére tehető, hogy a pénzügyi és az alkalmazott közgazdaságtan képviselőinek érdeklődése intenzívebben fordult az ágazat felé (*Fried–Hisrich* [1988], [1994], [1995], *Barry* [1994], *Wright–Robbie* [1998]). Bár ma már a kockázatitőke-finanszírozás természetéről sokkal többet tudunk, mint akár 10-15 évvel korábban, a jelenleg elérhető kutatási eredmények általános magyarózerejét csökkenti, hogy

- az empirikus kutatások többsége az Egyesült Államokban készült, ottani esetekről szól
- az elemzések általában egy adott időpontra vonatkoznak,
- viszonylag kevés országot érintő, a kockázatitőke-szervezeteknek csak egyes csoportjai közötti összehasonlító elemzés vált publikussá.

Kutatásunk központi kérdése a magyarországi kockázatitőke-társaságok egyes csoportjainak feltérképezése volt (*Ludányi* [2001]). Erre különös indokkal az szolgált, hogy – amint azt a magyar kockázatitőke-ágazatra vonatkozó egyik legátfogóbb empirikus kutatás is megállapította – a magyar kockázatitőke-ágazat működése bizonyos jellemzők tekintetében jelentősen eltér az angolszász országokétól, és a magyar kockázatitőke-társaságok a stratégiai és magatartási jellemzők tekintetében nem alkotnak homogén csoportot (*Karsai–Wright* [1997]). Mindezek alapján első közelítésben az a kérdés fogalmazódott meg, hogy milyen jellemzők, adottságok mentén ragadható meg a magyar kockázatitőke-ágazat szereplőinek inhomogenitása.

Több korábbi elemzés a tulajdonosi háttér, a tulajdonosi forma hatását vizsgálta a pénzügyi közvetítő intézmények teljesítményére. *Kroszner–Rajan* [1994] azt kutatta, hogy a független vagy a kereskedelmi bankokhoz tartozó pénzügyi közvetítők sikereesebbek-e a tőzsdei bevezetések terén. *Cordell–MacDonald–Wohar* [1993] kutatási kérdése a szövetkezeti és a társasági formában

működő hitelintézetek tevékenységének összehasonlítására vonatkozott. A vizsgálatoknak ezt a vonulatát a kockázati tőke-finanszírozás területén *Gompers–Lerner* [1998] folytatta, amikor arra keresett választ, hogy a független vagy a vállalatokhoz tartozó kockázati tőke-társaságok esetében van-e nagyobb esély a tőzsdén történő értékesítésre.

Az említett kutatások alapján az a feltételezés fogalmazódott meg, hogy a kockázati tőke-társaságok alapítói háttére hatást gyakorolhat a magatartási, működési, stratégiai jellemzőik alakulására. Emellett a kockázati tőke-szervezetek közötti differenciálódásban meghatározó szerepe lehet a méretnek, a tőkeerőnek. Néhány kockázati tőke-finanszírozásra vonatkozó kutatási részeredmény is erre enged következtetni. *Bygrave–Timmons* [1992] állítása szerint az (ügylet)keresési fázist nagymértékben meghatározza a kockázati tőke-szervezetek tőkeereje. Hasonló következtetésre jutott *Aylward* [1997] is, amikor az ázsiai és kelet-európai feltörekvő piacok kockázati tőke-szervezeteire vonatkozóan azt állítja, hogy a nagyobb tőkeerő általában növeli az ügyletgeneráló képességet.

Szemponatok a kockázati tőke-szervezetek magatartásának összehasonlításához

Abban a tekintetben, hogy a tőkeerő és az alapítói háttér hatását mely magatartási ismérvek mentén célszerű vizsgálni, a korábbi kutatások kérdései és eredményei voltak az irányadók. A kockázati tőke-szervezetekkel kapcsolatosan alapvető fontosságú, központi kutatási kérdés az, hogy azok valóban hatékonyak-e a források allokációjában. Valóban azokra a területekre irányítják-e a megtakarításokat, ahol azok a legkedvezőbb megtérüléshez vezetnek?

Jelenleg azok az empirikus eredmények vannak többségben, amelyek a kockázati tőke-szervezeteket inkább konstruktív, mintsem destruktív forrásallokációs szereplőnek tekintik. Kivétel ez alól *Amit és szerzőtársai* [1990] állítása, amely szerint a kockázati tőke-finanszírozás általánosan elterjedt konstrukciója elriasztja a valóban tehetséges és ígéretes vállalkozásokat, emiatt a kockázati tőke igazán csak a kedvezőtlenebb kilátásokkal küszködő és gyakran nem igazán hozzáértő cégeket találja meg. Érvelésük szerint a kockázati tőke döntő többsége olyan vállalkozásokba investál, amelyek okkal nem értek hozzá más alternatív finanszírozási forrásokhoz.

Sokkal inkább az ágazat általános megítélését fejtik ki *Chan* [1983] és *Sahlman* [1990], amikor amellett érvelnek, hogy a kockázati tőke hatékony forrásallokációs mechanizmust segít elő. Szintén ezt az álláspontot képviseli *Jensen* [1993], *Shleifer–Vishny* [1997], akik szerint a kockázati tőke-ágazat gyors fejlődése elsősorban annak tulajdonítható, hogy ez a finanszírozási struktúra valóban hatékony a motivációs és az információs aszimmetriából származó nehézségek kezelésében.

E művek általános hatékonysági megítélésre vonatkozó érvrendszerét, empirikus hátterét nagyrészt azok a munkák szolgáltatták, amelyek a kockázati tőke-társaságok döntéselőkészítési, portfóliókezelési és értékesítési, illetve egyéb stratégiai, magatartási és működési jellemzőit kutatták. Első közelítésben ezek megkülönböztethetők attól függően, hogy a kutatási kérdés 1. az ágazat egészére, 2. a kockázati tőke-társaságokra 3. vagy a portfólióba tartozó vállalatokra vonatkozik. Az egyes tanulmányok elkülöníthetők a szerint is, hogy a kockázati tőke-finanszírozás mely aspektusára irányul a kutatási kérdés.

Fried–Hisrich [1988] a kockázati tőke-ágazatra vonatkozó kutatásokat, a vizsgálatok alapvető területeit a következő csoportokba sorolta: 1. a kockázati tőke-társaságok portfóliója, 2. befektetési döntések, 3. működési jellemzők, 4. hatás a cégek gazdálkodására, 5. gazdaságpolitikai szempontok.

A terület kutatási eredményeinek egy későbbi összefoglalója lényegében *ad hoc* alapon a követ-

kező kérdésekre koncentrált (*Barry* [1994]): hogyan működnek a kockázati tőke-társaságok? Mi a bizonyíték a kockázati tőke-társaságok sikerességére, pozitív gazdasági szerepére? Mi jellemzi a kockázati tőke-társaságok által irányított tőzsdéi bevezetéseket? Hogyan jellemezhető a kockázati tőke-társaságok szerződéses struktúrája és gyakorlata az alapok tulajdonosaival és a célvállalatokkal?

Wright-Robbie [1998] a kockázati tőke-finanszírozásra vonatkozó kutatási eredmények összefoglalásakor és a lehetséges jövőbeli vizsgálati irányok kijelölése során az elemzést ágazati, illetve vállalati szintre bontotta, és analitikus keretül *Porter* [1980] klasszikus stratégiai modelljét választotta.

A kutatásunk szempontjából fontos magatartási, működési és stratégiai jellemzők azonosításához, az esetlegesen viszonyítási pontként szolgáló korábbi empirikus eredmények összegyűjtéséhez és rendszerezéséhez, az eddig csak kevésbé ismert kutatási területek és jelenségek feltérképezéséhez négy alapvető kérdés jelentette a kiindulópontot.

1. Hogyan választják ki és valósítják meg a kockázati tőke-szervezetek a befektetéseiket? (*Norton-Tannenbaum* [1993], *Bruno-Tyebjee* [1986], *Husted-Pulver* [1992], *Szirmai* [1998], *Ludányi-Várhegyi* [1998], *Lemák* [2000].)

2. Hogyan kezelik és értékesítik a kockázati tőke-szervezetek a vállalatokat? (*Osman* [1997], *Kleiman-Suhlman* [1992], *Hoban* [1981], *Manigart és szerzőtársai* [1993].)

3. Hogyan hat a befektetői-tulajdonosi háttér a kockázati tőke-szervezetek magatartására, stratégiájára? (*Sahlman* [1990], *Lerner* [1994], *Abbot-Hay* [1995] *Gompers* [1994].)

4. Milyen szerepet játszanak a külső környezeti feltételek a kockázati tőke-szervezetek működésében? (*Schertler* [1998], *Gompers-Lerner* [1999].)

A korábbi vizsgálatok áttekintése alapján a következő elemzési keretet választottuk a kockázati tőke-szervezetek magatartási jellemzőinek vizsgálatához.

1. Általános jellemzők

2. A döntési folyamat vizsgálata

- keresési technika
- ügyletgeneráló képesség
- döntési szempontok
- a döntési folyamat struktúrája
- az ügyletek strukturálása

3. A befektetési portfólió kezelése és értékesítése

- a portfólióvállalatok jellemzői
- kilépési (exit) utak
- hozamkövetelmények
- tényleges hozam
- osztalékpolitika
- részesedésnagyság
- képviselő
- jelentések rendszere
- részvétel a vállalatok gazdálkodásában
- kapcsolati tőke

4. Szervezeti jellemzők, motiváció, tőkeszükséglet

- létszám
- szervezet
- kapacitás
- motivációs rendszer
- minimális tőkeszükséglet

5. A külső környezet megítélése

- piaci lehetőségek
- verseny
- szabályozás
- állami szerepvállalás

Módszertani megfontolások

A kockázati tőke mint kutatási terület megítélése módszertani szempontból ellentmondásos. Egyrészt számos, elméleti és gyakorlati kérdés fogalmazható meg e finanszírozási formával kapcsolatban. Másrészt általános nézet, hogy a téma nehezen kutatható.

A pénzügyi közgazdaságtan művelői számára komoly nehézséget jelent, hogy a tradicionális vállalatfinanszírozási tranzakciókhoz (hitelezés, vállalatfelvásárlás stb.) képest a kockázati tőke-ügyletek több alapvető ponton eltérnek. Ez a finanszírozási forma elsősorban a tőzsdén nem jegyzett cégekre irányul, így

- a befektetések likviditása kisebb,
- az összehasonlítás más ügyletekkel nehezkesebb,
- a befektetési döntéskor rendelkezésre álló információk kevésbé megbízhatók,
- és összegyűjtésük is komolyabb erőfeszítést igényel.

Mindezen túl a kockázati tőke-finanszírozásra – a klasszikus vállalatfinanszírozási konstrukciók többségétől eltérően – többlépcsős döntési struktúra, ezt követően pedig aktív és közvetlen monitoringtevékenység a jellemző (Wright–Robbie [1998]).

A kvantitatív jellegű statisztikai vizsgálódás lehetősége így eleve sokkal kisebb, mint a nagyobb nyilvánosság mellett működő vállalatok esetében. Erre utal az is, hogy a tőzsdéi árfolyam hiányában eleinte nem sikerült olyan általánosan elfogadott számszerűsíthető és mérhető függő változót találni, amely oksági összefüggések tesztelésére alkalmas lett volna, és ezáltal az ágazat egészére védhető következtetéseket lehetett volna megfogalmazni (Brophy [1982], Kierulf [1986], Tyebjee–Bruno [1984], Wetzel [1982]).

Az is kérdésesnek tekinthető, hogy a pusztán pénzügyi közelítés egyáltalán képes-e megragadni a kockázati tőke-befektetés lényegét, figyelembe véve, hogy a kockázati tőke-társaság a finanszírozás mellett a vállalati működés számos más részterületére gyakorolhat számottevő, de csak bizonytalanul számszerűsíthető hatást.

A matematikai-statisztikai módszerekre épülő vizsgálatok alkalmazásának nehézségei ellenére a tanulmányok többsége implicit módon a pénzügyi közgazdaságtan fő elméleteire épít (Bygrave [1987]). Ez elsősorban az ügynök (*agency theory*), valamint a tulajdonosi joggyakorlás (*corporate governance*) elméletére igaz (Eisenhardt [1989a], Prowse [1994], Angyal [1998]).

A nagy mintán végzett kvantitatív, matematikai-statisztikai vizsgálatok csak az 1990-es évek második felében kezdtek megjelenni (Gompers–Lerner [1998], [1999]) – elsősorban azért, mert ekkorra már az Egyesült Államokban összeállt néhány szisztematikus adatbázis (*Venture ONE*, *Venture Economics*).

Az elmondottak alapján felvetődik, hogy – különösen azokban az országokban, amelyekben még nem léteznek szisztematikus ágazati adatbázisok – a kockázati tőke-ágazat kutatására a viselkedéstudományok és az alkalmazott közgazdaságtan területén legitimnek tekintett esettanulmányos, illetve kérdőíves módszerek lehetnek inkább alkalmasak.

Kutatásunk által támasztott adatkövetelmények és az a tény, hogy a hazai kockázati tőke-szervezetekről jelenleg még nem folyik szisztematikus számbavétel, három lehetőséget kínált a szükséges primerinformációk összegyűjtésére:

- kérdőíves felvétel,
- lazán strukturált interjúk (*semi structured*),
- strukturálatlan mélyinterjúk.

Az egyes módszerek mellett és ellen szóló érvek mérlegelése alapján végül a lazán strukturált interjúk mellett döntöttünk. Így a kutatás kvalitatív módszertanon alapult, és jellegét tekintve az esettanulmányok alapvető sajátosságait mutatta:

- olyan szituációval foglalkozott, amikor a változók száma meghaladta a mintaelem-számot,

- elsődleges és másodlagos forrásokat egyaránt felhasználtunk,
- az adatállomány összeállítása és elemzése során a korábbi elméleti következtetésekből merítettünk.

A magyar kockázati tőke-szektor alapvető jellemzői

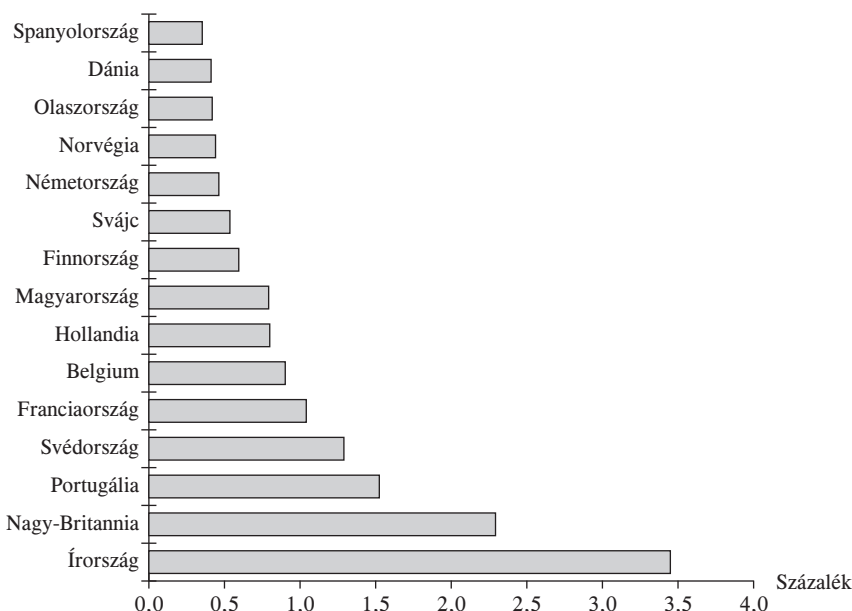
Az 1990-es évek magyar közgazdasági irodalmában – másodlagos információforrásokra támaszkodva – több szerző elemezte a magyar kockázati tőke-szektor méret- és szerkezeti adottságait (Karsai [1995], [1997], Márkus [1997]). A következőkben ezekre a munkákra és későbbi másodlagos forrásokra¹ támaszkodva rendszerezük a magyar kockázati tőke-ágazat alapvető jellemzőit, és végezzük el a kockázati tőke-szervezeteknek a kutatási kérdés szempontjából célszerűnek tartott csoportosítását.

A kockázati tőke-ágazatot illető nagyságrendek és a szerkezeti ismérvek számbavételét nehezíti, hogy jelenleg Magyarországon még nem folyik szisztematikus adatgyűjtés a szektorról. Ennek ellenére mind a Magyar Kockázati Tőke Egyesület (MKTE) közleményei, mind a különböző sajtóforrások azt a feltételezést erősítik, hogy az 1990-es évek második felében a Magyarországon befektetett, illetve befektetési lehetőséget kereső kockázati tőke volumene bővült.

Az MKTE 2000-es becslése szerint Magyarországon 1999 végén összesen mintegy 1,2 milliárd dollár² volt a befektetett és a még rendelkezésre álló kockázati tőke. Eddig az

1. ábra

A kockázati tőke-ágazat GDP-arányos mérete néhány európai országban, 1996 (százalék)



Forrás: EVCA és IMF adatai alapján.

¹ MKTE [1999], *Forrásköztől* [1999], *Budapest Business Journal* [1998], [1999], [2000].

² Az értékadatok a tanulmányban a könnyebb összevethetőség miatt dollárban jelennek meg. Az átszámítások a 2000. januári átlagos devizaárfolyamon történtek (251,15 forint/dollár).

időpontig mintegy 300–400 vállalatba helyeztek el kockázati tőkét, és mintegy 440 millió dollár keres új befektetési lehetőséget (*Világgazdaság* [2000]). Ez az adat azt jelzi, hogy a kockázati tőke volumene 1996-hoz képest (*Márkus* [1997]) mintegy két-két és félszeresére nőtt.

Egyes források azt is megerősítik, hogy a magyar kockázati tőke-szektor kelet-európai összehasonlításban is jelentős. 1997-es adatok szerint az egy főre jutó (befektetett és még befektetésre váró) kockázati tőke a Cseh Köztársaságban a magyar értéknek csupán 44 százalékát érte el, a lengyel adat pedig a magyarnak csak 53 százalékát tette ki. A többi egykori szocialista országban ennél is kisebb volt ez a mutató (*Karsai* [1997]).

Mint az *1. ábrán* látható, 1996-ban a befektetett kockázati tőke 350 millió dolláros volumene a magyar GDP 0,8 százalékának felelt meg. Ez az arány tágabb nemzetközi összehasonlításban is kedvező, több EU-tagország mutatójánál magasabb.

Összességében a magyar kockázati tőke-ágazat mind tágabb nemzetközi, mind kelet-európai összehasonlításban jelentősnek tekinthető az ország gazdasági adottságaihoz, jövedelemtermelő képességéhez viszonyítva, és az 1990-es évek második felében a kockázati tőke volumene számottevően bővült.

A kockázati tőkések csoportosítása

A kockázati tőke-társaságok csoportosításának legcélszerűbb módja kutatásunk szempontjából, ha első közelítésben a források eredetét (*fund raising*), az alapítói kört vizsgáljuk. Ennek alapján a magyar piacon négy markáns csoport rajzolódik ki:

- nemzetközi intézményi befektetők,
- bankok,
- hazai befektetők,
- állam.

A nemzetközi intézményi befektetők által finanszírozott alapok egyik csoportját a regionális (kelet-európai), a másikat a kizárólagosan magyar befektetésekre létrehozott úgynevezett ország-alapok adják.

A regionális alapok. A nagy regionális alapok aktivizálódása 1997–1998-ra tehető Közép-Európában. A Deloitte & Touche egyik tanulmánya 1998-ban hét olyan regionális alapot sorolt fel, amelyek egyenként 100 millió dollár felett rendelkeznek, és a visegrádi négyeken (Csehország, Lengyelország, Magyarország, Szlovákia) kívül Horvátországra, Szlovéniára, Romániára és Bulgáriára koncentrálnak (*MKTE* [1999]).

Ebből a körből az egyik legjelentősebb az Advent International. Ez az alap hárommilliárd dolláros tőkéjének 75 százalékát fekteti be az Egyesült Államokon kívül, ebből 200 millió dollárt Közép- és Kelet-Európában. Hasonló tőkeerejű regionális alap a New Europe Fund, amelynek magyarországi befektetéseit eleinte a Central Europe Trust, később az AIG-CET Capital Management végezte. A kockázati tőke-társaságoknak ebbe a csoportjába sorolható még a 200 millió dolláros Innova Capital, a 24,5 millió dollár felett rendelkező Riverside Central Europe Fund, a két alaphól együttesen 50 millió dollárt befektető 3TS Venture Partners GmbH, a 100 millió dollár felett diszponáló Bancroft Advisors és a TVK-ban is tulajdont szerző, összesen 180 millió dolláros regionális kockázati tőke-alap, a Croesus Central European Funds.

A regionális alapok általános jellemzője, hogy elsősorban a nagyobb befektetési lehetőségek iránt érdeklődnek. A Riverside Central Europe Fund és az Advent International alapszabálya szerint a minimális befektetés nagyság 2 millió dollár. Az Innova Capitalnál 3, az Új Európa Alap esetében 10, a Croesusnál és a Bancroftnál pedig elvileg 5 millió dolláros lehet a legkisebb tranzakció.

1. táblázat

A regionális alapok tőkeereje és befektetési limitjei, 1999
(millió dollár)

Kockázati tőke-befektető	Tőkeerő	Befektetési minimum	Befektetési maximum
Advent International	360	2	nincs
AIG-CET Capital Management (az Új Európa Alap kezelője)	320	10	30
Innova Capital LLC (Poland Partners alap kezelője)	200	3	12
Croesus Central European Fund	180	5	50
Bancroft Advisors	100	5	15
3TS Venture Partners GmbH (Technologieholding CEE I.,II. alapok kezelője)	50	n. a.	n. a.
Riverside Central Europe Fund	24,5	2	8

Forrás: MKTE [1999], vállalati tájékoztatók, sajtóközlemények.

Az országalapok. Az országalapok közé tartozik a Róna és Társa Rt. által kezelt Első Magyar Alap (125 millió dollár), a CA IB Értékpapír Rt. érdekeltségi körébe tartozó Equinox Ventures Befektetési és Tanácsadó Kft. által menedzselt Hungary Private Equity Fund (15 millió dollár), a MAVA Befektetési Kft. által kihelyezett alapok a Magyar Amerikai Vállalkozási Alap (70 millió dollár), a HEP (49 millió dollár), valamint a külön alapkezelő szervezettel rendelkező, de a MAVA holdudvarába tartozó Hungarian Innovative Technology Fund (HITF, 5 millió dollár) és a Bankár Holding Rt. által kezelt Magyar Tőke Alap (50 millió dollár). A magyar piacon elsőként az Első Magyar Alap és a Magyar–Amerikai Vállalkozási Alap jelent meg 1989–1990-ben. A Hungary Private Equity Fund és Magyar Tőke Alap csak 1995-ben, a HITF pedig csak 1999-ben kezdte működését.

Az alapítók szempontjából további figyelmet érdemel a Bankár Holding Rt. által kezelt Magyar Tőke Alap és a MAVA Befektetési Kft. által kezelt alapok. A vizsgált körben a Magyar–Amerikai Vállalkozási Alap az egyetlen, amelynek tőkéjét nem külföldi intézményi és magántőkések adták össze, hanem az amerikai kongresszus szavazta meg a kelet-európai demokráciák támogatását szolgáló törvény (SEED) rendelkezései szerint, azzal a céllal, hogy elősegítse a vállalkozások fejlődését. Ennek megfelelően az alap befektetési és finanszírozási politikájában – az összes többitől eltérően – nem kizárólagos szempont a minél nagyobb nyereség, illetve hozam elérése. A befektetési döntésekben exportösztönző, munkahelyteremtő és környezetvédelmi szempontok is felmerülhetnek.

A Bankár Holding Rt. helyzete abból a szempontból sajátos, hogy a nemzetközi intézményi befektetők (EBRD, Citibank London, Sun Life Assurance, CVC Venture Capital stb.) által jegyzett Magyar Tőke Alap létrehozását megelőző időszakban is aktívan jelen volt a magyar kockázati tőke-szektorban. A hazai magántőkéből létrehozott Bankár az 1990-es évek első felében főleg reorganizációs tranzakciókat valósított meg saját tőkéje terhére vagy hitelből. Így ez a társaság csak 1995 után került át a külföldi országalapok kezelői közé.

A külföldi intézményi és magánbefektetők által létrehozott két alap esetében (Első Magyar Alap, Hungary Private Equity Fund) a minimális befektetési méretre vonatkozó megkötés nagyjából megegyezik a regionális alapok közül az Advent International és a Riverside által meghatározott szinttel: 1,5-2,5 millió dollár. A MAVA ennél kisebb tranzakciókban is részt vesz, míg a Bankár Holding Rt.-vel kapcsolatban nem tudunk ilyen jellegű megkötésről.

A banki forrásháttérű kockázati tőke-társaságok. Ebbe a csoportba az elemzés azo-

2. táblázat

Az országalapok tőkeereje és befektetési limitjei, 1999
(millió dollár)

Kockázati tőke-befektető	Tőkeerő	Befektetési minimum	Befektetési maximum
Equinox Ventures (a Hungary Private Equity Fund kezelője)	15	1,5	n. a.
MAVA Befektetési Kft. (a HAEF és a HEP Alapok kezelője)	119	n. a.	n. a.
Hungarian Innovative Technology Fund	5	n. a.	n. a.
Róna és Társai Rt. (az Első Magyar Alap kezelője)	125	2,5	15
Bankár Holding Rt. (a Magyar Tőkealap kezelője)	50	n. a.	n. a.

Forrás: MKTE [1999], vállalati tájékoztatók, sajtóközlemények.

kat a szervezeteket sorolja, amelyek finanszírozói között nagy kereskedelmi bankok is meghatározóan jelen vannak. Magyarországon mintegy öt ilyen szereplő működik, illetve működött a piacon (3. táblázat).

Az ABN Amro Capital Kft. az Antra Kft. felvásárlásával jött létre, és jelenleg ahhoz a nemzetközi ABN-Amro befektetési hálózathoz tartozik, amely összesen 1,2 milliárd dollár felett rendelkezik. A tervek szerint 2002-2003-ig részvételével mintegy 40-50 millió dollár értékű befektetés valósulhat meg Magyarországon.

Az Antra Kft. által kezelt 20 millió dolláros Euroventures Hungary Fund futamideje 1999-ben járt le. A befektetők az ABN-Amro Bank, az MKB, az IFC, az Euroventures BV és a BNP Dresdner Bank voltak.

Szintén ebbe a csoportba tartozik az ABN Amro Bank, a Postabank és a Westerheide holding tulajdonában lévő Venture Capital Hungary BV (amely 2000-ben fejezte be működését, és mintegy hárommillió dollárt fektetett be Magyarországon), valamint a Deutsche Bank, a DEG, a DBG és a Mitsubishi Corporations tulajdonában lévő DBG Eastern Europe Kft., illetve a bécsi székhelyű Raiffeisen Private Equity Management Ltd.

3. táblázat

A banki forráshátterű szervezetek tőkeereje és befektetési limitjei, 1999
(millió dollár)

Kockázati tőke-befektető	Tőkeerő	Befektetési minimum	Befektetési maximum
ABN Amro Capital Kft. (Az ABN Amro Bank nemzetközi befektetési hálózatába tartozó kockázati tőke-társaság)	kb. 40-50	1-2	nincs
DBG Eastern Europe Kft.	90	5	10
Raiffeisen Private Equity Management (az RZB Ausztria csoporthoz tartozó kockázati tőke-társaság)	40	5	15
Antra Kft. (az Euroventures Hungary Alap kezelője)	20	n. a.	n. a.
Venture Capital Hungary B.V	3	0,1	0,5

Forrás: MKTE [1999], vállalati tájékoztatók, sajtóközlemények.

A hazai megtakarításokat mobilizáló társaságok. Ebben a szegmensben a legjelentősebb szereplő a Dunaholding Rt., amely a kilencvenes években számos, különböző méretkategóriába és ágazatba tartozó vállalatba fektetett be reorganizációs és fejlesztési céllal. Szintén ebbe a csoportba sorolható a Concorde Rt. érdekeltségi körébe tartozó,

648 millió forintos alaptőkéjű kockázatitőke-társaság: az Eclipse Rt., valamint korábban ide tartozott a Bankár Rt. és a csődbe ment Globex Holding is.

Új szereplőnek számítanak a hazai forrásokat mobilizáló szervezetek között az új gazdaság cégeire szakosodott befektetési társaságok, amelyek tulajdonrészesedésért cserébe forrásokat, stratégiai, pénzügyi, üzletviteli tanácsadást és infrastruktúrát nyújtanak. A befektetések kedvelt területei az internettel kapcsolatos, valamint a technológiaintenzív, kisebb méretű, esetleg induló vállalkozások. Az egyik ilyen kockázatitőke-társaság a FastVentures, amelyet Fodor Péter, az Equinox igazgatója és magánbefektetők hoztak létre. A cég működését 2000-ben kezdte, tőkeereje 2 millió dollár körüli, a 100 és 500 ezer dollár közötti befektetési tartományt részesítik előnyben (*Figyelő* [2000]). Ilyen jellegű kezdeményezés a 2000 októberében indított iHouse is, amelynek tulajdonosai a Videoton, a Műszertechnika és a Gamax. Ez a társaság 50-100 ezer dolláros befektetésekben gondolkodik, és az alapító elektronikai cégek révén olyan hasznos szolgáltatásokat is kínál a kiszemelt technológiaintenzív cégek számára, mint például a műszaki konzultáció vagy a redisztribúció megszervezése.

Az állami kockázatitőke-szervezetek. Magyarországon az első kockázatitőke-jellegű szervezeteket az állam alapította. Ezek a társaságok – gyakorlatilag rendszeridegen elemként – az 1980-as évek végén jelentek meg, a műszaki fejlesztésre és innovációra koncentrálva. E kategóriába sorolható az 1989-ben alapított Multinova Kft., valamint az 1990-ben létrehozott Covent Ipari Kockázati Tőkebefektető Rt., amelynek jogelődje az Ipari Kockázati Tőke Kft. volt. Az állam a tulajdonosi jogokat minisztériumokon keresztül gyakorolja. Mindkét társaság eredendően műszaki fejlesztések finanszírozását tűzte ki céljául, de mára már nemcsak ilyen jellegű befektetések szerepelnek a befektetési portfóliókban. Elsősorban igaz ez a Covent esetében, amely reorganizációs, privatizációs és menedzsmentkivásárlási tranzakciókba is beszáll. Mindkét társaság főként kis- és közepes vállalatokat finanszíroz, amelyet az alapítói szándék mellett a viszonylag alacsony kapitalizáció is indokol. A Covent portfóliója 1998 végén névértéken 480 millió forint, a Multinováé 120 millió forint volt. A még kihelyezésre váró tőke az előbbi társaság esetében csak 200 millió forint, az utóbbinál csupán 100 millió forint körüli. A két társaság összes rendelkezésre álló és befektetett tőkéje nem éri el a 3,5 millió dollárt.

Az állami forrásokat mobilizáló kockázatitőke-társaságok legnagyobb csoportját a Magyar Fejlesztési Bank (MFB Rt.) által alapított, majd 2000-ben a Regionális Holding Rt.-hez áthelyezett regionális fejlesztési társaságok (rft.) jelentik. Eddig 11 ilyen jellegű társaság jött létre, közülük nyolc végez kockázatitőke-finanszírozást.

Az első társaság 1993. évi megalapítását (Dél-Alföldi Rft.) 1994-ben további három (Északkelet-Magyarországi Rft., Balatoni Rft., Közép Pannon Rft.), majd 1995 végén két újabb társaság (Közép-Magyarországi Rft., Duna-Tisza Rft.) követte. Ezután 1996 tavaszán az MFB Rt. kisebbségi tulajdonhányadot szerzett a már működő Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt.-ben, és 1997 januárjában elindította a Nyugat-Pannon Rft.-t is. A regionális fejlesztési társaságok között regionális munkamegosztás van. Egy társaság tevékenysége 2-3 megyére irányul, így a nyolc társaság Magyarország egész területét átfogja.

A legtöbb társaság többségi tulajdonosa az MFB Rt. volt. A Magyar Fejlesztési Bank tipikusan 60-80 százalékos részesedése mellett önkormányzatok és helyi vállalkozások jelennek meg kisebbségi tulajdonosként (*Magyar Pénzügyi és Tőzsdei Almanach* [1998], [1999]). Az önkormányzati tulajdonosok száma jelenleg száz körüli. A regionális fejlesztési társaságok összes jegyzett tőkéje 1998 végén meghaladta a 27 millió dollárt, amelyből az MFB Rt. részesedése 76 százalékos volt. A társaságok átlagos tőkeereje 3-4 millió dollár. Ez valamivel nagyobb a már említett két állami kockázatitőke-társaság, a Covent és Multinova méreténél, de nagyságrendekkel marad el a külföldi forrásokat mobilizáló alapokétól.

Az egyes társaságokra nem jellemző a szektorális specializáció. A fejlesztési társaságok elsődleges célcsoportjának a kis- és közepes vállalkozások tekinthetők, amelyekben általában kisebbségi, 10-20 millió forintos részesedéseket szereznek három-öt éves távra.

Szintén az MFB Rt. kockázattőke-finanszírozásra szakosodott társasága az 1997-ben egymilliárd forinttal létrehozott Corvinus Nemzetközi Befektetési és Tanácsadó Rt., amely magyar vállalatok külföldi befektetéseikhez társul tulajdonosként. 1999-ben az új vezetés a Corvinus Rt. tevékenységét a környező országokra, elsősorban Romániára, Szlovákiára és Horvátországra koncentráta.

4. táblázat

Az állami kockázattőke-társaságok tőkeereje és befektetési limitjei, 1999
(millió dollár)

Kockázattőke-befektető	Tőkeerő	Befektetési minimum	Befektetési maximum
Covent Ipari Tőkebefektető Rt.	2,48	0,004	0,02
Corvinus Nemzetközi Befektetési Rt.	4	0,02-0,4	0,4
Multinova Kft.	0,98	0,006-0,18	0,18
Balaton Rt.	3,4	0,02	0,2
Dél Alföldi Rft.	2,9	0,02	0,2
Duna-Tisza Rft.	2,8	0,02	0,2
Északkelet-Magyarországi Rft.	4,4	0,02	0,2
Közép-Magyarországi Rft.	3,2	0,02	0,2
Közép-Pannon Rft.	2,6	0,02	0,2
Nyugat-Pannon Rft.	3,1	0,02	0,2
Dél-Dunántúli Rft.	4,8	0,02	0,2
Regionális Tőkealap Kezelő Rt. (az Északkelet-Magyarországi Kockázati Tőkealap kezelője)	3	0,02	0,2

Forrás: MKTE [1999], vállalati tájékoztatók, sajtóközlemények.

Várhatóan az idén kezdi működését az Északkelet-Magyarországi Kockázati Tőkealap (ÉKTA) – felerészben a PHARE, fele részben a magyar állam (Gazdasági Minisztérium, Magyar Fejlesztési Bank, Közép-Magyarországi Rft., Északkelet-Magyarországi Rft.) finanszírozásában. A jelenlegi árfolyamon közelítőleg 1,2-1,3 milliárd forint nagyságú alapot a Regionális Kockázati Tőkealap Kezelő Kft. (RKTA) fogja befektetni, amelyet összesen 60 millió forintos törzstőkével hozott létre az MFB, valamint Északkelet-Magyarországi és a Közép-Magyarországi Rft.

Az ÉKTA és az RKTA az első a magyarországi kockázattőke-finanszírozást végző szervezetek közül, amely bejelentkezett az 1998. évi XXXIV. számú kockázattőke-törvény hatálya alá, vállalva ezzel a törvény által előírt jelentési kötelezettséget, a kihelyezések ütemezését érintő kööttségeket, cserébe a szabályozás által kínált társasági adó kedvezményért.

A kockázattőke-szervezetek megoszlása tőkeerő és alapítói kör szerint

A magyar kockázattőke-szektor fontos jellemzője, hogy tőkenagyság szerint a külföldi megtakarításokat mobilizáló társaságok a meghatározók. Ebben a körben egyrészt a csak Magyarországra koncentráló országalapok, másrészt a magyar piacon is jelen lévő kelet-

európai regionális kockázatitőke-alapok, valamint a nagyobb bankiforrás-hátterű társaságok szerepelnek. Ezekhez az alapokhoz viszonyítva az állami tőkével működő, a hazai megtakarításokat befektető kockázatitőke-társaságok részesedése az összes forrásból elenyésző.

Ha viszont a kockázatitőke-szervezetek számát vesszük figyelembe, akkor módosul a kép. A Magyarországon jelen levő mintegy 30-35 kockázatitőke-befektető közel fele belföldi forrásokat kihelyező szervezet. Ezen a csoporton belül pedig az állami tőkét mobilizáló társaságok vannak többségben.

A tőkeerőre vonatkozó adatokat áttekintve, az látszik, hogy a kisebb kockázatitőke-szervezetek tőkeereje nem éri el az 5 millió dollárt, a nagyobbaké pedig meghaladja a 15 millió dollárt. Az 5 és 15 millió dolláros sávban nem működik kockázatitőke-befektető. Mindezek alapján felvázolható a magyar kockázatitőke-szervezetek alapítói kör és tőkeerő szerinti – a vizsgálat szempontjából lényeges – struktúrája (5. táblázat).

A kutatáshoz kedvező adottság, hogy mind a kisebb (5 millió dollár alatti), mind a nagyobb (15 millió dollár feletti) kockázatitőke-szervezetek között található különböző alapítói köröket reprezentáló szervezet. Kivételt jelentenek az állami kockázatitőke-társaságok, amelyek mindegyike kisebb 5 millió dollárnál.

5. táblázat

A kockázatitőke-szervezetek méret és alapítói kör szerint

Alapítói kör	Tőkeerő	
	5 millió dollár alatt	15 millió dollár felett
Nemzetközi intézményi befektetők (50),	HITF (5)	Equinox (15), Riverside (24,5), Bankár Holding (50), Bancroft (100), MAVÁ (119), Róna és Társa (125), AIG-CET (300), Advent (360), Innova Capital (200), 3 TS Venture Croesus (180)
Bankiforrás-hátterű szervezetek	Venture Capital Hungary (3)	DBG Eastern Europe (50), Raffeyen Private Equity (50), Antra Kft. (20), ABN Amro Capital (50)
Hazai magánbefektetők	Eclipse Rt. (2,6) FastVentures (2), iHouse	Dunaholding Rt. (19)
Államiforrás-hátterű szervezetek	Multinova (1), Covent (2,48), Corvinus (4), Balatoni Rft. (3,4), Dél-Alföldi Rft. (2,9), Duna-Tisza Rft. (2,8), Északkelet-magyarországi Rft. (3,2), Közép-Magyarországi Rft. (2,68), Közép-Pannon Rft. (2,6), Nyugat-Pannon Rft. (3,1), Dél-Dunántúli Rft. (4,8),	

A vizsgálati egységek kiválasztása

A vizsgálati egységek kiválasztásakor meghatározó volt, hogy a kutatási kérdés több eset párhuzamos áttekintését tette szükségessé. A kockázati-ke-szervezetek fenti, tulajdonosi kör és méret szerinti eloszlása alapján lehetőség volt az úgynevezett elméleti mintavételi eljárás alkalmazására. Eisenhardt [1989b] szerint ez a módszer olyan, a kutatási kérdés szempontjából hasznosnak ítélt esetekre irányul, amelyek az elméleti feltételezéseket megjelenítik, illetve kiterjesztik, azáltal, hogy megfelelően illeszkednek a kutatás során alkalmazott fogalmakhoz (jelen esetben a tulajdonosi és méret jellemzőkhöz).

Az elméleti mintavételi eljárásnak ez a felfogása lényegében megegyezik a módszertani művekben elterjedtebb „elméleti ismétlésekkel” (*theoretical replication*), amely az „egyszerű ismétlésektől” (*literal repetition*) abban különbözik, hogy a megadott szempontrendszer szerinti előzetes várakozások nem azonos, hanem esetenként eltérő eredményekre vonatkoznak, és az eseteket (vizsgálati egységeket) előre megadott olyan elméleti kritériumok szerint választják ki, amelyek az eltérések hátterében állhatnak.

Az „elméleti ismétlések” elnevezés egyértelművé teszi, hogy nem statisztikai értelemben vett mintáról van szó. A cél nem az alapsokaságra vonatkozó általánosítások megfogalmazása, hanem elméleti feltételezések felállítása volt. A hipotézisek helyett a feltételezések (*propositions*) megjelölés használata Whetten [1989] ajánlása alapján is célszerűbb. Míg a hipotézisek mért kapcsolatot feltételeznek a változók között, addig a következtetések koncepcionális kapcsolatok valószínűsítését is megengedik, emiatt kvalitatív jellegű kutatások esetében használatuk inkább javasolt.

A módszertani megfontolások alapján a vizsgálati egységek kiválasztásakor alapvető követelmény volt, hogy az alapítói kategóriák és a mérettartományok által meghatározható szervezettípusok mindegyike reprezentálva legyen a vizsgálatban. A mintaelem-számot növelte, hogy az állami és a nagy nemzetközi forrásháttérű kockázati-ke-szervezetek esetében célszerűnek láttuk egy-egy olyan szereplő bevonását is, amely regionális befektetési orientációjú. A 6. táblázat tartalmazza, hogy mely kockázati-ke-szervezetekben került sor empirikus felvételre.

6. táblázat

A vizsgálatban szereplő szervezetek*

Alapítói kör	Méret	
	5 millió dollár alatt	15 millió dollár felett
Nemzetközi intézményi befektetők	HITF	Róna és Társai Rt., Bancroft Advisors
Bankiforrás-háttérű szervezetek	Venture Capital Hungary	ABN Amro Capital Kft.
Hazai magánbefektetők	Eclipse Rt.	Dunaholding Rt.
Államiforrás-háttérű szervezetek	Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Társaság, Corvinus Rt.	–**

* Az 5–15 millió dolláros méretkategóriában nem működik kockázati-ke-szervezet Magyarországon.

** Az állami forrásháttérű kockázati-ke-társaságok mindegyike 5 millió dollár alatti.

Hivatkozások

- ABBOTT, S.–HAY, M. [1995]: Investing for the Future. Ft-Pitman, London.
- AMIT, R.–GLOSTEN, L.–MULLER, E. [1990]: Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists. *Journal of Finance*, június, 371–402. o.
- ANGYAL ÁDÁM [1998]: A vállalati kormányzás gyakorlata. *Vezetéstudomány*, XXIX. évf., 10. sz. 1–17. o.
- AYLWARD, A. [1997]: Trends in Venture Capital Finance in Developing Countries. *IFC Discussion Papers*, No. 36. 30. o.
- BARRY, C. [1994]: New Directions in Research on Venture Capital Finance. *Financial Management*, Vol. 23, No. 3, 3–15. o.
- BROPHY, D. J. [1982]: Venture Capital Research. Megjelent: *Kent, C. A.–Sexton, D. L.–Vesper, K. H.* (szerk.): *Encyclopedia of Entrepreneurship*. Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J., 165–192. o.
- BRUNO, A. V.–TYEBJEE, T. T [1986]: The Destinies of Rejected Venture Capital Deals. *Loan Management*, No. 2., 43–53. o.
- BUDAPEST BUSINESS JOURNAL [1998], [1999], [2000]: Listák Könyve.
- BYGRAVE, W. D.–TIMMONS, J. [1992]: *Venture Capital at the Cross Roads*. Boston Harvard Business School Press, Boston, 328. o.
- CHAN, Y. [1983]: On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocations of Venture Capital in a Market with Imperfect Information. *Journal of Finance*, december, 1543–1561. o.
- CORDELL, L.–MACDONALD, R.–WOHAR, E. [1993]: Corporate Ownership and the Thrift Crises. *Journal of Law and Economics*, No. 36, 719–756. o.
- EISENHARDT, K. [1989a]: Agency theory: an Assessment and Review. *Academy of Management Review*, Vol. 14. No. 1. 57–74. o.
- EISENHARDT, K. [1989b]: Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, Vol. 14. No. 4. 532–550. o.
- FORRÁSKOKTÉL [1999]: Kockázati tőke- és tőkebefektető társaságok ajánlatai. *Forráskoktél*, 3. sz.
- FRIED, V. H.–HISRICH, R. D. [1988]: Venture Capital Research: Past, Present and Future. *Entrepreneurship Theory and Practice*, őszi szám, 15–28. o.
- FRIED, V. H.–HISRICH, R. D. [1994]: Towards a Model of Venture Capital Investment Decision Making. *Financial Management*, őszi szám, No. 3. 28–37. o.
- FRIED, V. H.–HISRICH, R. D. [1995]: The Venture Capitalist: A Relationship Investor. *California Management Review*, téli szám, No. 2. 101–113. o.
- GOMPERS, P. A. [1994]: *Grandstanding in the Venture Capital Industry*. University of Chicago, kiadatlan kézirat.
- GOMPERS, P. A.–LERNER, J. [1998a]: The Determinants of Corporate Venture Capital Success: Organisational Structures, Incentives and Complementarities. *NBER Working Papers*, No. 6725.
- GOMPERS, P. A.–LERNER, J. [1999]: What Drives Venture Capital Fundraising? *National Bureau of Economic Research, Working Paper*, No. 6906.
- HOBAN, J. P. [1981]: Characteristics of Venture Capital Investment. *American Journal of Small Business*. No. 2. 3–12. o.
- MAGYAR PÉNZÜGYI ÉS TŐZSDEI ALMANACH [1999]: *Magyar Pénzügyi és Tőzsdei Almanach*, 1998–1999. Tas-11 Kft., Budapest, 2. kötet.
- HUSTEDDE, R.–PULVER, G. [1992]: Factors Affecting Equity Capital Aquisitions: the Demand Side. *Journal of Business Venturing*, Vol. 7, No. 5. 363–380. o.
- JENSEN, M. C. [1993]: Presidential Address: the Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, Vol. 48. 831–880. o.
- KARSAI JUDIT [1995]: A kockázatitőke-finanszírozás nyílt és rejtett csatornái Magyarországon. *Külgazdaság*, 10. sz. 17–36. o.
- KARSAI JUDIT [1997]: A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában. *Külgazdasági Szemle*, 2. sz. 165–174. o.
- KARSAI JUDIT–WRIGHT, M. ÉS SZERZŐTÁRSAIK [1997]: Venture Capital in Transition Economies: the Case of Hungary. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 21, 18. o.
- KIERULF, H. [1986]: Additional Directions for Research in Venture Capital. Megjelent: *Sexton*,

- D.–Smilor, R. W. (szerk.): *The Art & Science of Entrepreneurship*. Ballinger, Cambridge, 145–149. o.
- KLEIMAN, R.–SHULMAN, J. [1992]: The Risk-Return Attributes of Publicly Traded Venture Capital: Implications for Investors and Public Policy. *Journal of Business Venturing*, Vol. 7, No. 3., 195–208. o.
- KROZSNER, R.–RAJAN, G. [1994]: Is the Glass Steagall Act Justified? A study of the US Experience of Universal Banking Before 1933. *American Economic Review*, No. 8, 810–832. o.
- LEMÁK GÁBOR [2000]: Kockázattőke-társaságok Magyarországon. *Bankszemle*, 7. sz., 18–44. o.
- LENER, J. [1994]: The Syndication of Venture Capital Investments. *Financial Management*, őszi szám, 16–27. o.
- LUDÁNYI ARNOLD–VÁRHEGYI ÉVA [1998]: A kockázati tőke a magyar vállalkozásokban – profitorientált vállalat fejlesztés, részvétel a finanszírozásban és a menedzsmentben. *Magyar Vállalkozásfejlesztési Alapítvány*, Budapest, 88 o.
- LUDÁNYI ARNOLD [2001]: A kockázattőke-társaságok részvétele a magyar vállalkozások menedzsmentjében és finanszírozásában. *Strukturális adottságok, magatartási, működési és stratégiai jellemzők*. Pénzügykutató Rt., Budapest, kézirat, 169 o.
- MANIGART, S. ÉS SZERZŐTÁRSAI [1993]: *The Performance of Publicly Traded European Venture Capital Companies*. Megjelent: *Chuchill, N. és szerkesztőtársai* (szerk.): *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Babson College, Wellesley, MA.
- MÁRKUS CSABA [1997]: A kockázati tőkebefektetés jogi infrastruktúrája. *Cégezetés*, 2. sz. 30–38. o.
- MKTE [1999]: *A Magyar Kockázati Tőke Egyesület Évkönyve*. Magyar Kockázati Tőke Egyesület, Budapest, 54. o.
- NORTON, E.–TANNENBAUM, B. H. [1993]: Specialisation versus Diversification as a Venture Capital Investment Strategy. *Journal of Business Venturing*, szeptember, 431–442. o.
- OSMAN PÉTER [1997]: Együtt sír, együtt nevet. *Cégezetés*, március, 129–133. o.
- PORTER, M. [1980]: *The Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Free Press, New York.
- PROWSE, S. [1998]: The Economics of the Private Equity Market. *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, harmadik negyedév, 22–37. o.
- SAHLMAN, W. A. [1990]: The Structure and Governance of Venture Capital Organisations. *Journal of Financial Economics*, október, 473–521. o.
- SCHERTLER, A. [1999]: *Venture Capital in Offenen Volkswirtschaften – Ein theoretisches modell*. Kiel Institute of World Economics, Working Papers, május, 95 o.
- SHLEIFER, A.–VISHNY, R. W. [1997]: A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, Vol. 52. 737–783. o.
- SZIRMAI PÉTER (szerk.) [1998]: *Egy kockázatos iparág... A kockázati tőke Magyarországon*. BKE Alkalmazott Gazdaságtan Tanszék Kisvállalkozás Kutató Csoport, Budapest, 126. o.
- TYEBJEEE, T. T.–BRUNO, A. V. [1984]: A Modell of Venture Capital Investment Activity. *Management Science*, szeptember, 1051–1066. o.
- VILÁGGAZDASÁG [2000]: Kockázati tőke az informatikában. *Világgazdaság*, január 17.
- WETZEL, W. E. [1982]: *Risk Capital Research*. Megjelent: *Kent, C. A.–Sexton, D. L.–Vesper K. H.* (szerk.): *Encyclopedia of Entrepreneurship*. Prentice Hall, Englewood Cliffs, N. J., 140–164. o.
- WHETTEN, D. A. [1989]: What constitutes a theoretical contribution? *Academy of Management Review*, 14. 490–495. o.
- WRIGHT M.–ROBBIE K. [1998]: *Venture Capital and Private Equity: a Review and Synthesis*. *Journal of Business & Finance*, Vol. 25, Nos. 5&6, 521–571. o.
- YIN R. K. [1984]: *Case Study Research*. SAGE Publications, Beverly Hills, CA.