

Nyugat-magyarországi Egyetem

Közgazdaságtudományi Kar

Széchenyi István Gazdálkodás- és Szervezéstudományok Doktori Iskola

**A KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉSEK
HATÁSA A GAZDASÁGRA**

Doktori (Ph.D.) értekezés tézisei

Kovács Tamás

Sopron

2013

Doktori Iskola: Széchenyi István Gazdálkodás- és Szervezéstudományok

Vezetője: Prof. Dr. Székely Csaba DSc

Program: Vállalkozásgazdaságtan és menedzsment

Vezetője: Prof. Dr. Székely Csaba DSc

Témavezető: Dr. Vágyi Ferenc Róbert Ph.D.

.....

Témavezető támogató aláírása

1. A téma indoklása, kitűzött célok, hipotézisek

A kis- és középvállalkozások (kkv-k) jelentősége és bizonyos körök finanszírozási gondja közismert. A szerző célul tűzte ki értekezésében, hogy a széles körű szakirodalmat feldolgozva ismerteti és elemzi a kockázatitőke-befektetéseknek a kkv-k finanszírozásában betöltött súlyát, szerepét, hatását a vállalkozásra és a gazdaságra. A Magyarországon induló vagy már működő vállalkozásokba történő befektetések száma elenyésző, az induló, korai és expanzív fázist finanszírozó ügyletek jó része mögött az előző évtized közepén valamilyen állami szervezet állt. Az állami befektetések súlya és a magánszféra ügyleteinek teljes körű feltérképezésének nehézségei miatt a primer kutatás során az állami befektetésekre történő fókuszálás mellett döntött a szerző.

Az állam korán felismerte, hogy a piaci kockázati tőke sem oldja meg magától a kkv-k finanszírozását, így maga is beavatkozott. A szerepvállalásnak több módja is van, az értekezésben a 2000-es évek közepén lévő közvetlen állami tőkebefektetések kerülnek górcső alá. Az állami szerepvállalás aktualitása talán nem is érzékeltethető jobban mással, mint a JEREMIE programmal: az Unió által kidolgozott JEREMIE kockázatitőke-programnak már a negyedik körét hirdetik meg Magyarországon.

Ezek fényében kiemelt célként fogalmazódott meg a hazai állami szerepvállalás olyan aspektusból való vizsgálata, amely más kutatók munkáiban fő célkitűzésként még kevésbé jelent meg. A megoldandó feladatok

- a magyarországi közvetlen tőkebefektetést megvalósító állami szervezetek tevékenységeinek felmérése,
- annak megállapítása, hogy közelebb ért-e az állam bizonyos kitűzött céljaihoz (elsősorban a foglalkoztatási és regionális célokhoz), és
- az állami befektetések sikerességének vizsgálata.

A gazdaságpolitikai célok egyik legfontosabbika a foglalkoztatási szint növelése. Ezt a mindenkori kormányok többek között a kkv-szektor problémáinak megoldásában látják elérni. A gazdaságpolitika széles eszköztárat vonultat fel, ezek egyike a közvetlen kockázatitőke-befektetések.¹ A befektetéseket megvalósító szervezetek, programok célmeghatározásaiban közvetlenül is megjelenik a foglalkoztatásbővítés szándéka.

¹ Kovács (2011) szerint egyes állami tőkebefektetések távol állnak az igazi kockázati tőkétől, erre a szerző az értekezésben tér ki bővebben.

H1. A közvetlen állami szerepvállalás a munkahelyek számának növelésével hozzájárul a foglalkoztatási célok eléréséhez.

A regionális politika célja a regionális különbségek mérséklése, a periférikus régiók felzárkóztatása. A vizsgált szervezeteknél e célkitűzések különböző hangsúlyokkal szintén megjelentek.

H2. A vizsgált állami közvetlen tőkebefektetési eszközök segítik a periférikus területek felzárkóztatását azáltal, hogy fókuszuk nem a közép-magyarországi régióban található vállalkozásokon van.

A kockázati tőke ügylettípusainak egy részét a célvállalatok életszakaszai alapján lehet csoportosítani. Az állami forrásokat felhasználó befektető szervezetek akkor hatékonyak, ha más és más a fókuszuk, nincsenek párhuzamosságok. (A fókusz meghatározása persze nem csak az életszakaszokra vonatkozhat, hanem például ágazatokra is.) Egyes szervezetek célja, hogy segítsék az informatikai és a távközlés terén tevékenykedő, vagy egyéb ágazatban működő, de innovatív induló és kezdeti fejlődési szakaszában lévő vállalkozásokat. Más esetekben az állam jellemzően a vállalatok növekedési szakaszára kívánt összpontosítani fejlesztési tőke nyújtásával.

H3. Az állam fejlesztésösztönző szerepe a vállalatok életciklusának megfelelően valósult meg. Az állami tőkebefektető szervezeteknél az életszakasz tekintetében érvényesülnek a célkitűzések, elkerülve ezzel e téren a párhuzamos aktivitást.

Az állami szerepvállalást az elért hozamok tekintetében is lehetne értékelni, de sokszor a hozammaximalizálás nem lehet az elsődleges cél, hanem inkább a vállalat fejlesztése, versenyképességének javítása. A relatíve kicsi elemszám és az összehasonlítható adatok hiányában egyébként sem lehet megítélni őket. A mindennapokban is sokszor hallani, hogy az állam bizonyos szituációkban „rossz gazdának” minősült. (A közvetlen állami befektetések kritikája a szakirodalmi részben található.) A sikerességet úgy közelíti meg a szerző, hogy a

befektetés ideje alatt felszámolás alá került (vagy azóta már meg is szűnt) cégek számát tekinti sikertelen ügyletnek, minden egyéb ennek ellenkezője, azaz sikeres.

H4. Az ágazat egészéhez képest a közvetlen állami kockázattőke-befektetések Magyarországon több sikertelenséghez vezetnek.

A legtöbb újonnan induló cég megszűnik az első néhány évben. A kudarcnak több oka is lehet: a piac nem megfelelő felmérése, tudáshiány, tőkehiány... stb. A Magyarországon 2005-ben alakult 28 990 társas vállalkozásnak csak 48,5%-a tevékenykedett 2010-ben is (KSH). Az EVCA 2013-as statisztikái szerint is a magvető, induló, korai fázisba fektető kockázattőke-alapok a darabszám arányait tekintve többször kényszerülnek veszteségleírásra, mint a későbbi életszakaszokat finanszírozó buyout és growth alapok.

H5. Az expanzív szakaszt finanszírozó magyar állami közvetlen tőkebefektetések sikeresebbek (kevesebb felszámolást élnek meg), mint az induló, korai fázist finanszírozók.

2. A kutatás tartalma, módszere, indoklása

A kockázattőke-befektetések hatásait több szempont alapján is el lehet végezni. Becskyné Nagy Patrícia esettanulmányokkal vizsgálta a kockázati tőke hozzáadott és „elvett” értékét. Nyolc vállalatba történt tíz befektetést mutat be, az esetek között volt korai fázisú, expanzív és kivásárlási ügylet is. Ezek mind piaci alapokhoz kapcsolhatók, bár volt olyan alap, amelyben az EBRD is befektető volt.

Kovács Balázs az állami szerepvállalást részben szintén néhány esettanulmány keretében is elemezte, de maguknak a célvállalatoknak a fejlődését mélyen nem érintette (nem is ez volt a célkitűzése). A szerző a kutatásban bizonyos állami szervezetek tevékenységét, ügyleteit vizsgálta. Ezek a szervezetek:

- Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő (CKTA, kezelt alapja: Corvinus Első Innovációs Kockázati Tőkealap, CELIN),
- A Regionális Fejlesztési Holding Zrt.-hez tartozó Informatikai Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. (IKTK, kezelt alapja: Informatikai Kockázati Tőkealap, IKTA)

- Magyar Fejlesztési Bank (MFB).

A befektetések 2003 vége és 2007 között történtek, s a szerző szerint a CELIN és az IKTA esetében az összes ügyletet tartalmazza (4 és 11 db befektetés). A CELIN és az IKTA ügyleteire azért esett a választása, mert nagyjából egy időben voltak aktívak, közvetlen állami befektetéseket valósítottak meg. Emellett egyes kutatók szerint is ezek álltak a legközelebb az „igazi”, piaci kockázattőke-szervezetekhez.

Az MFB-nek a 2003 közepén indított Kis- és Középvállalkozás Fejlesztési Tőkebefektetési Programja került a fókuszba. A piaci befektetések jellemzőitől ezek az ügyletek sok helyen eltérnek, de az MKME statisztikáiban szerepeltek, ezért vette górcső alá a programot a szerző. A Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület felmérése és az MFB éves jelentései alapján alakult ki a teljes vállalati lista. A közvetlenül tőkeemelésre fordítható összeg mértéke vállalkozásonként 50 és 500 millió forint között volt, de nem sokkal az indulást követően egyedi döntés keretében már lehetőség volt 500 millió forintot meghaladó befektetésekre is. Ezen ügyletek méretük és jellegük miatt (lásd pl. Ganz Transelektro Rt.) nem kerültek bele a vizsgált célvállalatok közé. Így 19 társaságot tanulmányozott a szerző, amik közül két-két cég egy-egy cégcsoportba tartozott, egyszerre volt a tőkeemelésük is. Ezeket jellemzően összevontan kezelte a jelölt a statisztikai elemzéseknél, ezért az elemszám valójában 17 db.

A vizsgálandó kérdések között szerepelhet többek között, hogy a különböző vállalati életrétegekben mennyit fordítanak K+F-re, hogyan alakul a humánerőforrás-menedzsment, a foglalkoztatottak száma, a vállalat forgalma, eredménye, exporthányada. További fontos tartalommal bírhatnak azok az adatok, amelyek arra vonatkoznak, hogy mekkora mértékben járulnak hozzá a kockázati tőkével támogatott vállalatok az állami költségvetés bevételeihez. A piacon történő állami beavatkozási lehetőségeknek vizsgálatát a bevételekhez kapcsolódóan is el lehet végezni. Egyes paramétereket érdemes különböző dimenziókban megvizsgálni: milyen a cégek földrajzi elhelyezkedése, milyen szektorban tevékenykednek, illetve az adott szektorban mekkora szereppel bírnak.

A kockázati tőke gazdasági és társadalmi hatásait a következők vizsgálatával mutatja be a disszertáció:

- munkavállalói létszám
- forgalom és exporthányad
- profit
- elhelyezkedés.

A külföldi felmérések a kockázati vagy magántőke finanszírozásban részesült vállalatok adatait a következők valamelyikéhez viszonyítják például az amerikai és európai érdekvédő szervezetek: az adott nemzetgazdaság összes vállalatához; egy adott iparág eredményeihez; az adott országban működő tőzsde összes vállalatához. Sajnos ez utóbbi lehetőség Magyarországon nehézkes az alábbi okok miatt:

- A Budapesti Értéktőzsde (BÉT) nem elég nagy: kevés vállalat szerepel a nyilvános piacon és viszonylag kicsi a tőzsde kapitalizációja.
- A magántőkét kapó hazai vállalatok esetében kevés alkalommal szállt ki a befektető a cég tőzsdére vezetésével (IPO), illetve ilyen esetben is többször nem a pesti börzét választották.

A hazánkban működő kkv-k számához képest elenyésző az állami befektetések száma, így a nemzetgazdasági vagy ágazati összehasonlítás sem lenne mérvadó nagyobb következtetések levonásához. A célvállalatokat talán a legközelebbi versenytársaikhoz célszerű hasonlítani, ez a kutatások folytatásánál lehet egy kitűzött cél.

A primer kutatásnál felmerült a cégvezetőknek/tulajdonosoknak levélben/interneten kiküldött kérdőíves felmérés lehetősége, de ezt két okból végül elvettem:

- a tapasztalatok szerint nagyon rossz a válaszadási hajlandóság,
- a kért számadatok (létszám, árbevétel...stb.), ha „fejből” válaszolnak több évre vonatkozóan, nem feltétlenül lesznek valós adatok, csak becslések,
- több cég azóta megszűnt, vagy felszámolás alá került, az elérhetőségek megszerzése így nagyon bizonytalan.

A célvállalatok meghatározásának, az ügyletek jellemzőinek, a vizsgált adatoknak a forrásai:

- Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület évkönyvei, statisztikái
- sajtóban megjelent hírek
- céginformációs adatbázisok:
 - Közigazgatási és Igazságügyi Minisztérium Céginformációs és az Elektronikus Cégeljárásban Közreműködő Szolgálat (cégekivonatok, beszámolók)
 - CompLex Céginfó adatbázisa (cégmásolat, beszámolók)
- célvállalatok honlapjai

A foglalkoztatásra vonatkozó adatoknál a kiegészítő mellékletekben található átlagos statisztikai létszámra támaszkodik a szerző. Nem gondolja, hogy ez a legjobb adat, amellyel a foglalkoztatásra való hatást lehet elemezni, a tartalmi háttere mellett magát a számot is alap

esetben egész számra kerekítve kell megadniuk a vállalatoknak, de más adat beszerzését nem találta járható útnak.

A forgalmi változásokat az értékesítés nettó árbevételének tükrében ítélte meg a jelölt, ezen belül pedig vizsgálta az exportértékesítés nettó árbevételét is, hogy megnézzze, milyen aktívak az export területén az állami tőkét kapott társaságok.

Az eredménykategóriák közül az üzemi/üzleti tevékenység eredményét, az adózás előtti eredményt és az adózás utáni eredményt vizsgálta, illetve ehhez kapcsolódóan a sajáttőke-arányos jövedelmezőséget.

A hipotézisek egy részénél a statisztikailag értelmezhető összefüggések kimutatására keresztábra-elemzések végzésére került sor.

A szerző az értekezésben röviden ismerteti a cégeket, a befektetéssel kapcsolatos információkat, majd számszerűleg elemzi őket. A vizsgálatba került cégeket az alábbi táblázatok mutatják.

1. táblázat: A CELIN és az IKTA vizsgált vállalatai

Befektető	Céltársaság	Főtevékenység/ágazat	Alapítás éve	Bef. éve
CELIN	N-GENE Kutatási és Fejl.-i Kft.	Biotechnológiai kutatás, fejlesztés	1998	2006
	Maggot 2006 Kft.	Természettud.-i, műszaki kutatás, fejl.	2007	2007
	Agroinvent Zrt.	Egyéb mezőgazdasági gép gyártása	2006	2006
	Literaton Kft	Adatbázis szolgáltatás, on-line kiadás	2006	2006
RFH IKTA	BLOGTER.COM Kft.	Világháló-portál szolgáltatás	2006	2007
	edusys Infokommunikációs Zrt.	Egyéb információ-technológiai szolg.	2001	2006
	EME Zrt.	Egyéb szakmai, tudományos, műszaki tevékenység (mobilfizetés)	2005	2006
	Inter.net Média Szolgáltató Kft.	Távközlés (internetszolgáltatás)	2004	2004
	Gergi Háló Kft. ²	Távközlés	1999	2007
	MediSmart Szolgáltató Kft.	M.n.s. egyéb információs szolgáltatás ³	1999	2004
	Sani - Net Medic Kft. ⁴	Szoftver, programozás	2003	2004
	Odin Technologies Budapest Kft.	Információ-technológiai tanácsadás	2006	2006
	OPTICON Telekom. Kft. ⁵	Vezetékes távközlés	1998	2006
	Stormregion Kft. ⁶	Szoftverkiadás	1996	2005
	EVOLIT Informatikai és Szolg. Rt.	Informatikai rendszerek működtetése	2002	2004

Forrás: saját gyűjtés

² Bt. jogelődje 2004-ben alakult át kft.-vé.

³ Egészségügyi kártyarendszer szolgáltatások és Elektronikus számlarendszer szolgáltatások

⁴ Korábbi név: Meditcom Kft. 2013-tól viszont Meditcom EMER Kft.

⁵ Alapítva Bács-NET-ként, 2004 januárjában változtatták meg a nevét Opticonra.

⁶ 1996 dec.-ben Media Star néven alapítva.

2. táblázat: Az MFB vizsgált vállalatai

Céltársaság	Főtevékenység /ágazat	Alapítás éve	Bef. éve
Arany Kapu Borászati Melléktermék-feldolgozó Rt. ⁷	borászati melléktermékek feldolgozás	2002	2003
Budai Egészségközpont Kft.	egyéb humán-egészségügyi ellátás	2000	2004
Civil Biztonsági Szolgálat Rt.	nyomozási, biztonsági tevékenység	2001	2004
Csépány és Társai Zöldség- és Konzervipari Nagykereskedelmi Kft.	zöldség-, gyümölcs-nagykereskedelem és konzervipar	1993	2005
Grafika Press Rt.	nyomdaipar	2003	2005
Kenguru Gold Innovációs és Kereskedelmi Kft.	alsóruházat gyártása	1991	2005
Kenguru Kid Kft.	textil-kiskereskedelem	2000	2005
Organica Környezettechnológiák Rt.	ipari és kommunális szennyvíztisztítók építése és üzemeltetése	2003	2005
Lamba Rt.	üdítőital, ásványvíz gyártása	2003	2004
LAUREL Számítástechnikai Kft.	szoftverkészítés, -szaktanácsadás	1993	2005
Monofix Ker.-i és Szolg. Rt.	elektronikus háztartási cikk ker.	1997	2005
PrintXBudavár Rt. ⁸	nyomdaipari tevékenység	2001	2004
Royal Balaton Golf & Yacht Rt. ⁹	golfpálya építő és üzemeltető	2005	2006
Skublics és Társai Kft.	építőkö, díszítőkö fejtése (bányászat)	1995	2005
Sz+C Stúdió Kft.	vasáru-, festék-, üveg-kiskereskedelem	1997	2006
Stúdió 96 Reklámügynökség és Nyomda ¹⁰ Zrt.	nyomdaipari tevékenység	2005	2005
Duna-Resort Kft.	szállodaépítés és üzemeltetés	2003	2006
Victoria Gem Kft.	ékszerpiac	1994	2004
Victoria Trade Kft.	ékszer kiskereskedelem	1989	2004

Forrás: saját gyűjtés

3. Kutatási eredmények

3.1. Munkahelyteremtés

A foglalkoztatásra való hatás megítélése nem egyszerű dolog. Egyrészt ha új vállalatba történő befektetésről van szó, akkor eleve történik munkahelyteremtés, ami önmagában nézve pozitív. Ha az új vállalatnak valójában már volt jogelődje, vagy már egy régóta működő cégről van szó, akkor elsöre célszerűnek tűnhet azt nézni, hogy a beszállást követően hogy változtak az adatok. Ha nem látszik az átlagos állományi létszám növekedése, akkor is persze feltehető még az a kérdés is, hogy vajon mi lett volna, ha nem fektet be az állam. Hiszen, ha nem kap tőkét, akkor lehet, hogy csődbe ment volna már hamarabb és előbb megszűntek

⁷ Arany Kapu Szombathely Tejtermék Feldolgozó Rt. néven valójában már 1993 óta működik. A program első ügylete 2003 végén.

⁸ Kft. elődje 1991-től működött.

⁹ Az 1999-ben alapított Balaton Golf Kft. átalakulásával jött létre.

¹⁰ Kft. elődje 1994-től működött.

volna munkahelyek. Ennek vizsgálata viszont nagyon nehézkes, jóformán lehetetlen. Így a szerző azt nézte meg, hogy az állami befektető beszállásának évét követő években hosszú távon növekedett-e a foglalkoztatottak száma.¹¹ Az IKTA és a CKTA vizsgálható 13 cége¹² közül csak 4 esetben történt létszámnövekedés, ezen esetekben viszont a növekedés jelentős volt. Mivel a többi társaságnál egy kivételével alacsony szinten volt a foglalkoztatottak száma (1-6 fő), és az esetleges csökkenések sem voltak így abszolút értelemben nagyok, így nettó értelemben is növekedett a foglalkoztatottak száma. Hasonló a helyzet az MFB Fejlesztési Tőkebefektetési programja esetében is. Hét célvállalatnál a kiegészítő mellékletek szerint növekedett az átlagos állományi létszám. 2011-ben a létszám 5,8%-kal volt több, mint a befektetés előtti vagy a befektetés évében.¹³

3.2. Székhely szerinti megoszlás

Mivel a periférián lévő vállalkozások kevésbé férnek hozzá a tőkéhez, mint a centrumbeliek¹⁴, ezért a szerző megvizsgálta, hogy az állami befektetéseknél érvényesül-e a földrajzi koncentráció.

A JEREMIE alapok által befektetett cégek székhelyeinek elhelyezkedését már a szakirodalmi áttekintésben bemutatja a szerző, az egyes régiókban közel azonos számú célvállalat kapott tőkét. Az elmúlt évezred közepén történt közvetlen állami befektetések székhelyei az ügyletkötés idején a CKTA és az IKTA esetében a következők: 12 társaság budapesti székhelyű és 3 cég folytatja tevékenységét vidéki településről.¹⁵

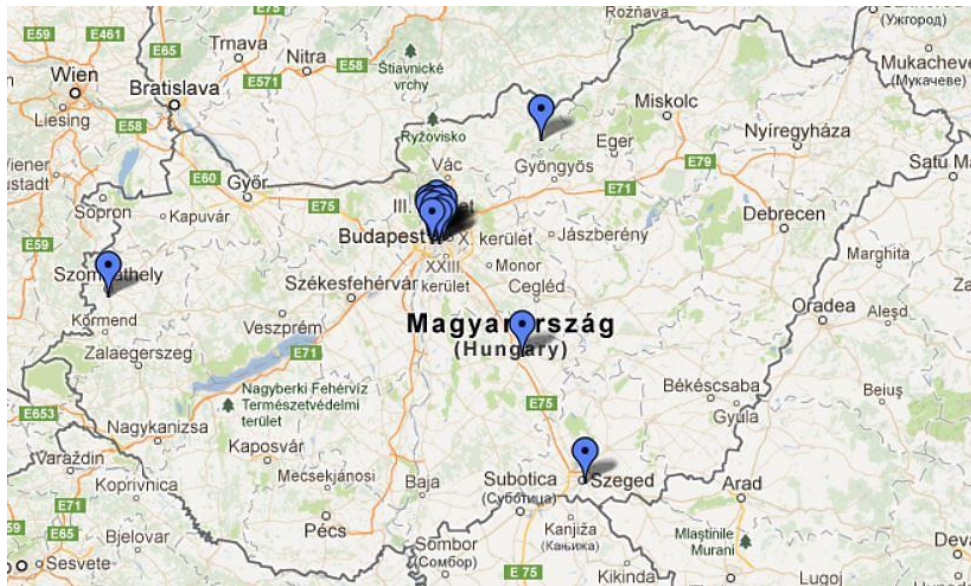
¹¹ Ennek nyomon követése is nehézkes, gondoljunk csak az esetleges kiválásokra vagy a leányvállalatoknak, egyéb alvállalkozóknak történő kiszervezésekre. Továbbá a foglalkoztatásra gyakorolt hatás megjelenhet a beszállító cégeknél is.

¹² Két cég beszámolóit nem álltak rendelkezésre.

¹³ Figyelembe véve azt is, hogy a megszűnt vagy felszámolási eljárás alatt lévő cégeknél már megszűntek a munkahelyek. Továbbá legalább két okból a szám valószínűleg egy alsó becslést jelent a munkahelyteremtésre vonatkozóan. A CBSZ-nél a folyamatosan növekvő megrendelések és árbevétel ellenére a foglalkoztatottak száma csökkent 2010-ig, és a 2004-es szintet csak 2011-ben érte el újra. Az ágazatban elterjedt volt a hosszú alvállalkozói láncok alkalmazása. A parlament által csak 2011 márciusában elfogadott törvénymódosítás után nem lehetett alvállalkozói láncokat alkalmazni megbízások teljesítéséhez, kizárólag egy alvállalkozót (Fabók 2011). A jelölt véleménye szerint mindezeket támaszthatja alá az igénybe vett szolgáltatások (illetve 2006-tól az átsorolás miatt az eladott közvetített szolgáltatások) értékének alakulása is az évek során. A foglalkoztatás növelésének alábecslését feltételezi azért is, mert az Organica Környezettechnológiák Zrt.-ből 2007 közepén kivált az Organica-VWS Zrt. Az utóbbi cégben alkalmazottakat nem tartalmazza a statisztika.

¹⁴ Például 2005-ben a nem állami, korai és expanzív fázisba fektető kockázati tőke-befektetések 84,6%-a fővárosi vagy környéki cégekbe történt. Mindössze két társaság székhelye volt más régióban. Illetve a budapesti cégek közül egynek volt telephelye a Közép-dunántúli régióban (Monostorapátiban).

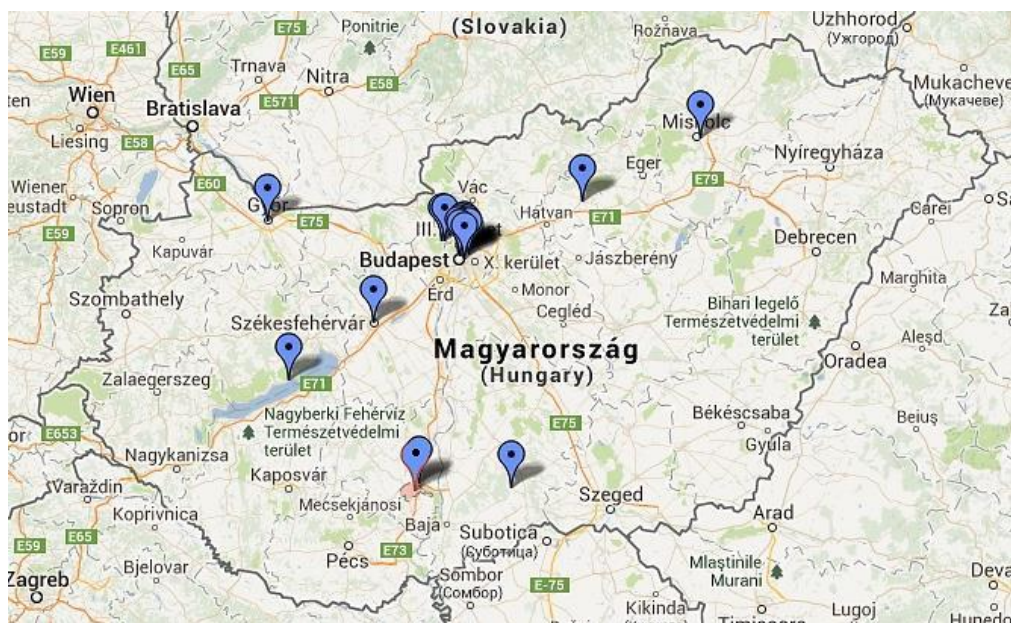
¹⁵ Valójában a Gergi Hálónak is a fővárosban van a székhelye, de telephelyei vannak Bátonyterenyén és Dorogházán, hálózatképző tevékenységét és szolgáltatását Nógrád megyében végzi, így később a statisztikai elemzésnél a „vidéki” kategóriába sorolta a szerző.



1. ábra: A CKTA és az IKTA vállalatának székhelyei

A befektetési korai székhelyt tekintve az MFB portfóliójában is a közép-magyarországi cégek vannak többségben. 19-ből 9 volt a fővárosban, további 3 pedig Solymáron (Pest megye), ez az összes vállalat 63,16%-át jelenti (2. ábra). A KSH adatbázisa szerint a működő társas vállalkozások 50-51%-a volt Közép-Magyarországon 2004 és 2007 között.

A szerző a következő lépésben a fióktelepeket is megvizsgálta. A 32 esetből¹⁶ csak 13-nál (40,53%) lehet elmondani, hogy a célvállalatnak a székhelye vagy legalább egy fióktelepe a periférikus régiókban volt.



2. ábra: Az MFB vállalatának székhelyei

¹⁶ Két-két vállalat egy-egynek számítva cégcsoportba tartozás végett.

Tehát a közvetlen állami tőkebefektetések során túlnyomó többségben a centrumban található, vagy ott induló vállalkozások kaptak tőkét és így nem érvényesült a periférikus területek segítése, élénkítése.

Mivel talán az MFB tőkebefektetési programjánál hangsúlyosak jobban a regionális politikai célok, a jelölt keresztábra-elemzéssel megvizsgálta azt is, hogy van-e összefüggés a „régiós aktivitás”¹⁷ és a befektető személye között. Arra jutott, hogy nincs szignifikáns összefüggés a kettő között.

3.3. A célvállalatok életciklusai a befektetéskor

A CKTA-IKTA párosa a 2007-ig megvalósult ügyleteik közül 10 érintett induló vagy egyéb korai fázisban lévő céget (66,67%), míg 5 tranzakció későbbi fázisban lévő vállalatokra irányult (33,33%).

A MFB Kkv Fejlesztési Tőkebefektetési Programjában 15 az expanszív ügylettípus kategóriájába esett (88,24%)¹⁸, illetve két esetben turisztikai projektcégek kaptak beruházásaikhoz tőkét (11,76%).

A szerző keresztábra-elemzéssel megvizsgálta, hogy statisztikailag is kimutatható-e összefüggés a befektető személye és az életszakasz között. Az eredmények azt mutatják, hogy van szignifikáns kapcsolat. Ezt igazolja a Pearson-féle Khi-négyzet próba ($\chi^2=10,248$; szabadságfok=1, $p=0,001$), a kapcsolat erőssége pedig közepesnek mondható (Cramer $V=0,566$).

3.4. A kiszállások értékelése

A CELIN és az IKTA esetében további adatok híján sikeres befektetésnek és kilépésnek tekintette a szerző azokat az eseteket, ahol nem szűnt meg a cég, nem került felszámolási eljárás alá a befektetés ideje alatt, s így valószínűleg nem került/kerülhet sor a veszteség elszámolására. Öt esetben még nem került sor a kiszállásra, így a beszámolók alapján a szerző maga minősítette a várható eredményt. Az N-Gen és a Maggot 2006 esetében tevékenységük jellegére tekintettel viszont nem foglalt állást, így a keresztábra-elemzésbe sem kerültek bele.

¹⁷ Ha a célvállalatnak a székhelye vagy legalább egy fióktelepe a periférikus régiókban volt a befektetés évében, akkor azt a regionális célokhoz való közeledésként lett figyelembe véve.

¹⁸ Ha a két cégcsoport cégeit külön nézzük, akkor az expansziós ügyletek száma 17.

3. táblázat: A CELIN és az IKTA exitjei

	db	%
sikeres kiszállás	3	26,67
sikeres részleges kiszállás	1	6,67
sikertelen	5	33,33
még nem történt kiszállás	6	33,33
<i>ebből valószínűleg sikertelen</i>	<i>1</i>	<i>6,67</i>
<i>ebből még nem tudni</i>	<i>2</i>	<i>13,33</i>
<i>ebből valószínűleg sikeres</i>	<i>3</i>	<i>13,33</i>
összes ügylet	15	100,00

Forrás: saját gyűjtés

Az MFB 2003-ban indult programjában 12 esetben sikerült úgy kiszállnia, hogy az eredeti tulajdonosok vagy a cég vásárolta meg a bank részesedését (illetve a CBSZ Zrt. esetében tőkeleszállítás történt). 5 esetben (29,41%) a befektetés ideje alatt felszámolási eljárás indult, illetve a legtöbb esetben meg is szűnt a cég. Ezek közül három, 2004-ben és 2005 elején megvalósított ügylettel ÁSZ (2006a) is foglalkozik részletesebben.¹⁹

Az EVCA (2011) által publikált, a venture capital ágazatra vonatkozó adatok szerint Közép- és Kelet-Európában veszteségeleírásra²⁰ 2009-ben az összes kiszállás 18,75%-ában, 2010-ben az esetek 14,29%-ában került sor. (Az egész európai VC-piacra vonatkozó adatok 2008-ban 16%, 2009-ben 25,7%, 2010-ben 24,5% EVCA (2013b) alapján.) Bár mindig fennáll a veszély, hogy az EVCA-hoz hasonló felmérésekben az alapok rossz ügyletei kimaradnak, a magyar állami szervezetek sikertelen kiszállásainak aránya jócskán eltér az átlagtól. Az okok sokrétűek lehetnek, kezdve azzal, hogy az állam elvileg a finanszírozási résnél kíván szerepet vállalni (az esetleges kizorító hatástól most tekintsünk el), kontraszelektált ügyfélkörből választ magának befektetést.

A kereszttábla-elemzésből kiderült, hogy a befektető személye és a sikeresség között van-e összefüggés. Bár az MFB arányaiban sikeresebb, de ez nem szignifikáns, nincs összefüggés a kettő között.

¹⁹ A Lamba Rt., a Victoria Gem és Victoria Trade, valamint a Monofix Rt. esetei.

²⁰ A kiszállás ezen típusának EVCA által meghatározott fogalma teljes egészében nem feleltethető meg a sikertelenség által meghatározott esetének, de úgy gondolom, szoros a kapcsolat a kettő között. Továbbá megjegyzem, a hazánkban megvalósult kevés ügyletszám miatt – aminek egyébként is jó részét az állami szervezetek valósították meg – hazai összehasonlítást nem végeztem.

3.5. A vállalatok jövedelmezősége

A CKTA és az IKTA portfóliója esetében a jövedelmezőség vizsgálatára is sor került. A mutatók terén a célvállalatok többsége gyengén teljesített. A jövedelmezőség nagyon hektikusan változik, de az látható, hogy sok esetben a sajáttőke-arányos üzemi eredmény is nagyon alacsony, vagy inkább negatív. Célszerű lehet a jövőben a közvetlen versenytársakhoz való összehasonlítás. A rossz jövedelmezőség természetesen már összefüggésben van a kiszállások sikertelenségével is, a lehetséges okokra esetleg a feldolgozott szakirodalomban találhatunk válaszlehetőségeket. Konkrétan az okokat a szerző nem vizsgálta, de a magyar esetek vonatkozásában mindenképpen meg lehet említeni, hogy az állami szervezetek általában passzívak a tőkeemelés után, nem folynak bele mélyebben a vállalatirányításba.²¹

3.6. Az életszakasz és a sikeresség kapcsolata

A legtöbb újonnan induló cég megszűnik a működésének első néhány évében. A kudarcnak több oka is lehet: a piac nem megfelelő felmérése, tudáshiány, tőkehiány... stb. A KSH statisztikája szerint a Magyarországon 2005-ben alakult 28 990 társas vállalkozásnak csak 48,5%-a tevékenykedett 2010-ben is (KSH 2012). Az EVCA 2013-as statisztikái szerint a magvető, induló, korai fázisba fektető kockázati tőke-alapok társaságok a darabszám arányait tekintve többször kényszerülnek veszteségleírásra, mint a későbbi életszakaszokat finanszírozó buyout és growth alapok.

4. táblázat: A veszteségleírások száma és aránya az összes kiszálláshoz képest

	2007		2008		2009		2010		2011		2012	
	cégek száma	%*	cégek száma	%*	cégek száma	%*	cégek száma	%*	cégek száma	%*	cégek száma	%*
Venture	205	13,7	203	16,0	309	25,7	287	24,5	233	21,8	242	23,7
Buyout	27	2,6	45	6,5	63	14,7	65	11,9	37	5,4	41	7,0
Growth	3	1,7	12	9,1	42	16,8	57	13,5	44	12,0	91	18,6

* %-os arány az adott kategórián belül.

Forrás: EVCA (2013b)

²¹ Jellemzően a monitoringra helyeződött a hangsúly az MFB programjában is, valamint a kisebbségi tulajdon következtében is jellemzően kisebb a mozgásterük az állami befektetőknek.

Az állami befektetésekkel kapcsolatban a szerző azt vizsgálta, hogy a különböző ügylettípusoknál hány esetben nem került sor a felszámolásra a befektetés ideje alatt. A 30 értékelt ügyletből 20 volt későbbi, expanzív típusú tőkebefektetés. Ennek 30%-a tekinthető ilyen értelemben sikertelennek. A 10 db induló, korai fázist finanszírozó ügyletnek az 50%-a végződött felszámolással.²² Jelentősnek tűnik az eltérés, de a keresztábra-elemzés ezen állami befektetéseknél *nincs* szignifikáns kapcsolat az életszakasz és a sikeresség között.

3.7. A célvállalatok exporttevékenysége

Az IKTA azokat a befektetéseket preferálta, amelyek foglalkoztatási lehetőséget teremtenek, magasabb technológiai szint és know-how bevezetését és alkalmazását szolgálják, vagy további exportlehetőséget teremtenek (GKM 2005). Az IKTA-hoz és a CKTA-hoz kapcsolódó beszámolók elemzése alapján elmondható, hogy 13 cégből²³ 4-nek volt exporttevékenysége, de egyiknek sem volt rendszeres exportárbevétele. Ennek egyik oka a sikertelenség lehet, a másik, hogy bizonyos cégek tulajdonképpen eleve a hazai piacra determináltak. Továbbá azt is meg kell említeni, hogy a vállalatoknak esetleg több időre lehet szükségük a külföldi piacokon való megjelenéshez. Az összes célvállalat árbevételéhez viszonyítva az exportbevétel 0,4% alatt volt. A legjelentősebb exporttevékenységet végző Odin Kft.-nek egyszer volt egy kiugróan magas exporthányada az összes bevételből.

Csapó (2006) és Tóth (2005) alapján az MFB Kkv Fejlesztési Tőkebefektetési Programjának szintén célja volt a gazdálkodó szervezetek regionális és európai uniós terjeszkedési lehetőségeinek megalapozása és kiszélesítése. 13 társaság beszámolóit álltak rendelkezésemre. 11-nek volt legalább egy évben exportértékesítésből származó árbevétele, közülük 8 pedig rendszeresen értékesített külföldre. Az összes célvállalat árbevételéhez viszonyítva az exportbevétel 7,3%.

²² Ha azt vesszük figyelembe, hogy a kiszállást követően hány cég működött még 2011-ben is, akkor kissé más számokat kapunk. Az MFB volt cégei közül a kiszállást követően még két cég került felszámolási eljárás alá, az IKTA egyik volt vállalata pedig végelszámolással szűnt meg.

²³ A Stormregionról és az Evolitról nincsenek adatok.

3.8. Új és újszerű eredmények

A kutatómunka a hazai és nemzetközi szakirodalom átfogó tanulmányozásán alapul, amelyeket további saját, az állami befektetésekre vonatkozó adatfeldolgozás és elemzés egészít ki. A felállított hipotézisekhez kapcsolódóan a következők kerültek megfogalmazásra:

T1. Az állami szerepvállalás – a három vizsgált, közvetlen tőkebefektetést végző szervezet esetében – a foglalkoztatásra pozitívan hatott. Nemzetgazdasági szinten a közvetlen, nettó munkahelyteremtés nem jelentős mértékű, de ez köszönhető a relatíve kevés befektetésnek is.

T2. A vizsgált közvetlen állami tőkebefektetésekkor túlnyomó többségben a centrumban található, ott működő vagy induló vállalkozások kaptak tőkét és nem érvényesült a periférikus területek segítése, élénkítése, a hipotézisemet elvetem. A leghangsúlyosabban az MFB tőkeprogramja tűzte ki célul a régiók felzárkóztatását, de statisztikai szignifikáns különbség nincs a befektető szervezetek régiós aktivitása terén.

T3. Az állam fejlesztésösztönző szerepe a vállalatok életciklusának megfelelően valósult meg. A vizsgált állami tőkebefektető szervezeteknél az életszakasz tekintetében érvényesültek az állami szándékok, elkerülve ezzel e téren a párhuzamos aktivitást.

T4. A kockázattőke-ágazat egészéhez képest a közvetlen állami kockázattőke-befektetések Magyarországon több sikertelenséghez vezettek, amennyiben sikertelenség alatt a befektetési idő alatti felszámolásokat értjük. Ugyanakkor a mélyebb elemzés (pl. szektorális összehasonlítás) a kis elemszám miatt nem lehetséges.

T5. A vizsgált ügyletek vonatkozásában az expanzív szakaszt finanszírozó magyar állami közvetlen tőkebefektetések szignifikánsan nem tekinthetők sikeresebbeknek, mint az induló, korai fázist finanszírozók.

4. Következtetések, javaslatok

Az állami szerepvállalás hatásáról és hatékonyságáról nem csak a kockázattőke-piac kapcsán oszlanak meg a vélemények. A kizorító hatás jelenségét, a rossz befektetői döntéseket, a politikai nyomásgyakorlást szokták felhozni az ellenzők. Az utóbbi években a hibrid konstrukciókon keresztül történő szerepvállalás került előtérbe, amivel talán javítani lehetne az állami tőke hatékonyságán, az állami célok elérésén.

Kutatásban három állami szervezet 2004-2007 közötti közvetlen tőkebefektetései kerültek vizsgálatra. A hazai piacon a hibrid finanszírozás még gyerekcipőben jár, nem telt el annyi év, hogy több hatását mélységeiben is elemezni lehessen, s így össze lehessen hasonlítani a kétféle szerepvállalást. Ennek vizsgálatát a jövőben mindenképpen érdemes elvégezni. Ugyanakkor érdekes kutatási téma lehet a tulajdonosi tőkét juttató és az egyéb programok hatékonyságának összehasonlítása is.

A periférikus területeken lévő kkv-k finanszírozásának összevetését már most meg lehetett tenni. Az IKTA és a CELIN, de még az MFB közvetlen befektetései is a fővárosra, a gazdasági centrumra irányultak, míg a JEREMIE programban megvalósult befektetések – *a szabályozásnak köszönhetően* – lényegesen nagyobb arányban finanszírozták a vidéken működő kkv-kat. Úgy tűnik, a csak általános célkitűzésekként megfogalmazott regionális célok nem teljesülnek addig, amíg a szabályozási rendszer konkrétan el nem különíti a centrumban és a periférikus régiókban kihelyezhető tőkét egymástól.

A JEREMIE mellett létrehozott Széchenyi Tőkebefektetési Alap (SZTA) forráskihelyezésének szintén minden esetben a foglalkoztatási, növekedési, régiós fejlesztési célok megvalósítását kell szolgálnia. A kérdés az, hogy elődei nyomdokán fog-e végül haladni vagy a foglalkoztatási célok teljesítésén túl a régiós fejlesztési célok is megvalósulnak majd. A lehetőség a szabályozási oldalról megvan: minden régió esetében 2-2 milliárd forint nagyságrendű befektethető tőke áll rendelkezésre az adott régióban működő vállalkozások részére. Az SZTA honlapjának 2013. május 31-i adatai szerint az addig megvalósított 17 ügyletnek valamivel több, mint fele érintett nem fővárosi céget.

A jövedelmezőségi mutatók és a sikertelen kilépések (felszámolások) nagy száma több dolgot is jelezhetnek, például

- helytelen cégválasztási folyamat (okai lehetnek a szakirodalom szerint a tapasztalat hiánya, a politikai nyomás, illetve, ahogy ÁSZ (2006a) is megállapította, a belső szabályozás hiányosságai),
- kontraszelektált ügyfélkörből való választás (hiszen nem csak a tőkeméret miatti finanszírozási rést kívánja betölteni az állam),
- kevés vagy teljesen hiányzó szerepvállalás a stratégiai irányításban.

A vizsgált közvetlen tőkebefektetést biztosító szervezeteknél és az SZTA-nál is elsősorban a monitoringra korlátozódik az ügylet megkötése után a befektető tevékenysége. A piaci befektetők – persze eltérő intenzitással – tudásukkal és kapcsolati tőkéjükkel is hozzájárulnak

a célvállalat sikeréhez. Az államnak át kell gondolnia, hogy milyen esetekben kellene, és milyen formában tudná biztosítani utóbbiakat. A további hazai kutatások elkészültéig egyelőre a szakirodalom alapján a szerző javasolja az állami döntéshozóknak, hogy a hosszú távú, sokrétű pozitív hatások elérése végett a közvetlen tőkebefektetések helyett továbbra is a már megindított hibrid finanszírozási módszereket preferálják a kkv-k finanszírozására.

Ugyanakkor tény az is, hogy sok tulajdonos, vállalatvezető ódzkodik attól, hogy a döntéshozatalba mást is engedjen beleszólni, nem hajlandók (vagy ha igen, nem képesek) a közös cégvezetésre. Az államnak nem feltétlenül csak a saját tőkebefektetéseivel kell segítenie a finanszírozási rés megszüntetését, hanem olyan környezetet kell kialakítania, amelyek támogatják a piaci magánbefektetéseket. Az adózás területén történő módosítások, a magas színvonalú oktatási rendszer, valamint a kreativitást és a kockázatvállalást ösztönző struktúrák kialakítása megfelelő eszközök lehetnek mind az informális mind a formális piac fejlesztéséhez. Fontos megemlíteni az üzleti angyal hálózatok létrehozásának és működésének támogatását is.

A megfelelő hazai ösztönző eszközök meghatározása (például az adózás területén) további kutatási területet jelölhet ki a jövőre vonatkozóan.

5. A szerzőnek az értekezés témaköréhez kapcsolódó publikációi

Tudományos előadások (cd-n vagy konferencia kiadványban megjelent)

- Kockázati tőkebefektetések hatásai mikro- és makroszinten. 2006. május 31., I. KHEOPS Tudományos Konferencia, Mór. pp. 317-323. ISBN 963 2298 49 7
- Economic and social impacts of private equity and venture capital. 2006. október 2-4., 4th International Conference for Young Researchers of Economics, Szent István Egyetem, Gödöllő. pp. 85-90. ISBN 963 9483 66 4; 963 9483 68 0
- Kockázati tőkebefektetések a vállalat életében. 2007. május 30., II. KHEOPS Tudományos Konferencia, Mór. pp. 379-384. ISBN 978 963 8755 30 8
- Kockázati tőke a vállalat életében. 2008. május 14., III. KHEOPS Tudományos Konferencia, Mór. ISBN: 978 963 8755 33 9
- Állami kockázati tőkét kapott vállalatok elemzése. In: Tehetség és kreativitás a tudományban: TALENTUM Nemzetközi Tudományos Konferencia tanulmánykötet. (Társszerző: Bischof Annamária) Konferencia helye, ideje: Sopron, Magyarország, 2012.május 22. Nyugat-magyarországi Egyetem Közgazdaságtudományi Kar, 2012. pp. 666-670. ISBN 978 963 9883 92 5
- Kockázati és magántőke-befektetések Európában és hazánkban, különös tekintettel az állam néhány hazai ügyletére. Változó környezet – Innovatív stratégiák. Konferencia CD. NYME KTK. Sopron, 2012. pp. 835-840. ISBN 978 963 9883 87 1
- Analysis of venture-backed companies. Kaposvár University, Faculty of Economic Sciences. Kaposvár, 2013. pp. 399-403. ISBN 978 963 9821 62 0
- Állami kockázati tőke-befektetések értékelése a munkahelyteremtés és a földrajzi elhelyezkedés szempontjából. Felelős társadalom, fenntartható fejlődés. Nemzetközi tudományos konferencia a Magyar Tudomány Ünnepe alkalmából. Sopron, 2013.11.13. (megjelenés alatt)

Szakkikkek, tanulmányok, ismertetők

- Könyvismertető Makra Zsolt: A kockázati tőke világa c. könyvéhez. Vezetéstudomány, XXXVIII. évf. 2007. 3. szám. ISSN 0133-0179

Előadások (csak kézirat)

- Üzleti angyalok szerepe a vállalkozás-finanszírozásban. Fiatal regionalisták V. országos konferenciája, Széchenyi István Egyetem, Győr. 2006. november 10-11.
- A működőtőke-beáramlás és a régiónkénti gazdasági fejlettség összefüggései. Fiatal regionalisták V. országos konferenciája, Széchenyi István Egyetem, Győr, 2006. november 10-11. Társszerzők: Kovács Róbert, Lentner Csaba.
- Kockázati-tőke-befektetések és azok gazdasági vetülete. A kockázati tőkebefektetés szerepe és lehetőségei a regionális gazdaságfejlesztésben konferencia, Győr, 2007. február 15.
- A vállalkozás-finanszírozás alternatívái: Kockázati- és magántőke-befektetések. Sopron TV, 2007. április
- Hogyan készítsünk üzleti tervet? Sopron TV, 2008. január.

Elektronikus könyvek és közlemények

- Kockázati tőke: 100-ból egy valódi befektetés. 2007. március 14.
http://hvg.hu/print/20070314_kockazati_toke.aspx

Tudományos dolgozatok

- „Csepp a tengerben”, avagy a kockázati tőkeágazat helyzete és problémái Magyarországon, Diplomadolgozat – NYME KTK Pénzügytan-Számvitel Intézet, 2005. Sopron.