

A kkv-k beruházásai Magyarországon: finanszírozási feltételek, fejlesztési igények és strukturális illeszkedési problémák

Hortoványi Lilla¹

ABSZTRAKT: A tanulmány célja azoknak a tényezőknek a feltárása, amelyek magyarázzák a magyar kis- és középvállalkozások (kkv-k) körében az immateriális és digitális beruházások viszonylag alacsony szintjét. A beruházási visszafogottság domináns magyarázata a finanszírozási korlátokban látja a probléma okát, ugyanakkor a legújabb tapasztalatok árnyaltabb képet rajzolnak. A tanulmány egy új értelmezési keretet, a finanszírozási illeszkedés problémáját vezet be, amely hozzájárul a kkv-finanszírozásról szóló szakirodalom továbbfejlesztéséhez, miközben szakpolitikai szempontból is releváns következtetéseket kínál. Az elemzés több érintetti csoport részvételével zajló szakértői egyeztetésekre, kvalitatív vállalati interjúkra és másodlagos források feldolgozására épül. Az eredmények arra utalnak, hogy a beruházások elmaradása nem elsősorban a finanszírozáshoz való hozzáférés korlátozottságával magyarázható, hanem azzal, hogy az immateriális beruházások sajátosságai csak részben illeszkednek a pénzügyi közvetítés domináns működési logikájához. A tanulmány rámutat arra, hogy a finanszírozási rendszer továbbra is elsősorban a tárgyi fedezeten alapuló beruházások finanszírozására épül, miközben a vállalati fejlesztési igények egyre inkább a digitalizáció, a tudásalapú fejlesztések és az immateriális beruházások irányába tolódnak el. Az eredmények alapján a kkv-k beruházási aktivitásának élénkítéséhez nem elegendő a finanszírozási források mennyiségének növelése. Legalább ilyen fontos a finanszírozási eszközök és a vállalati fejlesztési igények közötti jobb illeszkedés megteremtése.

1 A Mathias Corvinus Collegium Közgazdasági Iskolájának Vállalkozáskutató Műhelye szenior kutatója.

KULCSSZAVAK: kis- és középvállalkozások, finanszírozás, immateriális beruházások, digitalizáció, finanszírozási illeszkedés

JEL-KÓDOK: G21, G32, L26, O33

DOI: https://doi.org/10.35551/PFQ_2026_2_2

Bevezetés

A kis- és középvállalkozások beruházási aktivitása hosszú ideje visszatérő kihívást jelent a magyar gazdaságban, különösen a közelmúlt gazdasági sokkjait követően. A COVID-19-járvány, az energiaválság és a geopolitikai feszültségek együttesen olyan gazdasági környezetet alakítottak ki, amelyet fokozódó bizonytalanság, emelkedő költségek és mérséklődő beruházási hajlandóság jellemez (Pogácsás – Szepesi, 2023). Ezzel párhuzamosan ugyanakkor a finanszírozási források – különösen a támogatott hitelprogramok és a banki hitelezés – számos gazdaságilag életképes beruházás számára továbbra is elérhetőek maradtak. Ez látszólagos ellentmondást eredményez: miközben a finanszírozási források összességében nem tekinthetők szűkösnek, a beruházási aktivitás mégis visszafogott marad.

A finanszírozási korlátokkal foglalkozó szakirodalom a jelenséget hagyományosan az információs aszimmetriák és a hitelpiaci tökéletlenségek felől közelíti meg (Stiglitz – Weiss, 1981; Myers – Majluf, 1984; Ayyagari et al., 2007; Beck – Demirgüç-Kunt, 2006). E megközelítések szerint a vállalkozások beruházási lehetőségeit elsősorban a külső finanszírozáshoz való korlátozott hozzáférés szűkíti. Bár ez az értelmezési keret jelentős magyarázóerővel rendelkezik, kevésbé alkalmas azoknak a fejlesztéseknek a megértésére, amelyek napjainkban egyre nagyobb szerepet játszanak a vállalati alkalmazkodásban és versenyképességben: az immateriális, tudásalapú és digitális beruházásoknak.

Az elmúlt években a vállalati fejlesztési igények szerkezete jelentősen átalakult. A kapacitásbővítő beruházások mellett egyre nagyobb hangsúlyt kaptak a digitalizációhoz, a minőségfejlesztéshez, a szervezeti képességek erősítéséhez, valamint a tudás megszerzéséhez kapcsolódó fejlesztések. Ez a tendencia összhangban áll a nemzetközi folyamatokkal: a gazdasági növekedésben egyre nagyobb szerepet töltenek be az immateriális javak, miközben a vállalatok növekvő mértékben ruháznak be szoftverekbe, szervezeti tudásba, digitális platformokba és egyéb nem tárgyi eszközökbe (Corrado et al., 2009; Haskel – Westlake, 2018).

A tanulmány célja annak feltárása, hogy milyen tényezők magyarázzák a magyar KKV-k körében az immateriális és digitalizációs beruházások viszonylag alacsony szintjét. Kutatási kérdésünk a következő: miért maradnak el ezek a beruházások akkor is, amikor a finanszírozási források látszólag rendelkezésre állnak?

Elemzésünk több érintetti csoport bevonásával zajló szakmai egyeztetésekre, valamint kvalitatív kutatási eredményekre támaszkodik. Eredményeink szerint a beruházások elmaradása nem elsősorban a finanszírozási források

hiányával magyarázható, hanem azzal, hogy az immateriális fejlesztések sajátosságai csak korlátozottan illeszkednek a pénzügyi rendszer jelenlegi működési logikájához. Ezt a jelenséget a tanulmány a finanszírozási illeszkedés problémájaként értelmezi. Állításunk szerint a beruházási aktivitás élénkítéséhez nem elegendő a finanszírozási források bővítése; olyan finanszírozási konstrukciókra van szükség, amelyek jobban alkalmazkodnak a vállalkozások megváltozott fejlesztési igényeihez.

A tanulmány további része először áttekinti a kapcsolódó szakirodalmat, majd bemutatja az alkalmazott módszertant, az empirikus eredményeket és azok értelmezését. Végül összefoglaljuk a legfontosabb következtetéseket és szakpolitikai tanulságokat.

A tanulmány három szempontból járul hozzá a szakirodalomhoz. Egyrészt a kkv-k alulberuházását nem a finanszírozási források hiányából, hanem a finanszírozási rendszer és a beruházások sajátosságai közötti strukturális eltérésből vezeti le. Másrészt négy egymással összefüggő dimenzió – a fedezet, az értékelhetőség, az időhorizont és a kompetenciák – mentén mutatja be, hogyan alakul ki ez az eltérés. Harmadrészt rámutat arra, hogy a probléma nem értelmezhető kizárólag kínálati vagy keresleti oldali hiányosságként, hanem a vállalkozások és a pénzügyi intézmények közötti kölcsönhatások eredményeként, egy tágabb intézményi környezetbe ágyazva.

Szakirodalmi áttekintés

A kkv-k beruházási tevékenységének magyarázatára szolgáló meghatározó elméleti keretet a finanszírozási korlátok irodalma adja, amely Stiglitz és Weiss (1981), valamint Myers és Majluf (1984) úttörő munkáira épül. E modellek szerint a hitelezők és a hitelfelvevők közötti információs aszimmetriák hiteladagoláshoz vezetnek, ami végső soron korlátozza a beruházásokat. Berger és Udell (1998, 2006) továbbfejlesztették ezt a megközelítést, és a kkv-finanszírozás átfogóbb fogalmi modelljét dolgozták ki, amely a vállalatok mérete, életkora és információ átláthatósága alapján különbözteti meg az egyes finanszírozási formákat.

Ezt az összefüggésrendszert empirikus eredmények is széles körben alátámasztják, így a magyar gazdaság vonatkozásában is. A hazai vállalati finanszírozási struktúrát vizsgáló kutatások rámutatnak arra, hogy a bankhitelekhez való hozzáférést a vállalat mérete, életkora és átláthatósága egyaránt befolyásolja (Havran et al., 2017; Cumming & Johan, 2017). Ezek az eredmények megerősítik azt a képet, hogy a kkv-k beruházási aktivitása jelentős mértékben függ a külső finanszírozási források rendelkezésre állásától.

Ez a megközelítés ugyanakkor kevésbé alkalmas azon helyzetek magyarázatára, amikor a finanszírozás formálisan elérhető, a beruházás mégsem valósul meg. Beck et al. (2005), valamint Beck és Demirgüç-Kunt (2006) kimutatták, hogy a finanszírozási korlátok hatása a vállalatméret és az intézményi környezet függvényében jelentősen eltérhet. Calabrese et al. (2021) pedig arra mutat

nak rá, hogy a pénzügyi rendszer fragmentáltsága a vállalatípusok és ágazatok között egyenlőtlen finanszírozási hozzáférést eredményez, ami túlmutat a hiteladagolás hagyományos értelmezésén.

E mechanizmusok megértéséhez figyelembe kell venni a vállalati beruházások szerkezetének átalakulását. A vállalatok fejlesztési tevékenysége egyre inkább az immateriális javak – például a szoftverek, a tudás, a szellemi tulajdon, a szervezeti képességek és a digitális platformok – irányába mozdul el. Haskel és Westlake (2018) amellett érvelnek, hogy az immateriális beruházások gazdasági tulajdonságai alapvetően eltérnek a tárgyi beruházásokétól: jól skálázhatók, pozitív externáliákat generálnak, elsüllyedt költség jellegűek, és nehezen használhatók fedezetként. Corrado et al. (2009) kimutatták, hogy az immateriális tőke jelentős és folyamatosan növekvő mértékben járul hozzá a gazdasági növekedéshez.

Az immateriális beruházások egyik legfontosabb sajátossága, hogy nehezen értékelhetők és nehezen vonhatók be fedezetként. Hall (2002), valamint Brown et al. (2009) rámutattak arra, hogy a kutatás-fejlesztési és innovációs beruházások a hagyományos banki finanszírozásban rendszeresen alulfinanszírozottak az információs aszimmetriák és a tárgyi fedezet hiánya miatt. Bu et al. (2024) eredményei szerint a digitális inkluzív finanszírozás részben képes enyhíteni ezt a problémát, ugyanakkor elterjedtsége továbbra is korlátozott a bankközpontú pénzügyi rendszerekben.

Ez a strukturális illeszkedési probléma összefügg az alternatív finanszírozási formák térnyerésével is. A szakirodalom szerint a kockázati tőke, az üzleti angyalok és a hibrid finanszírozási konstrukciók bizonyos esetekben alkalmasabbak lehetnek az immateriális beruházások finanszírozására (Cumming & Johan, 2017). Magyarországon azonban a kockázati tőke-piac fejletlen, és a finanszírozási rés továbbra is jelentős (Póra & Szócs, 2023). Következésképpen az alternatív finanszírozási eszközök elérhetősége nem jelent széles körben működő alternatívát a kkv-szektor számára.

A fentiek alapján a finanszírozási korlátok irodalmának egyik implicit feltételezése megkérdőjelezhetővé válik: az a feltevés, hogy a beruházások visszafogottsága elsősorban kínálati oldali jelenség. A beruházások keresleti oldali sajátosságai – különösen az immateriális fejlesztési igények és a banki finanszírozás fedezetalapú logikája közötti strukturális eltérés – ugyanolyan mértékben érdemelnek elemző figyelmet.

Ennek megfelelően indokolt a finanszírozási korlátok és a finanszírozási illeszkedés fogalmának világosabb elhatárolása. A finanszírozási korlátok elsősorban azokra a helyzetekre utalnak, amikor a hitel információs aszimmetriák, fedezeti követelmények vagy hiteladagolás következtében nem elérhető, vagy csak aránytalanul magas költségek mellett hozzáférhető (Stiglitz & Weiss, 1981; Berger & Udell, 1998). A finanszírozási illeszkedés ezzel szemben olyan helyzetet jelöl, amikor a finanszírozás formálisan rendelkezésre állhat, azonban annak értékelési logikája, kockázatiértékelési kritériumai és termékstruktúrája csak korlátozott mértékben illeszkedik a beruházási projekt sajátosságaihoz. Míg a finan-

szírozási korlátok megközelítése a források korlátozott elérhetőségéből fakadó alulberuházásra helyezi a hangsúlyt, addig a finanszírozási illeszkedés perspektívája a finanszírozási formák és a beruházási igények közötti elégtelen összhangból eredő alulberuházásra irányítja a figyelmet. E megkülönböztetés szakpolitikai következményekkel is jár, hiszen a hitelkínálat bővítésére irányuló eszközök önmagukban nem feltétlenül képesek kezelni az immateriális és digitális beruházásokhoz kapcsolódó strukturális illeszkedési problémákat.

Ez a kérdés különösen jelentős azokban az összetett gazdasági környezetekben, ahol a vállalati döntéseket több, egymással kölcsönhatásban álló tényező alakítja. Schammo (2019) szerint a piaci fragmentáció és a szabályozási korlátok a hiteladagoláson túlmutató akadályokat teremtenek a kkv-k finanszírozása előtt. Simba et al. (2023) eredményei pedig azt mutatják, hogy a kkv-k pénzügyi kirekesztettsége nem csupán az erőforrások rendelkezésre állásának kérdése, hanem a finanszírozási eszközök és a vállalati igények közötti megfelelés problémája is.

Az immateriális tőkébe történő beruházások versenyképességi hatásait mind makrogazdasági, mind vállalati szinten széles körben dokumentálta a szakirodalom. Csath (2026) a Pénzügyi Szemlében megjelent tanulmányában kimutatta, hogy a vállalatok fejlődési pályáját döntő mértékben alakítják a szellemi tőkébe irányuló beruházások. Ez az eredmény közvetlenül alátámasztja a jelen tanulmányban azonosított finanszírozási illeszkedési problémát. Ugyanakkor az alternatív finanszírozási források magyarországi fejletlensége továbbra is strukturális korlátot jelent a kkv-k számára (Póra & Szócs, 2023).

Jelen tanulmány erre a szakirodalmi háttérre építve vizsgálja a finanszírozási és fejlesztési logikák kapcsolatát. Kiindulópontja, hogy a magyar kkv-k beruházási visszafogottsága nem magyarázható kizárólag a klasszikus finanszírozási korlátok elméleti keretével, hanem egy eltérő értelmezési perspektívát is szükségessé tesz: a finanszírozási illeszkedés problémáját. A megválaszolatlan kérdés tehát nem pusztán az, hogy a kkv-k hozzáférnek-e a finanszírozáshoz, hanem az is, hogy a rendelkezésre álló finanszírozási architektúra mennyiben kompatibilis a vállalati beruházási igények átalakuló szerkezetével.

Módszertan és mintavétel

Kutatási kérdések és elemzési keret

A tanulmány azt vizsgálja, hogy a rendelkezésre álló finanszírozási formák milyen mértékben illeszkednek a kis- és középvállalkozások tényleges fejlesztési igényeihez. Az elemzés három egymással összefüggő dimenzió köré szerveződik.

Az első dimenzió a finanszírozás elérhetőségére összpontosít. Azt vizsgálja, hogy a gazdaságilag életképes kkv-beruházási projektek számára általánosságban hozzáférhető-e a külső finanszírozás, vagy a kínálati oldali korlátok jelentik-e a legfontosabb akadályt.

A második dimenzió a vállalati fejlesztési prioritások szerkezetével és az ezekből fakadó finanszírozási igényekkel foglalkozik. Az elemzés feltárja az immateriális és digitális beruházások növekvő jelentőségét, valamint azt, hogy ezek jellemzői miként térnek el a hagyományos tárgyi eszközökbe irányuló beruházások sajátosságaitól.

A harmadik dimenzió a finanszírozási logika és a beruházások jellemzői közötti strukturális illeszkedési problémára fókuszál. A vizsgálat arra keresi a választ, hogy a jelenlegi finanszírozási rendszer mely elemei nem összeegyeztethetők az immateriális beruházások természetével, és ez az illeszkedési hiány miként befolyásolja a kkv-k beruházási magatartását.

Adatforrások és mintavétel

A tanulmány több, egymást kiegészítő forrásból származó kvalitatív empirikus adatokra épül, amelyek együttesen lehetővé teszik a finanszírozási és fejlesztési logikák közötti illeszkedés vizsgálatát.

A kutatás egyik meghatározó eleme egy 2025. április 2-án megrendezett, több érintetti csoport részvételével zajló szakértői kerekasztal-beszélgetés volt, amely kifejezetten a kkv-k hatékonyságjavító fejlesztéseinek finanszírozására összpontosított. A megbeszélésen vállalkozók, szakpolitikai döntéshozók, banki szakértők és egyéb finanszírozási szereplők vettek részt. A fórum értékes betekintést nyújtott a vállalati fejlesztési igények és a pénzügyi közvetítőrendszer működési logikája közötti kölcsönhatásokba.

A kvalitatív adatokat kiegészítették a Magyar Bankszövetség 2024. évi felmérései, amelyek a kkv-hitelezési gyakorlatot, a finanszírozási feltételeket, valamint a külső forrásokhoz való hozzáférés kritériumait dokumentálják.

A kutatás harmadik empirikus pillérét egy, a magyar többségi tulajdonban lévő élelmiszeripari kis- és középvállalkozások körében végzett kvalitatív interjú vizsgálat alkotja. A kutatás keretében 2025 júniusa és júliusa között összesen 17 félig strukturált interjú készült felsővezetőkkel, átlagosan 71 perces időtartamban. Az interjúk konkrét döntési helyzetekre fókuszáltak, lehetővé téve annak rekonstruálását, hogy a vállalatok miként értelmezik fejlesztési szükségleteiket, és hogyan értékelik a rendelkezésre álló finanszírozási lehetőségeket. Az interjúanyag kódolása és elemzése az Atlas.ti szoftver segítségével történt.

Az interjúk számát az elméleti telítődés elve határozta meg, mivel a további interjúk már nem eredményeztek érdemben új felismeréseket a finanszírozás és a beruházások közötti illeszkedés azonosított mintázataival kapcsolatban. Ugyanakkor a mintát tudatosan úgy alakítottuk ki, hogy az vállalatméret, fejlesztési orientáció és finanszírozási tapasztalat szempontjából is megfelelő változatosságot mutasson, ezáltal erősítve a feltárt mechanizmusok megbízhatóságát.

Elemzési módszer

Az elemzés kvalitatív módszertani megközelítést követ, amely lehetővé teszi többféle adatforrás integrálását, valamint olyan összefüggések azonosítását, amelyek pusztán kvantitatív módszerekkel nehezen ragadhatók meg.

A többforrású kvalitatív kutatási design szorosan illeszkedik a vizsgált probléma természetéhez. A finanszírozási illeszkedés kérdése olyan puha információkat, értelmezési különbségeket és intézményi logikákat foglal magában, amelyek nagymintás adatbázisokban csak korlátozottan figyelhetők meg. Ennek megfelelően az elemzés a szakértői kerekasztal-beszélgetés anyagát, a bankszektorral kapcsolatos empirikus bizonyítékokat és a vállalati interjúkat egyaránt felhasználja annak érdekében, hogy a problémát három elemzési szinten – intézményi, közvetítői és vállalati szinten – vizsgálja.

Az elemzési folyamat abduktív logikára épül, amely az empirikus megfigyelések és az elméleti fogalmak közötti folyamatos oda-vissza haladást teszi lehetővé. A kódolási folyamat az ismétlődő témák induktív azonosítását és az elméletvezérelt kategorizálást egyaránt magában foglalta, elősegítve a finanszírozási illeszkedés fogalmának kialakulását és fokozatos finomítását. Különös figyelmet fordítottunk a fedezeti korlátokkal, az értékelési nehézségekkel, az időhorizontok közötti eltérésekkel és a kompetenciahiányokkal kapcsolatos visszatérő mintázatok azonosítására.

A kvalitatív kutatási design összhangban áll a hazai kvalitatív vállalkutatások azon megközelítésével is, amely a vállalati folyamatok megértésében a kontextusérzékeny és több nézőpontot integráló elemzés fontosságát hangsúlyozza (Csákné Filep et al., 2020).

Eredmények

A finanszírozás elérhetősége Magyarországon

A 2025. április 2-án megrendezett szakértői kerekasztal-beszélgetés egyik legfontosabb megállapítása az volt, hogy a gazdaságilag életképes beruházási projektek számára Magyarországon a finanszírozás általában rendelkezésre áll. Ez az eredmény megkérdőjelezi a finanszírozási korlátok hagyományos narratíváját: a kkv-k beruházásainak elsődleges akadálya nem a külső finanszírozás általános hiánya.

Ezt a képet a Magyar Bankszövetség 2024. évi felmérései is megerősítik. A hazai bankok kkv-hitelezési aktivitása az elmúlt években stabil maradt, miközben az elérhető finanszírozási termékek köre bővült. A támogatott hitelprogramok – különösen a Széchenyi Kártya Program és az európai uniós társfinanszírozású konstrukciók – tovább szélesítették a hozzáférhető finanszírozási eszközök választékát.

Az MCC 2024. évi Vállalati Jelentése szintén arra utal, hogy a magyar kkv-k körében a finanszírozás elérhetősége nem tekinthető a beruházások legfonto-

sabb akadályának. A jelentés más tényezőket – különösen a fejlesztési igények szerkezetét és a finanszírozáshoz való hozzáférés adminisztratív terheit – azonosít jelentősebb korlátozó tényezőként.

A finanszírozás elérhetőségét javító tényezők közül kiemelkedő szerepet játszanak a támogatott hitelek, valamint az egyéb állami vagy európai uniós forrásból támogatott finanszírozási konstrukciók. Ezek a programok jelentősen javították a kkv-k hitelhez jutási lehetőségeit, különösen a kisebb vállalkozások esetében, amelyek egyébként súlyosabb finanszírozási korlátokkal szembesülnének. Ugyanakkor e konstrukciók igénybevétele egyenlőtlen, és a hozzájuk kapcsolódó adminisztratív követelmények számos vállalat számára jelentős terhet jelentenek.

Mindemellett a finanszírozás elérhetősége nem egyforma a különböző méretű, életkorú és átláthatóságú vállalkozások esetében. A kisebb, fiatalabb és kevésbé transzparens cégek továbbra is erősebb finanszírozási korlátokkal szembesülnek még egy alapvetően jól hozzáférhető finanszírozási környezetben is. Ez a heterogenitás összhangban áll a finanszírozási korlátok irodalmának előrejelzéseivel (Berger & Udell, 1998; Beck et al., 2005).

Különösen figyelemre méltó az európai uniós szinten megfigyelhető hitelkereslet-csökkenésre vonatkozó bizonyíték. A kerekasztal résztvevői hangsúlyozták, hogy a hitelkereslet visszaesését nem elsősorban kínálati oldali korlátok, hanem keresleti oldali tényezők magyarázzák. A vállalatok nem azért nem vesznek fel hitelt, mert nem jutnak hozzá, hanem azért, mert nem terveznek beruházást, vagy mert a rendelkezésre álló finanszírozási eszközök nem felelnek meg tényleges fejlesztési igényeiknek.

Összességében az eredmények arra utalnak, hogy a finanszírozás elérhetősége Magyarországon nem tekinthető a kkv-k beruházási visszafogottságának általános és önmagában elegendő magyarázatának. Bár a kínálati oldali korlátok bizonyos vállalati csoportok esetében továbbra is relevánsak, az eredmények szerint a beruházások elmaradása inkább a finanszírozási eszközök és a vállalati fejlesztési igények közötti strukturális illeszkedési problémával magyarázható. A legfontosabb következtetés nem az, hogy a finanszírozási sűrűlódások megszűntek volna, hanem az, hogy a megfigyelt beruházási visszafogottság nem érhető meg a rendelkezésre álló finanszírozási formák és az aktuális fejlesztési prioritások közötti kompatibilitás vizsgálata nélkül.

A kkv-k fejlesztési prioritásainak átalakulása

Az MCC 2024. évi Vállalati Jelentése és a szakértői kerekasztal-beszélgetés egyaránt azt jelzi, hogy a kkv-k fejlesztési prioritásai jelentős mértékben az immateriális és digitális beruházások irányába tolódtak el. A hagyományos kapacitásbővítő beruházásokat egyre inkább a digitalizációt, a minőségfejlesztést, a tudás megszerzését és a szervezeti képességek fejlesztését célzó beruházások váltják fel.

A kerekasztal résztvevői kiemelték, hogy a vállalatok egyre inkább felismerik az immateriális javak – például a digitalizáció, a szakmai tudás és a minőségirányítási rendszerek – versenyképességben betöltött szerepét. E felismerést a versenynyomás, a változó vevői elvárások, valamint a digitális technológiák üzleti folyamatokban betöltött egyre nagyobb jelentősége ösztönzi.

A minőségorientált fejlesztések szerepe szintén folyamatosan növekszik. A vállalatok számára a versenyképesség egyre kevésbé kizárólag a költségek csökkentéséről szól, és egyre inkább a minőségről, a megbízhatóságról, valamint a vevői elvárásoknak való megfelelés képességéről. Ez az elmozdulás összhangban áll az európai feldolgozóiparban és szolgáltatásokban megfigyelhető, minőségalapú verseny irányába mutató általános tendenciával.

A költségcsökkentő fejlesztések szintén kiemelt szerepet töltenek be. A vállalatok olyan megoldásokat keresnek, amelyek mérséklik működési költségeiket, javítják energiahatékonyságukat és hatékonyabbá teszik folyamataikat. Ezek a beruházások gyakran olyan digitális technológiákat – automatizációt, adatelemzési megoldásokat és folyamatirányítási rendszereket – foglalnak magukban, amelyek alapvetően immateriális jellegűek.

Az MCC Vállalati Jelentése szerint a kutatás-fejlesztési tevékenység jelentősége szintén növekszik a magyar kkv-k körében, még akkor is, ha annak intenzitása továbbra is elmarad az európai uniós átlagtól. E tendenciát az innováció versenyképességben betöltött szerepének erősödése, valamint a kutatás-fejlesztési tevékenységekhez kapcsolódó állami támogatások elérhetősége ösztönzi.

A fejlesztési prioritások átalakulása ágazatonként és vállalatméretenként eltérő mértékű. A tudásintenzív ágazatok – így különösen az információs és kommunikációs technológiák, a professzionális szolgáltatások és a fejlett feldolgozóipar – mutatják a legerősebb elmozdulást az immateriális beruházások irányába, míg a hagyományos ágazatokban továbbra is a tárgyi eszközök kapacitásbővítő fejlesztései dominálnak. A nagyobb kkv-k általában kedvezőbb helyzetben vannak az immateriális beruházások finanszírozásához szükséges források megszerzésében, mint a kisebb vállalkozások.

Fontos hangsúlyozni, hogy a fejlesztési prioritások átalakulása nem kizárólag a vállalatok belső döntéseinek eredménye. Az üzleti környezet digitális átalakulása, a változó szabályozási követelmények, valamint a nagyobb vállalatok és a nemzetközi versenytársak által gyakorolt versenynyomás egyaránt hozzájárul ehhez a folyamathoz. A kkv-k legalább annyira reagálnak külső kényszerekre, mint saját stratégiai megfontolásaikra.

Összességében az eredmények azt mutatják, hogy a kkv-k fejlesztési prioritásai jelentős mértékben az immateriális és digitális beruházások irányába tolódtak el. Ez a változás strukturális kihívást jelent a finanszírozási rendszer számára, amely történetileg elsősorban a tárgyi eszközök finanszírozására épült.

A fedezetalapú finanszírozási logika és az immateriális javak összeegyeztethetatlensége

A kerekasztal-beszélgetés egyik legfontosabb megállapítása az volt, hogy a hagyományos banki fedezetalapú logika csak korlátozott mértékben kompatibilis az immateriális javak finanszírozásával. Az elemzés e kompatibilitási problémának négy fő dimenzióját azonosította.

Az első dimenzió a fedezeti probléma. Az immateriális javak – például a szoftverek, a szakmai tudás (know-how), a szellemi tulajdon vagy a digitális platformok – csak korlátozott mértékben használhatók hitelfedezetként, mivel értékük nehezen meghatározható, és jelentős mértékben függ a vállalat folyamatos működésétől. A kerekasztal résztvevői hangsúlyozták, hogy a bankok számára ezért különösen nehéz a digitalizációt, a tudásfejlesztést vagy a kutatás-fejlesztési jellegű beruházásokat finanszírozni, még akkor is, ha ezek a vállalat szempontjából racionális és szükséges fejlesztéseknek tekinthetők.

A második dimenzió az értékelési probléma. Az immateriális javak értéke általában nem közvetlenül megfigyelhető, hanem a jövőbeni teljesítménytől, a piaci beágyazottságtól és a vállalat-specifikus tudástól függ. Ez jelentősen eltér egy olyan tárgyi eszköztől, mint egy gép vagy egy ingatlan, amelyek piaci értéke viszonylag könnyen meghatározható. A bankok gyakran nem rendelkeznek az immateriális beruházások értékeléséhez szükséges szakértelemmel, módszertannal és értékelési tapasztalattal, ami növeli az érzékelt kockázatot és csökkenti a finanszírozási hajlandóságot.

A harmadik dimenzió a nyomon követhetőség problémája. Az immateriális beruházások esetében jóval nehezebb megítélni, hogy a forrásokat valóban a tervezett fejlesztési célokra fordították-e, illetve hogy a beruházás idővel miként járul hozzá a vállalat működési teljesítményéhez. Egy tárgyi eszköz megléte és értéke viszonylag könnyen ellenőrizhető, míg egy szervezeti vagy digitális fejlesztés megvalósulása és hasznosulása nehezebben mérhető, ami jelentős módszertani kihívást jelent a finanszírozók számára.

A negyedik probléma a likvidációs érték kérdése. Fizetési nehézség vagy nemteljesítés esetén a pénzügyi intézmények jellemzően a fedezet értékesítésével igyekeznek mérsékelni veszteségeiket. Az immateriális javak esetében ez a logika csak korlátozottan alkalmazható, mivel e fejlesztések értéke rendszerint szorosan kapcsolódik a vállalat eredeti szervezeti, piaci és működési környezetéhez. Egy adott vállalat számára rendkívül értékes tudásbázis vagy fejlesztési rendszer egy másik vállalkozás számára nem feltétlenül használható vagy értékesíthető azonos módon.

Az elemzés arra is rámutat, hogy a probléma nem csupán technikai vagy vállalati szintű kérdés, hanem szabályozási és intézményi dimenziókkal is rendelkezik. A kerekasztal résztvevői szerint a hitelezést szabályozó prudenciális előírások további akadályokat teremtenek az immateriális beruházások finanszírozása előtt, mivel a bankoktól magasabb tőketartalék fenntartását követelik meg az ilyen fedezetek mellett nyújtott hitelek esetében.

A hagyományos banki finanszírozás korlátait elméletileg enyhíthetnék az alternatív finanszírozási formák. A kockázati tőke, az üzleti angyalok, a tőkepiaci eszközök és a különböző hibrid konstrukciók bizonyos esetekben alkalmasabbak lehetnek az immateriális beruházások finanszírozására. Ezek az eszközök azonban a magyar kkv-k számára csak korlátozott mértékben hozzáférhetők. A kockázati tőke jellemzően a gyors növekedési potenciállal rendelkező technológiai vállalatokra koncentrál, az üzleti angyalok köre szűk, a tőkepiaci finanszírozás pedig csak a legérettebb vállalkozások számára jelent reális lehetőséget. Mindez azt jelenti, hogy bár a klasszikus banki finanszírozás alternatívái léteznek, nem tekinthetők a kkv-szektor számára széles körben működő finanszírozási megoldásnak.

A kerekasztal résztvevői azt is hangsúlyozták, hogy az ilyen típusú beruházások kezeléséhez a bankoknak új tudásra és új értékelési képességekre lenne szükségük. Ez különösen fontos megállapítás, mivel arra utal, hogy a finanszírozási illeszkedés problémája nem csupán a jelenlegi pénzügyi rendszer strukturális sajátossága, hanem olyan kompetenciahiány is, amely célzott kapacitás-fejlesztéssel legalább részben kezelhető lenne.

Összességében az eredmények arra utalnak, hogy tartós és strukturális feszültség áll fenn a hagyományos banki fedezetalapú logika és az immateriális javak finanszírozási igényei között. Ez a feszültség nem átmeneti piaci zavar, hanem a pénzügyi rendszer működési logikája és a kkv-k fejlődő fejlesztési szükségletei közötti mély strukturális illeszkedési hiány következménye.

Vállalkozói kompetenciák és attitűdök

A kerekasztal-beszélgetés és az MCC Vállalati Jelentése egyaránt rámutatott arra, hogy a vállalkozói kompetenciák és attitűdök szintén jelentős szerepet játszanak a beruházási visszafogottság magyarázatában. Ez az eredmény arra utal, hogy a finanszírozási illeszkedés problémája egyaránt rendelkezik kínálati és keresleti oldali dimenziókkal.

Az egyik legfontosabb probléma a kkv-vezetők korlátozott pénzügyi, tervezési és projekt-előkészítési kompetenciája. A résztvevők hangsúlyozták, hogy számos vállalkozás nem rendelkezik megfelelő kapacitással életképes beruházási projektek előkészítésére, a finanszírozási programok adminisztratív követelményeinek kezelésére vagy az immateriális beruházások pénzügyi megtérülésének értékelésére. Ez a kompetenciahiány csökkenti a vállalatok képességét a rendelkezésre álló finanszírozási források elérésére, még akkor is, ha azok formálisan hozzáférhetők.

A problémát tovább erősíti a többgenerációs vállalkozói tapasztalat hiánya. A magyar kkv-szektor jelentős része a rendszerváltást követően jött létre, és számos tulajdonos nem rendelkezik olyan felhalmozott tapasztalattal, amely komplex beruházási projektek menedzseléséhez vagy a pénzügyi piacokon való eligazodáshoz szükséges. Ez a tapasztalathiány hozzájárul a kockázatke-

rülő magatartáshoz és az inkrementális, saját forrásból finanszírozott fejlesztések előnyben részesítéséhez.

Visszatérő témaként jelent meg a nemzetközi tapasztalatok korlátozott jelenléte is. A kerekasztal résztvevői szerint számos magyar kkv csak korlátozott mértékben kapcsolódik nemzetközi piacokhoz és nemzetközi jó gyakorlatokhoz, ami szűkíti képességüket a releváns fejlesztési lehetőségek felismerésére, valamint saját teljesítményük nemzetközi versenytársakhoz viszonyított értékelésére.

Több résztvevő a növekedésorientált szemlélet hiányát is kiemelte. Sok vállalkozás rövid távon gondolkodik, és a stratégiai fejlesztésekkel szemben a működési stabilitást helyezi előtérbe. Ez a magatartás részben racionális válasz a bizonytalanságra, ugyanakkor számos esetben a stratégiai tervezési képességek korlátozottságát is tükrözi.

Ehhez kapcsolódik a belső finanszírozás előnyben részesítése. A kvalitatív kutatás és a szakértői konzultációk egyaránt arra utalnak, hogy sok magyar kkv elsősorban saját forrásaira támaszkodik, és a külső finanszírozást csak másodlagos lehetőségként tekinti. Ez a preferencia részben történeti és vállalkozói tapasztalatokkal magyarázható, részben pedig azzal az érzékeléssel, hogy a külső finanszírozás költséges, kockázatos és jelentős adminisztratív terhekkel jár.

Az adminisztratív teher szintén fontos eleme ennek a mintázatnak. A kkv-k körében széles körben megfigyelhető az óvatosság a hitelekkel, a bankokkal és az ezekhez kapcsolódó adminisztrációval szemben. A kisebb vállalkozások számára a finanszírozási kérelmek előkészítése, a pályázati rendszerek kezelése és a szabályozási előírásoknak való megfelelés aránytalanul nagy terhet jelent. A kerekasztal résztvevői rámutattak arra, hogy bár több támogatott hitelkonstrukció formálisan rendelkezésre áll, egyes vállalatok mégsem veszik igénybe ezeket, mert a kapcsolódó adminisztratív költségeket és bizonytalanságot túl magasnak ítélik.

Összességében az empirikus eredmények arra utalnak, hogy a vállalkozói kompetenciák és attitűdök nem a finanszírozási probléma külső korlátját jelentik, hanem annak szerves részét képezik. A finanszírozási illeszkedés problémája egyaránt magában foglal kínálati oldali dimenziókat – vagyis a finanszírozási eszközök és az immateriális beruházások jellemzői közötti eltérést –, valamint keresleti oldali dimenziókat is, amelyek a vállalatok rendelkezésre álló finanszírozás elérésére és felhasználására vonatkozó képességeivel és hajlandóságával kapcsolatosak.

Diszkusszió és következtetések

Ebben az értelemben a kkv-k immateriális beruházásainak alacsony szintje nem pusztán vállalati szintű korlátok következménye, hanem a pénzügyi közvetítőrendszer intézményi kialakításából fakadó, strukturálisan beágyazott eredmény.

Az eredmények arra utalnak, hogy a feltárt finanszírozási illeszkedési probléma nem értelmezhető kizárólag a vállalatok és a pénzügyi közvetítők közötti piaci szintű eltérésként. Sokkal inkább egy tágabb szakpolitikai szintű illeszkedési hiányról van szó, amelyben a pénzügyi rendszer domináns szabályozási és ösztönző struktúrái szisztematikusan előnyben részesítik a tárgyi eszközökhöz kötődő, fedezettel biztosítható beruházásokat az immateriális és digitális fejlesztési projektekkel szemben.

A kutatási kérdések megválaszolása

A kkv-k beruházási visszafogottságát magyarázó hagyományos megközelítések elsősorban a finanszírozás elérhetőségére helyezik a hangsúlyt. E szakirodalom jellemzően a hiteladagolást, az információs aszimmetriákat és a külső finanszírozás korlátozott hozzáférhetőségét tekinti a beruházások elmaradásának legfontosabb okainak (Stiglitz & Weiss, 1981; Beck et al., 2005). Bár ez az elméleti keret jelentős magyarázó erővel rendelkezik, a Magyarországon megfigyelhető mintázatok értelmezésére önmagában nem elegendő.

Empirikus eredményeink azt mutatják, hogy számos gazdaságilag életképes kkv-beruházási projekt számára Magyarországon továbbra is rendelkezésre áll a finanszírozás. Ez természetesen nem jelenti azt, hogy minden vállalkozás egyenlő eséllyel fér hozzá a forrásokhoz, vagy hogy a kínálati oldali korlátok elvesztették volna jelentőségüket. Arra azonban egyértelműen utal, hogy a megfigyelt beruházási visszafogottság nem magyarázható elsősorban általános finanszírozási korlátokkal.

Az eredmények alapján pontosabb magyarázatot ad, hogy a kkv-k fejlesztési prioritásai az immateriális, digitális és minőségorientált beruházások irányába tolódtak el, miközben a finanszírozási rendszer működési logikája továbbra is elsősorban a tárgyi fedezeten alapuló hitelezésre épül. Ez a strukturális eltérés – amelyet jelen tanulmány a finanszírozási illeszkedés problémájaként értelmez – pontosabb magyarázatot kínál a beruházási visszafogottságra, mint a finanszírozási korlátok általános megközelítése önmagában.

A kutatás egyik legfontosabb eredménye, hogy a probléma elsődlegesen nem a finanszírozás mennyiségéhez, hanem annak megfelelőségéhez kapcsolódik. A jelenleg uralkodó finanszírozási logika – amely tárgyi fedezetre, rövid távú időhorizontokra és standardizált kockázatértékelésre épül – strukturálisan eltér az immateriális beruházások sajátosságaitól. Ez az illeszkedési hiány olyan finanszírozási rést hoz létre, amely pusztán a hitelkínálat bővítésével nem szüntethető meg.

Az eredmények arra is rámutatnak, hogy a finanszírozási korlátok hagyományos hipotézise alábecsüli a keresleti oldal szerepét. A vállalati fejlesztési prioritások, a vállalkozói kompetenciák és a finanszírozáshoz való hozzáférés adminisztratív terhei egyaránt fontos meghatározói a beruházási magatartásnak, amelyeket a kizárólag kínálati oldalra épülő megközelítés nem képes megfelelően megmagyarázni.

Ennek megfelelően a tanulmány a finanszírozási korlátok perspektíváját a finanszírozási illeszkedés perspektívájával egészíti ki. A központi kérdés nem csupán az, hogy rendelkezésre áll-e finanszírozás, hanem az is, hogy a rendelkezésre álló finanszírozás megfelel-e azoknak a beruházási típusoknak, amelyeket a vállalatoknak meg kell valósítaniuk.

A finanszírozási illeszkedési probléma dimenziói

Az empirikus eredmények alapján a finanszírozási illeszkedés problémája négy egymással összefüggő dimenzió mentén ragadható meg.

Az első dimenzió a fedezeti és értékelési illeszkedési hiány. Az immateriális beruházások – például a szoftverfejlesztés, a szervezeti tudás, a szakmai know-how, a minőségirányítási rendszerek vagy a digitális platformok – a hagyományos banki hitelezési keretben nem biztosíthatók megfelelő módon fedezettel. Értékük erősen kontextusfüggő, nehezen megfigyelhető, és jelentős mértékben függ a vállalat folyamatos működésétől. Ez az eltérés rendszerszerűen szorítja ki az immateriális beruházásokat a hagyományos banki finanszírozás köréből.

A második dimenzió a kockázati és időhorizontbeli eltérés. Az immateriális fejlesztések hozamai jellemzően hosszabb időtávon jelentkeznek, miközben a banki finanszírozási logika rövidebb távú és könnyebben számszerűsíthető megtérülésekre épül. Ez az időbeli eltérés a finanszírozók szemszögéből növeli az immateriális beruházások érzékelt kockázatát, és csökkenti a finanszírozási hajlandóságot.

A harmadik dimenzió a kompetencia- és értelmezési rés. A bankok gyakran nem rendelkeznek megfelelő módszertannal az immateriális beruházások értékeléséhez, miközben a vállalatok sok esetben nem képesek fejlesztési projektjeiket olyan formában bemutatni, amely a pénzügyi intézmények számára egyértelműen értelmezhető. Ez a kölcsönös meg nem értés tovább erősíti a finanszírozási illeszkedés problémáját.

A negyedik dimenzió az intézményi és piaci környezet korlátozó szerepe. A prudenciális szabályozás, a magas adminisztratív terhek és az alternatív finanszírozási források korlátozott fejlettsége együttesen szűkíti a pénzügyi rendszer alkalmazkodóképességét a kv-k változó fejlesztési igényeihez.

A négy dimenzió együttesen azt mutatja, hogy a probléma nem kezelhető egyszerűen több vagy olcsóbb hitel biztosításával. A beruházási visszafogottság egy mélyebb illeszkedési hiány következménye, amely nem oldható meg kizárólag a hitelkínálat bővítésével. E strukturális eltérés fennmaradása szorosan összefügg a pénzügyi közvetítőrendszer meghatározó szabályozási és prudenciális keretekkel. Ezek a keretek ugyan hozzájárulnak a pénzügyi stabilitás fenntartásához, ugyanakkor erősítik a fedezetalapú hitelezési gyakorlatokat és a rövid távú kockázattertelméli szemléletet, amelyek kevésbé illeszkednek az immateriális beruházások sajátosságaihoz.

Mindeközben a közpénzből támogatott finanszírozási konstrukciók gyakran hasonló értékelési logikát követnek, ami korlátozza hatékonyságukat a digitális és tudásintenzív fejlesztések speciális finanszírozási igényeinek kezelésében.

Összevetés a szakirodalommal és a nemzetközi kontextussal

Bár az empirikus elemzés Magyarországra fókuszál, az azonosított mechanizmusok összhangban állnak az immateriális beruházások finanszírozásával kapcsolatos nemzetközi tapasztalatokkal, ami arra utal, hogy a megfigyelt mintázatok túlmutathatnak az adott intézményi környezet sajátosságain.

A tanulmányban azonosított probléma nem tekinthető kizárólag magyar sajátosságnak. A nemzetközi szakirodalom számos tekintetben hasonló jelenségeket ír le. Haskel és Westlake (2018) rámutatnak arra, hogy az immateriális gazdaság térnyerése olyan strukturális finanszírozási kihívásokat teremt, amelyek nem kötődnek egyetlen országhoz sem. Didier et al. (2021) pedig kimutatták, hogy a feltörekvő gazdaságok tőkepiacainak fejletlensége rendszerszerűen korlátozza az immateriális beruházások finanszírozását.

A fejlődő gazdaságokkal foglalkozó kutatások szintén hangsúlyozzák, hogy a pénzügyi kirekesztettség nem csupán az erőforrások rendelkezésre állásának kérdése, hanem a pénzügyi rendszer strukturális sajátosságainak következménye is (Simba et al., 2023). Schammo (2019) szerint az európai kkv-finanszírozás piacainak fragmentáltsága olyan akadályokat hoz létre, amelyek túlmutatnak a hiteladagolás hagyományos problémáján.

A magyar eset ezért nem elszigetelt jelenségként, hanem egy szélesebb nemzetközi mintázat részeként értelmezhető. Sajátossága inkább a finanszírozási illeszkedési probléma mértékében és intézményi környezetében ragadható meg, mintsem annak alapvető természetében.

Főbb következtetések és gyakorlati implikációk

A tanulmány legfontosabb megállapítása, hogy a magyar kkv-k beruházási visszafogottsága nem írható le megfelelően a finanszírozási korlátok hagyományos hipotézisével. Bár a kínálati oldali korlátok bizonyos vállalati csoportok esetében továbbra is relevánsak, nem ezek jelentik a megfigyelt beruházási mintázat elsődleges mozgatórugóját.

Az eredmények alapján pontosabb magyarázatot ad, hogy a kkv-k fejlesztési prioritásai az immateriális, digitális és minőségorientált beruházások irányába tolódtak el, miközben a finanszírozási rendszer működési logikája továbbra is elsősorban a tárgyi fedezeten alapuló hitelezésre épül. Ez a strukturális eltérés – amelyet jelen tanulmány a finanszírozási illeszkedés problémájaként értelmez – pontosabb magyarázatot kínál a beruházási visszafogottságra, mint a finanszírozási korlátok általános megközelítése önmagában.

A második fontos következtetés, hogy ez az illeszkedési probléma nem kizárólag a finanszírozási oldal felől érthető meg. A vállalati kompetenciák, attitűdök és a finanszírozáshoz való hozzáférés adminisztratív terhei ugyanolyan fontos keresleti oldali meghatározói a beruházási magatartásnak.

A harmadik hozzájárulás, hogy a magyar eset nem elszigetelt problémaként, hanem egy szélesebb nemzetközi mintázat részeként értelmezhető, ami növeli az eredmények általánosíthatóságát.

Az eredmények alapján három gyakorlati következtetés fogalmazható meg. Először, a kkv-k immateriális és digitális beruházásainak finanszírozása olyan új finanszírozási eszközök kialakítását igényli, amelyek jobban illeszkednek a beruházások sajátosságaihoz. Ide tartozhatnak a hosszabb futamidejű konstrukciók, a rugalmasabb fedezeti követelmények és az új értékelési módszertanok. Másodszor, a bankoknak új kompetenciákat kell kialakítaniuk az immateriális beruházások kockázatainak értékelésére és kezelésére. Harmadszor, a finanszírozási programok adminisztratív terheinek csökkentése jelentősen növelhetné azok igénybevételét a kkv-k körében.

A kkv-beruházások ösztönzését célzó szakpolitikai beavatkozásoknak túl kell lépniük a hitelvolumen egyszerű növelésének logikáján, és nagyobb hangsúlyt kell helyezniük olyan finanszírozási eszközök és értékelési keretrendszerek kialakítására, amelyek összhangban állnak az immateriális és digitális beruházások sajátosságaival. Ez magában foglalhatja a kockázatértékelési gyakorlatok átalakítását, az alternatív finanszírozási csatornák támogatását, valamint a jelenleg a fedezetalapú hitelezést előnyben részesítő szabályozási ösztönzők felülvizsgálatát.

Korlátok és jövőbeli kutatási irányok

A tanulmány több kvalitatív adatforrásra épül, köztük több szereplőt bevonó szakértői egyeztetésekre, a pénzügyi rendszer szintjén rendelkezésre álló empirikus bizonyítékokra, valamint vállalati interjúkra. Bár ez a kutatási design lehetővé teszi a finanszírozási feltételek és a beruházási magatartás közötti kapcsolatok átfogó vizsgálatát, bizonyos korlátokat is magában hordoz.

A vállalati szintű interjúk bizonyítékok egy konkrét ágazatból, a magyar élelmiszeriparból származnak, ami befolyásolhatja a fejlesztési prioritásokkal és finanszírozási magatartással kapcsolatos megfigyelt mintázatokat. Ugyanakkor ezt az empirikus pillért szélesebb rendszer- és szereplőszintű perspektívák egészítik ki, amelyek támogatják az eredmények értelmezését egyetlen ágazati kontextuson túl is.

Emellett az elemzés egy olyan gazdasági időszakot tükröz, amelyet fokozott bizonytalanság jellemez. Ez a környezet befolyásolhatja a vállalatok beruházási döntéseit és a finanszírozáshoz való viszonyát.

A jövőbeli kutatások több irányban is tovább építhetik az itt bemutatott eredményeket. Először, érdemes lenne a finanszírozási illeszkedés problémáját kvantitatív vállalati adatbázisokon is tesztelni. Másodszor, nemzetközi össze-

hasonlító kutatások vizsgálhatnák, hogy az azonosított mechanizmusok mennyiben kontextusfüggők, illetve mennyiben tekinthetők általános jelenségnek. Harmadszor, további kutatások elemezhetnék, hogy a pénzügyi intézmények miként alakítják ki az immateriális beruházások értékeléséhez és finanszírozásához szükséges képességeket.

Hivatkozások

1. Ayyagari, M., Beck, T., & Demirgüç-Kunt, A. (2007). Small and medium enterprises across the globe. *Small Business Economics*, 29(4), 415–434. <https://doi.org/10.1007/s11187-006-9002-5>
2. Balling, M., Bernet, B., Gnan, E., & Lierman, F. (Eds.). (2009). *Financing SMEs in Europe*. SUERF.
3. Beck, T., & Demirgüç-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 2931–2943. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.009>
4. Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2005). Financial and legal constraints to growth: Does firm size matter? *The Journal of Finance*, 60(1), 137–177. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00727.x>
5. Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance. *Journal of Banking & Finance*, 22(6–8), 613–673. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7)
6. Berger, A. N., & Udell, G. F. (2006). A more complete conceptual framework for SME finance. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 2945–2966. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.008>
7. Bethlendi, A., & Végh, R. (2014). Községi finanszírozás – valós lehetőség-e a hazai kisvállalatok számára? [Community financing – a real option for domestic small businesses?] *Hitelintézeti Szemle*, 13(4), 102–126.
8. Brown, J. R., Fazzari, S. M., & Petersen, B. C. (2009). Financing innovation and growth. *The Journal of Finance*, 64(1), 151–185. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01431.x>
9. Bu, X., Li, J., Guo, C., & Wang, X. (2024). Digital inclusive finance and firm innovation: Evidence from China. *Technological Forecasting and Social Change*, 198, 123022. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2023.123022>
10. Calabrese, R., Girardone, C., & Sclip, A. (2021). Financial fragmentation and SME access to finance. *Journal of Corporate Finance*, 68, 101906. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101906>
11. Carpenter, R. E., & Petersen, B. C. (2002). Is the growth of small firms constrained by internal finance? *Review of Economics and Statistics*, 84(2), 298–309. <https://doi.org/10.1162/003465302317411541>
12. Corrado, C., Hulten, C., & Sichel, D. (2009). Intangible capital and U.S. economic growth. *Review of Income and Wealth*, 55(3), 661–685. <https://doi.org/10.1111/j.1475-4991.2009.00343.x>

13. Csákné Filep, J., Radácsi, L., & Timár, G. (2020). A magyar startup-vállalkozások túlélése [Survival of Hungarian startups]. *Vezetéstudomány*, 51(1), 16–31. <https://doi.org/10.14267/VEZTUD.2020.01.02>
14. Csath, M. (2026). A successful path of growth and development amid changing competitive conditions is built on intellectual capital. *Public Finance Quarterly*, 72(1), 9–31. <https://journals.lib.uni-corvinus.hu/index.php/penzugyiszemle/article/view/2435>
15. Cumming, D., & Johan, S. (2017). The problems with and promise of entrepreneurial finance. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 11(3), 357–370. <https://doi.org/10.1002/sej.1265>
16. Didier, T., Levine, R., & Schmukler, S. L. (2021). Capital market financing, firm growth, and firm size distribution. *The World Bank Economic Review*, 35(3), 635–672. <https://doi.org/10.1093/wber/lhaa021>
17. Hall, B. H. (2002). The financing of research and development. *Oxford Review of Economic Policy*, 18(1), 35–51. <https://doi.org/10.1093/oxrep/18.1.35>
18. Haskel, J., & Westlake, S. (2018). *Capitalism without capital*. Princeton University Press.
19. Havran, D., Kerényi, P., & Víg, A. (2017). Szállítói finanszírozás vagy bankhitel? [Trade credit or bank loans?] *Hitelintézeti Szemle*, 16(4), 86–121. <https://doi.org/10.25201/HSZ.16.4.86121>
20. Holmström, B., & Tirole, J. (1997). Financial intermediation, loanable funds. *Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 663–691. <https://doi.org/10.1162/003355397555316>
21. Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing decisions. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
22. Owen, R., Brennan, G., & Lyon, F. (2018). Financing social enterprises: The role of impact investment. *Journal of Business Ethics*, 159(3), 569–586. <https://doi.org/10.1007/s10551-018-3782-0>
23. Pogácsás, P., & Szepesi, B. (2023). A koronavírus hatása a magyar KKV-kra [The impact of COVID-19 on Hungarian SMEs]. *Vezetéstudomány*, 54(2), 25–39. <https://doi.org/10.14267/VEZTUD.2023.02.03>
24. Póra, A., & Szőcs, Á. (2023). Funding gap in the Hungarian venture capital market. *Public Finance Quarterly*, 69(4), 28–44. https://doi.org/10.35551/PFQ_2023_4_2
25. Schammo, P. (2019). Market fragmentation and SME financing. *Journal of Financial Regulation*, 5(2), 213–238. <https://doi.org/10.1093/jfr/fjz008>
26. Simba, A., Wang, Y., & Del Olmo-García, F. (2023). Financial exclusion and SMEs. *Journal of Small Business Management*, 61(3), 987–1015. <https://doi.org/10.1080/00472778.2021.1963214>
27. Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing. *American Economic Review*, 71(3), 393–410.