

Befektetők vagy angyalok? Az informális kockázatitőke-befektetések motivációi

Kosztópulosz Andreász¹

Egy, az Európai Unió Bizottsága számára készített jelentés megállapítja, hogy az Unióban az induló és működésük kezdeti szakaszában lévő vállalkozások számára a tőke kínálata egyre inkább az üzleti angyalok tevékenységétől függ. Ezek a befektetők nemcsak finanszírozási forrást biztosítanak, hanem vezetői tapasztalataikat is a vállalkozás rendelkezésére bocsátják, s ez növeli az induló vállalkozások piaci túlélési esélyeit. A hazai kockázatitőke-befektetésekkel foglalkozó tanulmányok szerzői egyre gyakrabban utalnak az üzleti angyalok hazai jelenlétére, befektetések növekvő szerepére is.

A témában zajló nemzetközi kutatások egy jól körülírható iránya az üzleti angyalok befektetői természetét, annak a kockázati tőkéséktől illetőleg az általános befektetői magatartástól eltérő jellegzetességeit vizsgálja, hangsúlyozva, hogy ezeknél a befektetőknél a pénzügyi motivációk mellett kitapinthatóan jelen vannak altruista és hedonista megfontolások is. Tanulmányunkban ezen eredmények ismertetésén túl egy empirikus felmérés adatai alapján azt is bemutatjuk, hogy a hazai üzleti angyalok tevékenységét sem csupán a befektetés pénzben mérhető megtérülése motiválja.

Kulcsszavak: üzleti angyalok, informális kockázati tőke, befektetési motivációk, hasznosság alapú piacszegmentáció, altruista és hedonista befektetők

1. Bevezetés

*Nem férhet kétség hozzá, hogy az angyalok léteznek – állapítja meg az informális kockázatitőke-piac három nagy múltú kutatója, Freear, Sohl és Wetzel a téma legfontosabb tudományos folyóiratában, a *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*-ben megjelent cikkükben (Freear és szerzőtársai 2002, 278. o.). A három kutató közül Wetzel örvend a legnagyobb köztisztelőnek, hiszen az informális kockázatitőke-piac kutatásának vitathatatlanul ő az úttörője: ő tárta fel az 1970-es évek végén, illetve az 1980-as évek elején elsőként empirikus módszerekkel az üzleti angyalok finanszírozó tevékenységét az Egyesült Államok New England nevű régiójában (Wetzel 1981). Tanulmányában megrajzolta az üzleti angyalok részletes befektetői profilját, meghatározta jellemző vonásaikat, befektetési aktivitásukat, preferenciáikat, kockázatra, hozamra és a befektetésből való kiszállás-*

¹ Kosztópulosz Andreász, egyetemi tanársegéd, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar (Szeged)

ra vonatkozó elvárásait, illetve a befektetési lehetőségről való tudomásszerzésük információforrásait. Wetzel az informális kockázatitőke-piac szervezésében is aktív szerepet vállalt: ő alapította 1984-ben a *Venture Capital Network* nevű üzleti angyal hálózatot (Wetzel–Freear 1996).

Mivel az üzleti angyal piac alapvetően informális jellegű, a legtöbb angyal igyekszik megőrizni a névtelenségét, és nem szívesen ad információkat befektetési tevékenységéről, ezért minden következtetés a piac tényleges és potenciális nagyságára, az üzleti angyalok tevékenységének leírására, durva becsléseken alapul, ráadásul lehetetlen egy mintáról eldönteni, hogy reprezentatív-e vagy sem (EC 2003). Az empirikus módszerek alkalmazásának nehézségei miatt Wetzel az informális kockázatitőke-piac kutatásának követendő célját „*tudatlanságunk határainak meghúzásában*” határozta meg (idézi Mason–Harrison 2000, 223. o.) A Wetzel-tanulmányt követő ún. első generációs kutatások ezen a nyomvonalon haladva igyekeztek a korábbi ismereteket finomítva minél többet megtudni az angyalok attitűdjéről, viselkedéséről és jellemzőiről.²

Az ún. második generációs kutatások három fő irányban jelentettek továbblépést a '90-es években (Mason–Harrison 2000). Egyfelől új témákkal, így többek között a befektetési döntések folyamatának leírásával, a befektetést követően kialakult kapcsolat vizsgálatával gazdagították a spektrumot. Másrészt a kutatók az informális kockázatitőke-piacon követendő állami szerepvállalással kapcsolatos problémákat és javaslatokat fogalmaztak meg. A kutatások harmadik iránya a téma elméleti megalapozására a finanszírozás hierarchia-elmélete, a döntésemélet, az altruizmus gazdasági elemzése, az ügynöki költségek elmélete, a bizalom elmélete, a tervezett viselkedés elmélete illetve a háztartások portfóliódöntési elmélete alkalmazásával tett kísérletet. Ezen elméletek közül több gazdaságpszichológiai aspektusokat is tartalmaz. Tanulmányunk 3. részében ezen elméleti megközelítések közül egy, a befektetési motivációkra vonatkozó kutatás eredményeit tekintjük át. A tanulmány egy hazai empirikus felmérés néhány következtetésének megfogalmazásával zárul.

Mindezek előtt azonban célszerűnek látszik a szakirodalomban fellelhető számtalan divergens üzleti angyal definíció közös elemeinek feltárásán keresztül az üzleti angyalok fogalmát tisztázni.

2. Az üzleti angyalok fogalma

De kik is ezek az üzleti angyalok? Valójában az angyal elnevezést eredetileg a századfordulón használták a Broadway produkciói mögött álló gazdag csendestársak megjelölésére, akik hajlandóak voltak a színházi darabok bukásának kockázatát fel-

² Erre a szavak angol megfelelőiből (*attitudes, behavior, characteristics*) képzett betűszóval az angyalok ABC-jeként hivatkoznak a szakirodalomban (Freear és szerzőtársai 2002). Nagyon jó összefoglalást nyújt az empirikus kutatások nyomán körvonalazódó tipikus üzleti angyal profilokról Hindle–Rushworth (1999), ezek ismertetése azonban meghaladná tanulmányunk kereteit.

vállalva a finanszírozásba beszállni (Benjamin–Margulis 1996).³ Sokféle definíció és (általában szinonim módon használt) elnevezés⁴ bukkan fel a téma kutatása szempontjából releváns, elmúlt huszonegynéhány esztendőben az 1981-es Wetzel-tanulmány óta. A használt definíciók több elemet tartalmaznak változó hangsúlyokkal.

Magánszemélyek saját forrásaik felhasználásával töltenek be finanszírozói szerepkört. Ismertek olyan tanulmányok, amelyek szerzői (főleg egy empirikus kutatás operacionalizálása céljából) a magánszemélyek körét is tovább részletezik⁵, hiszen némely esetben előfordulhat, hogy a magánszemély saját cégén keresztül végzi a befektetéseket, vagy több üzleti angyal szindikátust alkotva finanszíroz (Sullivan–Miller 1990).

Az üzleti angyalok általában tapasztalt vállalkozók, menedzserek, akik aktív közreműködésükkel szellemi tőkét is fektetnek a vállalkozásba. Vannak szerzők, akik eleve azzal a feltételezéssel élnek, hogy a magánbefektetők a múltban rendszerint már útjára indították saját sikeres vállalkozásukat, és most olyan vállalkozások után kutatnak, amelyekbe pénzüik egy részét és tapasztalataikat befektethetnék (Wetzel 1981, Van Osnabrugge–Robinson 2000, EC 2003). Mások csupán az üzleti angyalokon belül, a tipizálás során különböztetik a befektető magánszemélyek azon csoportját, akik rendelkeznek ilyen tapasztalatokkal, és hajlandók is aktívan bekapcsolódni a vállalkozás működésébe (Gaston 1989, Coveney–Moore 1998, Sørheim–Landström 2001).

Némely definíció megköveteli, hogy ezek a magánszemélyek „vagyonosak” legyenek. Osman szerint ezek a magánszemélyek „általában gazdagok, de legalább is határozottan tehetősek” (Osman 1998, 13. o.). Más kutatók ennél precízebb, számszerűsített kritériumot használnak: a megkövetelt nettó magánvagyon alsó határa rendszerint 1.000.000 USD, az éves jövedelem minimálisan szükséges nagysága 200.000 USD (Wetzel–Freear 1996, MIT 2000).⁶ Gyakrabban találkozunk azonban olyan definíciókkal, amelyek nem fogalmazzak meg kikötést a befektető vagyonos-

³ Hazánkban a „gazdag nagybácsi”, illetve a „pénzember” kifejezések élnek a köztudatban. A tőkéstárs vagy csendestárs elnevezések pedig arra utalnak, hogy ez a finanszírozási mód 1945 előtt Magyarországon sem lehetett ismeretlen (Osman 1998).

⁴ A teljesség igénye nélkül a következő angol elnevezések a *business angel* mellett: *informal investor*, *independent investor*, *individual investor*, *informal venture capital*, *informal risk capital*. Magyar nyelven az üzleti angyal és az informális kockázati tőke, informális befektető elnevezésekkel találkozhatunk.

⁵ Legtágabb értelemben a definíció kiterjeszhető a magánszemélyeken túl a termelő és szolgáltató (de nem pénzügyi tevékenységet végző) vállalatok kockázati tőke-típusú közvetlen befektetéseire, ezeket a befektetőket hívjuk vállalati angyaloknak (Coveney–Moore 1998, 9. o.). Az angol nyelvű szakirodalomban leggyakrabban a *corporate venturing* elnevezéssel hivatkoznak a vállalatok ezirányú tevékenységére.

⁶ A számértékek alapjául a *Securities and Exchange Commission* (SEC) 501-es szabálya szolgál, mely meghatározza a befektetők akkreditációs követelményeit. A szabály alapján ahhoz, hogy egy magánszemély akkreditált befektetőnek legyen minősíthető, szükséges, hogy a nettó vagyona meghaladja az 1.000.000 dollárt, illetve az éves keresete több legyen, mint 200.000 dollár. L. Bővebben lásd: <http://www.law.uc.edu/CCL/33ActRls/rule501.html>.

ságát illetően, reflektálva arra a trendre, mely szerint a középosztályba tartozó rétegek körében is egyre népszerűbbé válik ez a befektetési forma (Van Osnabrugge–Robinson 2000).

A finanszírozás részesedés átengedés ellenében történő tőkejuttatás formájában történik, azaz kockázatitőke-típusú finanszírozást jelent a vállalkozás számára. Ez a követelmény – noha rendkívül elterjedt –, mégsem tekinthető kizárólagosnak. A leggyakrabban persze a (vissza nem fizetendő) tőkejuttatás formájára (részvény, warrant, részvényvásárlási opció) szűkítik le a definíciót (Wetzel 1983, Harrison–Mason 1996); vannak szerzők azonban, akik nem zárják ki a hitelszerű forrásokat sem (Aram 1989, Sullivan–Miller 1990, Mason–Harrison 2000). A finanszírozás módjára vonatkozó legmegengedőbb meghatározást a *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM) nevű, 29 országra kiterjedő, a vállalkozói aktivitásra vonatkozó empirikus felmérésben használták, melynek során befektetés alatt a személyesen nyújtott (tág értelemben vett) pénzügyi forrásokat értették (Ács és szerzőtársai 2001, Bygrave és szerzőtársai 2003).

A finanszírozás nem pénzügyi közvetítő intézmények bevonásával, hanem közvetlen és személyes formában történik. Az, hogy a pénz nem az intézményi csatornák közvetítésével (tehát nem professzionális kockázatitőke-alapokon, befektetési vállalkozásokon keresztül) érkezik, hanem közvetlen formában, szinte kivétel nélkül minden definíció részét képezi; aki explicit formában nem említi, az is hallgatólagosan – valószínűleg – beleérti ezt a kitétel a meghatározásba (Van Osnabrugge–Robinson 2000, EC 2003). Természetesen olyan szervezetek bevonása megengedett, melyek nem pénzügyi közvetítést, hanem információ közvetítést végeznek, vagyis az üzleti angyal hálózatok⁷ közvetítésével létrejövő befektetéseket lefedi a definíció. A személyes forma kikötése a nyilvános és szervezett piacokon (azaz a tőzsdén) történő értékpapíryegyezést zárja ki. Ez sokszor olyan módon jut érvényre, hogy a vállalkozás oldaláról követelik meg, hogy részvényei a tőzsdén ne legyenek jegyezve (Wetzel 1981, Shorter 1996, Osman 1998, Mason–Harrison 2000).

Az üzleti angyalok befektetései rendszerint olyan új és növekvő kisvállalkozásokat finanszíroznak, melyekkel a befektetést megelőzően nem volt kapcsolatuk. A finanszírozott vállalkozásra nézve megfogalmazott kritériumok heterogén jelleget viselnek a témát kutató szakirodalomban. A finanszírozott kisvállalkozás részéről a növekedési potenciál megkövetelése általánosnak tekinthető (Gaston 1989, Harrison–Mason 1996, EC 2003). Néhány tanulmány a nagy növekedési potenciált szűkítő értelemben használva a vállalkozások leggyorsabban növekvő 10 százalékát érti bele

⁷ A vállalkozók és a befektetők között tátongó „információs szakadék” áthidalása közvetítő intézmények közbeiktatásával, vagyis az informális piac bizonyos fokú „formalizálásával” érhető el. Ezek a közvetítő intézmények (általánosán használt terminológiával: üzleti angyal hálózatok) információs csatornát képezve a befektetni szándékozó üzleti angyalok és a kockázati tőkét kereső kisvállalkozások között egyfajta „házasságközvetítő” irodaként működnek. Alapvető feladatuk a befektetők és a vállalkozások egymásra találását segítő, ún. közvetítő, „összefárosító” szolgáltatások (*matchmaking services, business introduction services*) nyújtása (Kosztopolosz–Makra 2003).

a finanszírozható körbe (van Osnabrugge–Robinson 2000, Wetzel–Freear 1996).⁸ Mások csupán a kényszervállalkozásokat tartják üzleti angyal finanszírozásra alkalmatlanoknak, de per definitum (Ács és szerzőtársai 2001). Bygrave és szerzőtársai (2003). A befektető és a vállalkozás kapcsolatára vonatkozó kritérium megfogalmazásával több tanulmányban használt definíció kizárja a barátokat és a családtagokat (Harrison–Mason 1996, MIT 2000, Wetzel 1981). Más szerzők a 3F-től⁹ származó forrásokat is beleértik az üzleti angyal finanszírozásba (Ács és szerzőtársai 2001).

A legáltalánosabb használt definíció elemek vizsgálatából az a végkövetkeztetés szűrhető le, hogy az üzleti angyalokat illetően nem létezik egyetlen általános meghatározás: a definíció határainak meghúzása jelentős mértékben függ az elemzés céljától, illetve empirikus kutatások esetén a kutatás operacionalizásától.

3. Az üzleti angyal befektetések motivációi

Az angyalok befektetéssel kapcsolatos attitűdje kezdetektől fogva élénken foglalkoztatja a téma kutatóit. Mi motiválja a magánszemélyeket arra, hogy pénzüket az erre specializálódott pénzügyi közvetítők és piacok kiiktatásával személyesen és közvetlenül fektessék be mások vállalkozásába? A pénzügyi közvetítő intézmények mások pénzét fektetik be, és természetesen kötelesek erre tekintettel lenni a tőke befektetésekor, emiatt döntéseik kizárólag pénzügyi megfontolásokon alapulnak. Az üzleti angyalok ezzel szemben saját pénzüket használják, így saját magukon kívül nem felelősek senki másnak azért, hogy hogyan és milyen okokból fektetnek be.

A legutóbbi időben ökonometriai módszerek bevetésével kezdődött el a háztartások portfóliódöntéseinek empirikus kutatása, mely döntések az olyan kockázatos eszközökbe történő befektetéseket érintik, mint például a tőzsdei részvények,

⁸ Ezen vállalati kör angol elnevezése: *entrepreneurial firms*. Ezeket a cégeket a kisvállalkozásoktól nem a méretük, hanem sokkal inkább a növekedési potenciáljuk határozza el. Előreláthatólag (és üzleti tervük ezt alá is támasztja) 50 vagy ennél is több alkalmazottat foglalkoztató jelentős üzleti vállalkozássá válhatnak öt-tíz éven belül, melynek során árbevételük elérheti a 10 millió dollárt, és legalább 20 százalékos éves növekedési ütemet képesek produkálni. Az évente újtárra induló egymillió vállalkozás közül legfeljebb 10 százalékot képviselnek az ilyen cégek, a többit „életforma” vállalkozásnak (*lifestyle firms*) hívjuk. Ezeknek az a törekvésük, hogy a tulajdonosok számára elfogadható életvitelt biztosítsanak, nagyobb kockázatok és gyors növekedési kilátások nélkül. A spektrum ellentétes szélén a kiugró növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások (*high-potential firms*) helyezkednek el, amelyek az induló vállalkozások mindössze 1 százalékát reprezentálják. Az éves növekedési ütemük előreláthatólag meghaladja az 50 százalékot, öt év alatt bevételeik várhatóan meghaladják a 25/50 millió dollárt (Van Osnabrugge–Robinson 2000). A hazai szakirodalomban *gazellaként* emlegetik a nagy növekedési potenciállal rendelkező kisvállalkozásokat (Vecsenyi 2003).

⁹ A 3F rövidítést az angol nyelvű szakirodalomban az alapítóira (*founder*), a családra (*family*) és a barátokra (*friends*) használják. Természetesen az üzleti angyalok mindig valaki más által indított vállalkozásba fektetnek be, ezért azoknál, akik a 3F-től származó forrásokat beleértik az üzleti angyal finanszírozásba, más jelent a rövidítés. Náluk a 3F jelentése: a család, a barátok és a „bolondok” (*fools*). (Ez utóbbi jelenti az üzleti angyalokat.)

vagy a befektetési alapok befektetési jegyeinek megvásárlása. Ezek a kutatások olyan tényezők hatását mutatták ki a befektetési döntések mögött, mint például a kor, a vagyon és a jövedelem, az iskolai végzettség, kockázattal kapcsolatos attitűd, a tranzakciós költségek illetve az adózás, melyek szerepet játszanak abban, hogy miként osztják meg a háztartások vagyoniukat a különféle eszközök között (Guiso 2003). A kutatások kiterjesztése a vállalkozásokba történő informális tőkebefektetésekre mint lehetséges portfóliódöntési alternatívára, arra az eredményre vezetett, hogy az *attitűd* (a tapasztalatok, készségek mellett) kulcsszerepet játszik abban, hogy befektetési tevékenysége során felvállalja-e valaki az üzleti angyal szerepet vagy sem (Maula és szerzőtársai 2003)

Mindenki egyetért abban, hogy az üzleti angyalok számára is *a befektetés pénzben mérhető hozama* a legfőbb motiváció¹⁰, azonban a felmérések tanúsága szerint nem tekinthető kizárólagosnak. Már az első kutatások változatos motívumokat tártak fel a befektetés hátterében: a pénzügyi hozamon kívül Baty (1960) olyan „*emocionális*” okokat azonosított, mint a részvétel szándéka új és növekvő vállalkozásokban, a társadalom irányában érzett felelősség, a befektetésben rejlő öröm és izgalom átélésének vágya. Wetzel (1983) is felhívta a figyelmet arra, hogy a tisztán pénzügyi jellegű megfontolásokon, ösztönzőkön túlmenően léteznek olyan egyéb tényezők is, amelyek befolyásolják az informális kockázatitőke-befektetők döntését. Az általa végzett felmérés mintájában szereplő informális befektetők közül többen kifejezték azirányú hajlandóságukat, hogy segítsenek vállalkozóknak, támogassák új vállalkozások létrejöttét, ily módon hozzájárulva a foglalkoztatottság növekedéséhez, vagy éppen egy társadalmi szempontból hasznosnak vélt új termék mellé álljanak oda.

Sullivan és Miller (1996) *a befektetéstől várt hasznosság* alapján tettek kísérletet az informális kockázatitőke-piac szegmentálására, mivel véleményük szerint különböző befektetők más-más előnyöket várnak a befektetéstől. Empirikus kutatásukban 214 üzleti angyalt kérdeztek meg postán szétküldött kérdőívekkel az Egyesült Államok négy délkeleti államában. A befektetési motivációk operacionalizálása során 11 különféle befektetési motívumot tártak fel. Ezek közül nyolcat korábbi tanulmányokból szintetizáltak, három további lehetőséget pedig egy ismert informális befektetőkből álló fókuszcsoporthal folytatott megbeszélés nyomán azonosítottak. A válaszadóknak ötfokozatú skálán kellett értékelniük az informális befektetési döntésnél követett szempontok fontosságát. A kérdőívek kiértékelése után a válaszokat klaszteranalízisnek vetették alá.¹¹ Az eredményekből világosan elkülönülően kirajzolódik három informális befektetői típus.

¹⁰ Mason és Harrison a befektetők pénzben mérhető hozamokkal kapcsolatos attitűdjét elemezte megállapítva, hogy az üzleti angyalok számára fontosabb, hogy elkerüljék a rossz befektetéseket, mint az, hogy megtalálják az igazi nyerteseket (Mason–Harrison 2002).

¹¹ A felmérés eredményeit egy korábbi tanulmányban egyszerűbb statisztikai apparátussal elemezte Sullivan kizárólag az elsődleges okokra koncentrálva. A befektetési döntés legfontosabb indokával összefüggésben a válaszadók 72 százaléka jelezte, hogy pénzügyi megfontolások alapján döntött, a befek-

Az első klaszterben szereplő befektetőknél (a válaszadók 47,2 százaléka tartozik ebbe a csoportba), akiket a szerzők „anyagias” befektetőknek (*economic investors*) neveztek el, az alábbi, ún. gazdasági jellegű motivációs tényezők szerepelnek magas pontszámokkal (és az összes többi tényező alacsonnyal szerepel):

- tőkemegtérülés,
- jelenbeli és jövőbeli jövedelmek és
- adóelőnyök.

Noha a másik két klaszterbe tartozó befektetők számára is meghatározó a pénzügyi aspektus, számukra más tényezők is fontosak. A második klaszter befektetői, akik az összes válaszadó 30,8 százalékát képviselték, a „hedonista”¹² befektetők (*hedonistic investors*), mivel a befektetés élvezeti oldalára viszonylag nagy hangsúlyt helyeznek. Az ő esetükben szerepelnek legmagasabb pontszámokkal az alábbi, személyes elégedettséggel összefüggő, ún. hedonista tényezők:

- befolyást gyakorolni egy befektetésen keresztül,
- élvezni a vállalkozói szerepet,
- átélni egy izgalmas befektetés örömét és
- megszerezni a közösség megbecsülését.

A harmadik klaszterben szereplő befektetők körében, akik a válaszadók 22,0 százalékát reprezentálják, kapták a legmagasabb pontszámokat az altruizmussal összefüggésbe hozható motivációk (és a legalacsonyabbakat a gazdasági megfontolások). Őket „altruista”¹³ befektetőknek (*altruistic investors*) nevezték el, és az alábbi befektetési motívumokkal jellemezhetők:

- segíteni egy barátnak vagy családtagnak,
- gyámolítani új vállalkozásokat és
- támogatni egy társadalmilag hasznos terméket.¹⁴

tetők 17 százalékát elsősorban altruista megfontolások motiválták, a befektetés révén átélhető élvezetet 11 százalékuk jelölte meg a befektetés vezérmotívumaként (Sullivan 1996).

¹² A szerzők hangsúlyozzák, hogy a hedonista jelző nem jelent értékítéletet, csupán a befektetésből származó elégedettség emocionális töltetét hivatott kifejezni (Sullivan–Miller 1996, 31. o.)

¹³ A szerzők olyan cselekedeteket tekintenek altruistának, melyek túllépnek az egyén örömmel és fájdalommal összefüggő önérdékkövetésén. Etzionira hivatkozva ezek közé egyfelől olyan hősiest tetteket sorolnak, mint mikor valaki saját élete kockáztatása árán kiment egy idegent az égő házból, de beleértenek olyan hétköznapiak tűnő dolgokat is, mint visszaadni egy ismeretlen ember pénztárcáját, vagy borralalót hagyni egy olyan étteremben, ahová egészen bizonyosan nem térünk vissza sohasem (Sullivan–Miller 1996, 26. o.).

¹⁴ A motivációk összefüggésbe hozhatók Maslow (1970) klasszikusnak számító szükségleti piramisának hierarchikus szintjeivel. Ezek szerint a befektetés tisztán gazdasági alapú motivációi az alsóbb szintű igényekkel (fiziológiai, biztonsági) állíthatók párhuzamba, míg a hedonista és altruista motivációk a nem anyagi jellegű, szociális illetve az önbecsülésre, önmegvalósításra vonatkozó szükségletekhez kapcsolódnak.

1. táblázat A befektetői csoportok megkülönböztető sajátosságai

1. csoport	Anyagias befektetők (N=101)
-	Kizárólag a pénzügyi motiváció számít
-	A legmagasabb hozamigényt támasztják a befektetéssel szemben
-	A legnagyobb (észlelt) kockázatot vállalják fel
-	Előnyben részesítik a tisztán tőkerészesedés formájában megvalósított befektetést
-	Az esetükben a legrövidebb a befektetési időtáv
-	Hajlandóak nagyobb befektetéseket végrehajtani
-	A legkevésbé elégedettek a befektetéssel
-	A legnagyobb valószínűséggel ők hagyatkoznak egy jól ismert befektető ajánlására
2. csoport	Hedonista befektetők (N=66)
-	Az (észlelt) kockázat náluk a legalacsonyabb
-	Mindenki másnál szívesebben fektetnek be egy csoport tagjaként
-	Valószínűbb, hogy befektetésüket valamilyen hitel-tőke kombinációban hajtják végre
-	Fontosnak tartják mind a pénzügyi, mind pedig a nem pénzügyi motívumokat
-	Élvezik annak lehetőségét, hogy részesei lehetnek egy vállalkozás életének
-	A leginkább elégedettek a befektetéssel
-	A legritkábban ők esnek a középkorú korosztályba (45-54 év), valószínűbb, hogy 55 év feletti
3. csoport	Altruista befektetők (N=47)
-	Tekintetbe veszik a társadalmi hasznosságot mint motivációt
-	Őket érdekli legkevésbé a pénzügyi megtérülés
-	Ők hajtanak végre a leggyakrabban kisebb nagyságú befektetéseket
-	A legtürelemesebbek a befektetésből való pénzkivonás időzítésében
-	Hajlamosak inkább önmagukra támaszkodni ahelyett, hogy mások véleményét kérnék
-	A legvalószínűbb, hogy középkorúak

Forrás: Sullivan–Miller (1996, 33. o.).

A három csoportba tartozó informális befektetők más-más sajátosságokkal rendelkeznek (1. táblázat). A szegmentáció eredményének legfontosabb gyakorlati következménye az, hogy a vállalkozóknak *marketingszempon*tokat is figyelembe kell venniük, mikor külső tőkefinanszírozót keresnek a vállalkozásuk számára. A marketing szemléletének alkalmazása lehetővé tenné, hogy a potenciális befektetőkre úgy tekintsenek, mint a fogyasztói piacra, ahol az igények, szándékok és értékek széles skálán helyezkednek el. A vállalkozók képesek lehetnének általában véve több befektetést vonzani, ha szegmentálnák a felkínált befektetési lehetőséget a különböző befektetői csoportok között. Így megfontolásra érdemes, hogy az anyagias

befektetők számára kizárólag tisztán pénzügyi hozamokat kínálnak fel, azonban az egyéb befektetői típusok felé a hedonista és az altruista előnyöket is hangsúlyozhatnák. Például azon befektetők számára, akik a befektetés örömet keresik, vonzó lehetőséget jelent, ha alkalmakat kínálnak számukra a más befektetőkkel való kapcsolat-teremtésre: munkaebédeken való részvétel vagy egy különleges vállalatlátogatás megszervezése többletértéket jelent a hedonista befektetők szemében. Hasonlóan, a munkalehetőségek növekedéséből származó közösségi hasznok kiemelése például egy olyan marketing szempontú megközelítés lehet, amely csábítóan hathat az altruista befektető számára. A befektetők részéről a preferált befektetési struktúrában mutatkozó eltérések azt is lehetővé teszik, hogy a befektetési megállapodást az adott befektetőtípus sajátos preferenciáira lehessen szabni. Az altruista befektető megnyerése érdekében a vállalkozó kisebb összegre és hosszabb befektetési időtávra strukturálhatja az igényeit. A befektetés formája – hitel, közönséges vagy elsőbbségi részvény – önmagában eltérően befolyásolhatja a befektetők különböző csoportjait (Sullivan–Miller 1996).

4. A hazai üzleti angyalok befektetési motivációi

A kockázatitőke-piac kutatása (ahogy maga az ágazat is) gyerekcipőben jár hazánkban, és különösen érvényes ez az informális kockázatitőke-befektetésekre (Ludányi 2001, Karsai 2002). A hazai informális befektetők aktivitására vonatkozóan az első empirikus felmérésre a GEM 2001 kutatás¹⁵ keretein belül került sor. A kapott adatok tükrében – egy meglehetősen tág definíciót alkalmazva az üzleti angyalokra meghatározására¹⁶ – megállapították, hogy „a hazai üzleti angyalok kevesen vannak, mindössze a lakosság 2,2%-a fektetett az elmúlt három évben olyan vállalkozásba, amely nem a sajátja volt” (Ács és szerzőtársai 2001, 17. o.), illetve „az átlagos tőkebefektetés összege az elmúlt három évben némileg meghaladta az egymillió forintot” (Ács és szerzőtársai 2001, 18. o.). Ettől szignifikánsan eltérő adatot közöl Garab Kinga (2001), az első hazai Üzleti Angyal Klub¹⁷ igazgatója. Megítélése szerint a Magyarországon tevékenykedő aktív üzleti angyalok száma 30-ra becsülhető, illetve további 200 potenciális üzleti angyalról tesz említést, valamint befektetéseik átlagos nagyságát pedig a 7,5 illetve 75 millió forint közötti tartományban határozza meg. Szerb és Varga (2004) az üzleti angyaloknak a hazai technológia

¹⁵ A kutatás megállapításai a felnőtt (18-64 év közötti) lakosság 2000 fős reprezentatív mintájának megkérdezésén alapulnak (Ács és szerzőtársai 2001, 5. o.).

¹⁶ A kutatásban azokat a személyeket tekintették üzleti angyaloknak, akik az elmúlt 3 év során személyesen nyújtottak pénzügyi forrásokat valamely más személy által indított új üzleti vállalkozás részére, figyelembe nem véve a (véleményünk szerint tőzsdei) részvénytulajdont (Ács és szerzőtársai 2001, 7. o.).

¹⁷ Az Üzleti Angyal Klubot 2000 júniusában közösen hozta létre a Magyar Innovációs Szövetség és az INNOSTART Nemzeti Üzleti Innovációs Központ Alapítvány, és az első ilyen típusú magyar kezdeményezés volt. A Klub az „innovatív vállalkozások és befektetők találkozási fóruma” kíván lenni. (Az Üzleti Angyal Klubbal kapcsolatos információk www.innostart.hu honlapon keresztül érhetők el.)

alapú induló vállalkozások finanszírozásába történő aktív bekapcsolódására utaló információt publikált: a felmérésük mintájában szereplő tíz, intézményi kockázati-tőke-befektetésben részesült hazai high-tech cég közül négy nyilatkozott úgy, hogy kapott korábban angyali tőkét. Azonban az említett kutatások nem közölnek további érdemi információt sem a tipikus üzleti angyal profiljáról, sem pedig befektetési tevékenységük egyes jellemző vonásairól.

Saját kutatásunkat¹⁸ 2003 tavaszán végeztük el a hazai üzleti angyalok körében azzal a céllal, hogy információkat szerezzünk a piac alapvetői jellemzőiről, illetve megalapozzunk egy későbbi, átfogóbb kutatást. A kutatás a kis mintás eljárások nyomdokait követte, melyek lényege, hogy valamilyen módszerrel *elvége* az üzleti angyalok köréből választjuk ki a megkérdezendő alanyokat.¹⁹ A mi esetünkben ez a módszer a hólabda kiválasztás módszere²⁰ volt: néhány a témával foglalkozó szakértőtől kapott információkból kiindulva igyekeztünk minél több befektetőt bevonni a mintába. Végül is egy 26 fős mintát sikerült összeállítanunk, és a visszajelzéseket követően kiderült, hogy ebből csupán 18 fő foglalkozik ténylegesen magánszemélyként kockázati-tőke-befektetésekkel. A kitöltött kérdőívek 13 személytől érkeztek vissza (ez 72 százalékos visszaküldési aránynak felel meg). A minta kis mérete²¹ miatt az eredményeket nem lehet komolyabb statisztikai elemzéseknek alávetni, és a reprezentativitás hiánya miatt mindenfajta következtetést óvatosan kell kezelni.

A kutatás egyik területe a *befektetési motívumok* felmérése volt.²² A kérdésre: „*Ön miért fektet be magánszemélyként (mint üzleti angyal)?*” ötfokozatú skálán kellett meghatározni az alábbi szempontok (abszolút) fontosságát (1 – egyáltalán nem fontos, 5 – a legfontosabb):

- a befektetett tőke átlagon felüli megtérülésében bízva,
- a jövőbeli osztalékért,
- rendszeres kiegészítő jövedelem (havi bér) megszerzése céljából,
- adózási megfontolásokból (pl. adómegettakarítás),

¹⁸ A felmérés az SZTE GTK Pénzügytani Tanszékének támogatásával készült, melyet a tanulmány szerzője Makra Zsolttal közösen folytatott le.

¹⁹ Ezzel szemben a nagy mintás vizsgálatok nem alkalmaznak előszűrést, hanem a lakosság valamilyen szempontok szerint reprezentatív mintájával dolgoznak. Az utóbbi időben a kutatók érdeklődése az ilyen nagy mintás vizsgálatok felé látszik fordulni. Ilyen például a már említett GEM kutatás.

²⁰ A hólabda kiválasztást ritka és nehezen számbavehető sokaságok esetén szokás alkalmazni. A mintavétel során a kiindulás néhány kiválasztott egyedből történik, majd ezek mindegyike ismeretségi körében tovább keresik a következő mintaelemeket, és ezek az új egyedek ismét információt nyújtanak segítve további alanyokat bevonni a mintába. Látni kell, hogy az eljárás nem eredményez véletlen mintát, de sokszor a mintavételt máshogy aligha lehetne megszervezni (Hunyadi és szerzőtársai 1996, 315. o.).

²¹ Más témájú empirikus felmérések mintáihoz képest a mi mintanagyságunk elenyészőnek tűnhet, azonban meg kell jegyezni, hogy több hasonló nagyságrendű mintán alapuló, nemzetközileg elismert kutatással találkozhatunk a szakirodalomban, így például egy német felmérésben 48 angyallal készült interjú (Brettel 2003), a japán felmérés mintája 20 angyal megkérdezésére szorítkozott (Tashiro 1999).

²² A felmérés eredményeit teljes körűen (mely a jellegzetes magyar üzleti angyal profiljának megrajzolását is magában foglalja majd) egy készülő zárótanulmányban fogjuk bemutatni.

2. táblázat A hazai üzleti angyalok befektetési motivációinak rangsora

Rangsor	Befektetési motívum	Fontosság
1.	Az átlagon felüli megtérülésben bízva	4,62
2.	Mert számomra szakmai kihívást jelent	3,92
3.	Kedvtelésből, e tevékenység örömet okoz	3,23
4.	A jövőbeli osztalékért	2,69
5.	Hogy támogassam a fiatal vállalkozókat	2,38
6.	A társadalom számára fontos termékek előállítását segítsem	1,92
7.	Adózási megfontolásból	1,77
7.	Hogy egy barátnak vagy családtagnak segítsek	1,77
8.	Rendszeres kiegészítő jövedelem megszerzése céljából	1,62
8.	Egy közösség, a társadalom megbecsülésének kivívásáért	1,62

- kedvtelésből, mert ez a tevékenység örömet okoz, szívesen csinálom,
- mert számomra szakmai kihívást jelent,
- hogy támogassam a fiatal vállalkozókat,
- hogy egy barátnak vagy egy családtagnak segítsek,
- egy közösség, a társadalom megbecsülésének kivívásáért és
- hogy a társadalom számára fontos termékek/szolgáltatások előállítását segítsem.

Az eredményekből látható, hogy a hazai üzleti angyalok számára a befektetés pénzügyi hozama a legfontosabb befektetési motívum, mivel szinte kivétel nélkül minden válaszadó a kiemelkedő megtérülést tartja a legfontosabb szempontnak (2. táblázat). Az azonban mindenképpen meglepő eredmény, hogy a másik két gazdasági tényezőt megelőzve, két hedonista tényező került a második és harmadik helyre a rangsorban: a *szakmai kihívás* és az *öröm*. Az is kitapintható, hogy az *altruista tényezők* (társadalmi értékek) szerepe a befektetési döntésben az informális kockázatitőke-piac jelenlegi fejlettségi szintjén elenyésző.

Érdekes összevetni az eredményeket egy 2000-es német felmérésből származó adatokkal (3. táblázat). A német angyalok körében a hedonista motívációk megelőzik a pénzügyi tényezőket a befektetési döntés mérlegelése során, viszont az altruista szempontok hasonló súllyal esnek latba náluk, mint a magyarországi angyaloknál. A német kutatók ezen jellegzetesség alapján a német informális kockázatitőke-piacot a *hobby-piac* stádiumában lévőnek tartják (Brettel 2003). A magyar adatok alapján a hazai kockázatitőke-piac érettebbnek tűnik, amit – véleményünk szerint – részben azzal magyarázhatunk, hogy a hazai piacon számos olyan befektető tevékenykedik, akinek hosszú évekre visszanyúló vállalkozói és befektetői múltja és (jellemzően a

3. táblázat A hazai és német üzleti angyalok motívumainak rangsora

Hazai rangsor	Befektetési motívum	Német rangsor
1.	Az átlagon felüli megtérülésben bízva	3.
2.	Mert számomra szakmai kihívást jelent	4.
3.	Kedvtévésből, e tevékenység örömet okoz	1.
4.	A jövőbeli osztalékért	7.
5.	Hogy támogassam a fiatal vállalkozókat	2.
6.	A társadalom számára fontos termékek előállítását segítsem	5.
7.	Adózási megfontolásból	8.
7.	Hogy egy barátnak vagy családtagnak segítsek	6.
8.	Egy közösség, a társadalom megbecsülésének kivívásáért	9.

Megjegyzés: A német felmérésben nem szerepelt a rendszeres kiegészítő jövedelem megszerzésének motívuma, ezért ezt a hazai rangsorból is elhagytuk az összehasonlíthatóság érdekében.

Forrás: a szerző saját kutatása és Brettel (2003, 256. o.) alapján saját számítás.

tengerentúlon megszerzett) tapasztalata van. A két rangsor közötti hasonlóság statisztikai értelemben is kimutatható: a rangsorok közti korrelációra²³ 0,6-es értéket kapunk, amely a kapcsolat közepes szorosságára utal.

5. Összefoglalás

A vállalkozások indulásához szükséges finanszírozás, azaz a magvető és a vállalkozás korai életszakaszát finanszírozó tőkeforrások kínálata egyre inkább az informális kockázatitőke-piac minél aktívabb működésétől függ (Bygrave és szerzőtársai 2003). Az informális kockázatitőke-piac kínálatoldali alanyai, az üzleti angyalok felül tudnak kerekedni azokon a nehézségeken, amelyek a bankokat és a kockázatitőke-befektetéseket végző szervezeteket a kis- és középvállalkozások finanszírozásától visszatartják. Befektetési döntéseiknél felhasználhatják az adott iparágra vonatkozó speciális ismereteiket, vállalkozói és vezetői tapasztalataikat a célvállalkozás növekedési potenciáljának és kockázatainak helyes megítélésére. A vállalkozás működtetésébe való személyes bekapcsolódással a kockázatokat is ellenőrzés alatt tarthatják, mérsékelhetik. Az üzleti angyalok által végrehajtott befektetési tranzakciók mérete sokkal jobban igazodik az induló vállalkozások tőkeigényéhez, tehát a méretgazdaságosság eltérítő hatásából eredő probléma itt fel sem merül.

²³ Az érték a Kendall-féle τ_b mutató, amit az SPSS szoftver alkalmazásával számítottunk ki.

Ráadásul az üzleti angyaloktól megszerzett forrásnak áttételes hatása van abban az értelemben, hogy vonzóbbá teheti a vállalkozást más lehetséges finanszírozók szemében is: az angyalok befektetései fokozhatják például az intézményi kockázati tőke érdeklődését is az ilyen vállalkozások iránt. Tehát az üzleti angyalok által végzett befektetési tevékenység képes lehet eredményesen áthidalni a család és barátok „kéznél levő” forrásai és a bankok, intézményi kockázati tőke között tátongó tőke- és tudásszakadékot.

Mint arra több tanulmány rámutat: az üzleti angyalok nem egyformák, azaz az informális befektetők csoportja nem tekinthető homogénnek. Tanulmányunkban egy olyan felosztást mutattunk be, mely a befektetéstől várt hasznokon alapuló tipizálást követve három, eltérő sajátosságokkal jellemezhető szegmensét különítette el az informális kockázati tőke piacának. Ezt követően megvizsgáltuk egy általunk végzett empirikus kutatás eredményeire támaszkodva a hazai üzleti angyalok befektetései háttérében álló motívumokat. Ezek alapján világosan kirajzolódott, hogy noha a hazai üzleti angyalok számára is a pénzügyi megtérülés a legfontosabb motiváló tényező, azonban befektetéseik során hedonista megfontolásokat is mérlegelnek.

A befektetők effajta szegmentálásainak az informális kockázatitőke-piac ösztönzése szempontjából is van relevanciájuk, hiszen a befektetési motivációk ismeretében célzottabb beavatkozásra nyílik mód. Ehhez azonban több adatot kellene összegyűjteni az üzleti angyalokról, hogy feltárhassuk befektetési tevékenységük jellemző vonásait, és felhasználhassuk ezeket egy megalapozott információkra támaszkodó és hatásos ösztönzőrendszer kialakításához.

Felhasznált irodalom

- Aram, J. D. 1989: Attitudes and behaviors of informal investors toward early-stage investment, technology-based ventures, and coinvestors. *Journal of Business Venturing*, 4, 4, 333-347. o
- Ács J. Z. – Szerb L. – Ulbert J. – Varga A. 2001: *GEM 2001 Magyarország. Vállalkozások Magyarországon globális összehasonlításban*. Pécsi Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Pécs.
- Baty, G. B. 1964: *The initial financing of the new research-based enterprise in New England*. Federal Reserve Bank of Boston.
- Benjamin, G. A. – Margulis, J. 1996: *Finding your wings: how to locate private investors to fund your venture*. Wiley, New York.
- Brettel, M. 2003: Business angels in Germany: a research note. *Venture Capital*, 6, 3, 251-268. o.
- Bygrave, W. D. – Hay, M. – Ng, E. – Reynolds, P. 2003: Executive forum: A study of informal investing in 29 nations composing the Global Entrepreneurship Monitor (GEM). *Venture Capital*, 6, 2, 101-116. o.

- Coveney, P. – Moore, K. 1998: *Business angels. Securing start up finance*. Wiley, New York.
- EC 2003: *Benchmarking business angels. "BEST" report*. Office for Official Publications of the European Communities, Luxemburg.
- Freear, J. – Sohl, J. E. – Wetzel, W. E. 2002: Angels on angels: financing technology-based ventures – a historical perspective. *Venture Capital*, 5, 4, 275-287. o.
- Garab K. 2001: *Innováció és az innovációt ösztönző eszközök a KKV-k körében*. A Budapest Konzorcium Nyitóértekezlete KKV-k számára konferencián (2001. december 6.) elhangzott előadás. <http://www.tetalap.hu/docs/011206-BAC.ppt> (Letöltve: 2003. december 10.)
- Gaston, R. J. 1989: *Finding private venture capital for your firm. A complete guide*. Wiley, New York.
- Guiso, L. – Haliassos, M. – Jappelli, T. 2003: Household stockholding in Europe: where do we stand and where do we go? *Economic Policy*, 18, 6, 117-164. o.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 1996: Informal venture capital. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds.): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 3-26. o.
- Hindle, K. – Rushworth, S. 1999: The demography of investor heaven. A synthesis of international research on the characteristics, attitudes and investment behaviour of business angels. A *Financing the Future: Small Medium Enterprise Finance, Corporate Governance and the Legal System* konferencián elhangzott előadás, Sydney. <http://www.swin.edu.au/agse/publications/hindle/AngelSynthesis.pdf> (Letöltve: 2003. október 4.)
- Hunyadi L. – Mundruczó Gy. – Vital L. 1996: *Statisztika*. Aula, Budapest.
- Karsai J. 2002: Mit keres az állam a kockázati tőke-piacon? (A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon.) *Közgazdasági Szemle*, 49, 11, 928–942. o.
- Kosztópulosz A. – Makra Zs. 2003: Az üzleti angyal hálózatok szerepe az informális kockázati tőke-piac élénkítésében. In Botos K. (szerk.): *Pénzügyek a globalizációban*. JATEPress, Szeged. (megjelenés alatt)
- Ludányi A. 2001: A tőkeerő és az alapítói háttér hatása a kockázati tőke-szervezetek befektetési magatartására – II. *Közgazdasági Szemle*, 48, 9, 779-797. o.
- Maslow, A. H. 1970: *Motivation and Personality*. Harper and Row, New York.
- Mason, C. M. – Harrison, R. 2000: Informal Venture Capital and the Financing of Emergent Growth Business. In Sexton, D. L. – Landström, H. (eds.): *The Blackwell Handbook of Entrepreneurship*. Blackwell, Oxford. 221-239. o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2002: Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments. *Journal of Business Venturing*, 17, 3, 211-236. o.
- Maula, M. – Autio, E. – Arenius, P. 2003: *What drives micro-angel investments? A large sample study of the factors explaining micro-angel investments*. Working Paper, Helsinki University of Technology. http://www.tuta.hut.fi/units/Isib/publications/working_papers/maula_autio_arenius_2003_informal_venture_capital_sbe.pdf. Letöltve: 2003. szeptember 30.

- MIT 2000: *Venture Support Systems Project: Angel Investors*. Massachusetts Institute of Technology, Entrepreneurship Center, Cambridge (USA).
- Osman P. 1998: *Az üzleti angyalok tevékenysége és befektetések szerepe a kis- és kisebb középvállalatok létrehozásában és fejlesztésében*. OMF, Budapest.
- Shorter, S. M. 1996: TECs and the promotion of informal venture capital: the feasibility of an informal investor network in East Lancashire. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds.): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 229-247. o.
- Sørheim, R. – Landström, H. 2001: Informal investors – A categorization, with policy implications. *Entrepreneurship & Regional Development*, 13, 4, 351-370. o.
- Sullivan, M. K. 1996: Local networks and informal venture capital in Tennessee. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds.): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 89-100 o.
- Sullivan, M. K. – Miller, A. 1990: Applying theory of finance to informal risk capital research: promise and problems. In Vesper, K. H. – Muzyka, D. F. – Bygrave, W. D. (eds.): *Frontiers of Entrepreneurship Research, 1990*. Babson College Center, Wellesley, 296-310. o.
- Sullivan, M. K. – Miller, A. 1996: Segmenting the informal venture capital market: economic, hedonistic and altruistic investors. *Journal of Business Research*, 36, 1, 25-35. o.
- Szerb L. – Varga A. 2004: High-tech venture capital investment in a small transition country: The case of Hungary. In Bartzokas, A. – Mani, S. (eds.): *Financial Systems, Corporate Investment in Innovation and Venture Capital*. Edgar Elgar, London, 290-321. o.
- Tashiro, Y. 1999: Business angels in Japan. *Venture Capital*, 2, 3, 259-273. o.
- van Osnabrugge, M. – Robinson, R. J. 2000: *Angel investing. Matching start-up funds with start-up companies – The guide for entrepreneurs, individual investors and venture capitalists*. Jossey-Bass, San Francisco.
- Vecsenyi J. 2003: *Vállalkozás. Az ötlettől az újrakezdésig*. Aula, Budapest.
- Wetzel, W. E. 1981: Informal risk capital in New England. In Vesper, K. H. (ed.): *Frontiers of Entrepreneurship Research, 1981*. Babson College Center, Wellesley, 217-245. o.
- Wetzel, W. E. 1983: Angels and informal risk capital. *Sloan Management Review*, 24, 3, 23-34. o.
- Wetzel, W. E. – Freear, J. 1996: Promoting informal venture capital in the United States: reflections on the history of the Venture Capital Network. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds.): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 61-74. o.