

DOKTORI (PhD) ÉRTEKEZÉS TÉZISEI

**KAPOSVÁRI EGYETEM
GAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR
PÉNZÜGY ÉS SZÁMVITEL TANSZÉK**

Doktori Iskola vezetője:
DR. UDOVECZ GÁBOR DSc
MTA doktora

Témavezető:
DR. VARGA JÓZSEF PhD
Társtémavezető:
DR. KÖRMENDI LAJOS CSc

KOCKÁZATITÓKE-FINANSZÍROZÁS A HAZAI KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOKBAN

Készítette:
KOVÁCSNÉ ANTAL ANITA

KAPOSVÁR

2011

1. A KUTATÁS ELŐZMÉNYEI, CÉLKITŰZÉS

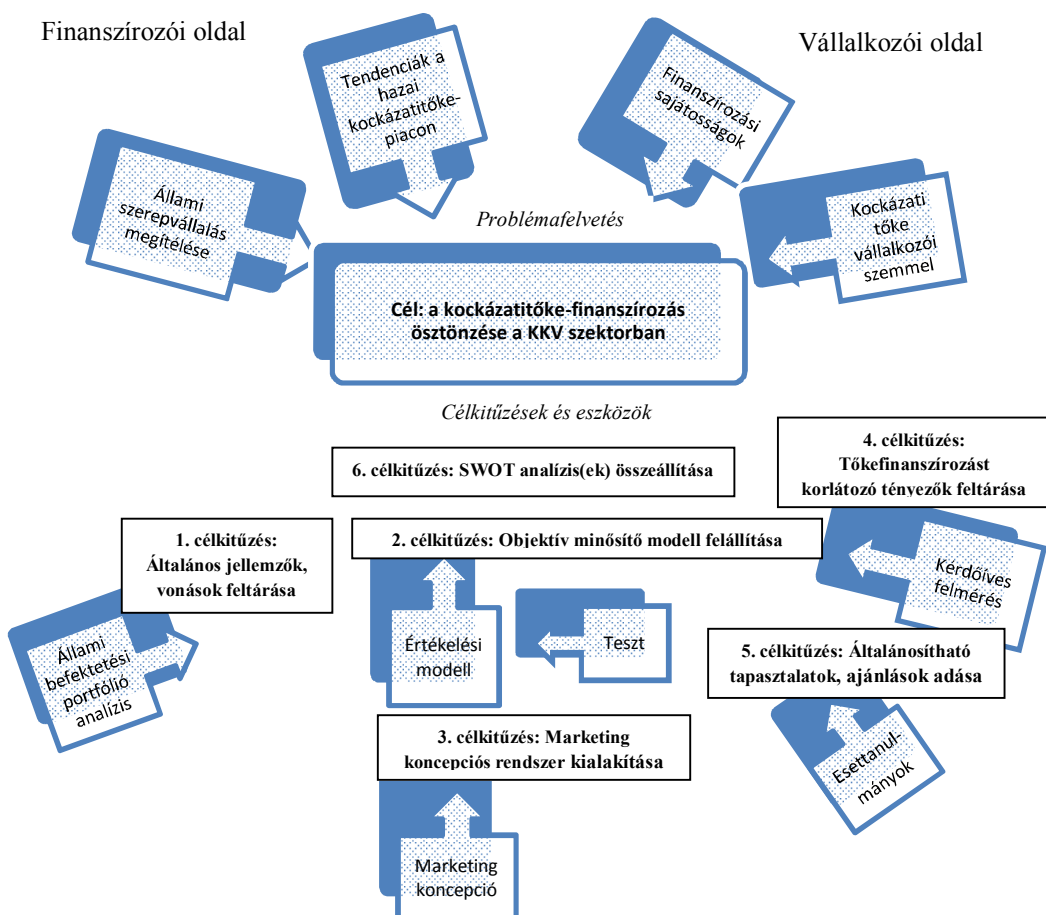
Az értekezésben a hazai KKV szektor növekedésének, fejlődésének támogatásához kapcsolódóan egy speciális külső finanszírozási lehetőség, a kockázatitőke-típusú források jelentősebb mértékű, hatékonyabb felhasználásához való hozzájárulást, ezen keresztül a szektort érintő tőkehiány enyhítését tűztem ki célul. Probléma, hogy a magyar piacon aktív kockázatitőke-alapok közül alapvetően hiányoznak azok a kisebb, jellemzően 5 millió euró alatti befektetéseket megvalósító cégek, amelyek a kisebb méretű vállalkozói réteget célozzák meg. A jelzett szegmens vonatkozásában aktívabban az állam által létrehozott intézmények működnek. A kutatói munkát jelentősen megnehezíti a kockázatitőke-ágazatra jellemző és annak természetéből adódó információhiány, mivel a témát érintő adatok üzleti titoknak minősülnek.

A kutatás során választ kívántam kapni azon kérdésekre, hogy

1. Milyen **általános vonásai** (összefüggések, tendenciák) vannak **a KKV-k állami forrásból megvalósuló kockázatitőke-finanszírozásának?**
2. Milyen **objektív szempont- és értékelési rendszer** segítségével **lennének kijelölhetők, kiválaszthatók** a kockázatitőke-befektetések **potenciális alanyai a KKV szektorból** és a kialakított minősítő rendszer várhatóan **eredményesen használható-e?**
3. Milyen **marketing koncepciók rendszer, elérési technika szolgálhatná leginkább** a kockázatitőke-finanszírozás igénybevételének ösztönzését?
4. A célszegmens körében **milyen a vállalkozások hozzáállása, viszonya** (attitűdje) **a finanszírozás területéhez**, továbbá milyen **korlátozó tényezők azonosíthatók a kockázatitőke-finanszírozás igénybevételét illetően?**

5. Milyen **általános érvényességű tapasztalatok, ajánlások, javaslatok**, következtetések fogalmazhatók meg a célcsoportban megvalósult tőkebefektetések alapján?
6. Milyen lenne a kockázati tőke-finanszírozásra vonatkozóan felállított **SWOT analízis**?

A disszertációban végzett vizsgálódásaim alapvetően kétirányúak, melynek kapcsolatrendszere a célkitűzésekkel kiegészítve a következő (1. ábra):



1. ábra: A kutatás területeinek és a kapcsolódó célkitűzéseknek a kapcsolatrendszere

Forrás: saját szerkesztés

2. ANYAG ÉS MÓDSZER

A koncepció kidolgozása alapvetően **primer kutatómunkára** épül. A dolgozat kiegészül szekunder adatgyűjtéssel, illetve a téma kimunkálásához szorosan kötődő szakirodalmi feldolgozással. Az elsődleges adatgyűjtés folyamán személyes megkeresések, **mélyinterjúk** készítése történt főként kvalitatív információk gyűjtésére (*Majoros, 2004*). A kvantitatív információk elemzésének bázisát pedig részben egy állami kockázatitőke-társaság (KvFP) által rendelkezésre bocsátott, részben a Zala Megyei Bíróság Cégbíróságán gyűjtött vállalkozásokra vonatkozó **beszámoló adatok** képezik. Az elsődleges adatgyűjtés része egy **kérdőíves felmérés** a Zala megyei székhellyel rendelkező KKV szektor körében.

A disszertációban szereplő kvantitatív adatok feldolgozásának módszertani alapját **statisztikai eszközök** széleskörű alkalmazása jelenti, melynek során **viszonszámokat, középértékeket, szóródási mérőszámokat** képeztem. Az egyes ismérv típusok közötti kapcsolat feltárása kapcsán hipotéziseket fogalmaztam meg, melyek igazolására **összefüggés vizsgálatokat** (szórásnégyzet felbontás módszere, korreláció analízis, asszociációs vizsgálat) végeztem. A kockázati tőkés portfóliójának vizsgálatához és a modell 4. modulja szerinti eredmények számszerűsítéséhez kétváltozós **regressziós függvényeket** írtam fel (*Babbie, 2001*). A kvantitatív információk elemzéséhez felhasználtam **számviteli módszert** is, melyet a vizsgálatokba bekerült vállalkozások beszámoló adatainak mérleg- és eredménykimutatás szerinti elemzésére használtam (*Bíró és szerzőtársai, 2007*). Az Eredmények fejezet a hazai kockázatitőke-finanszírozás területének hazai kutatásában kevésbé használt módszert, **esettanulmányokon** keresztül végzett empirikus vizsgálatokat is tartalmaz. A disszertáció lezárásaként két **SWOT analízist** készítettem.

3. EREDMÉNYEK

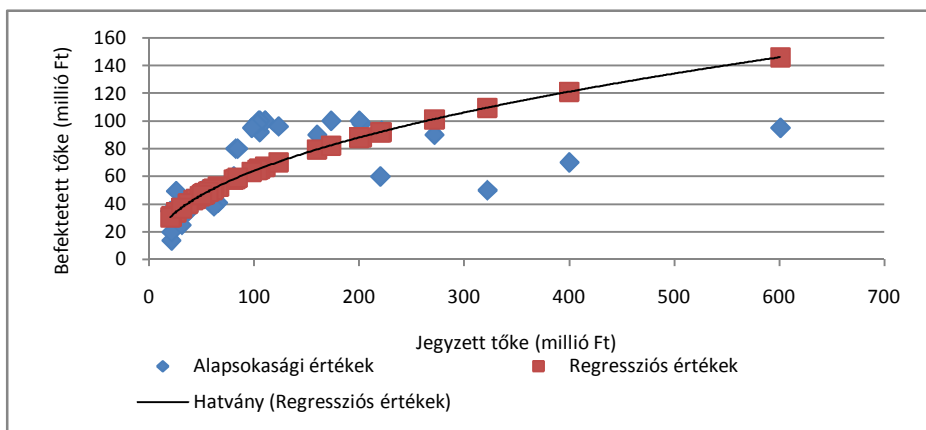
3.1. Az állami kockázattőke-finanszírozás vizsgálata

Elkészítettem a KKV-k állami forrásból megvalósuló kockázattőke-finanszírozásának részletes analízisét a jelzett célcsoport vonatkozásában meghatározó jelentőségű állami társaság portfóliója (a Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Zrt. 2008. április 15-ig megvalósult befektetései) segítségével. Arra a következtetésre jutottam, hogy jelentős eredményekkel gazdagítom az állami befektetések kapcsán hiányzó hazai kutatói tapasztalatokat, továbbá, hogy egyes következtetések hozzájárulnak a második célkitűzésben megfogalmazott értékelési modell felállításához.

Az állami kockázati tőke főként a kisvállalkozások beruházási elképzeléseit támogatta. Átlagos értékét tekintve az igényelhető minimumot (normál esetben 20 millió Ft) jelentősen meghaladó tőkekihelyezés valósult meg (62 millió Ft), amely a nagyobb méretű vállalkozások esetében nagyobb fajlagos értékkel párosult. A tőkés által szerzett részesedés átlagos nagysága 42%, a KKV klasszifikációt tekintve az átlagos részesedés értékek a vállalkozások méretével fordítottan arányosan alakultak. A vállalkozások tőkeszükségletének mértékét jelzi, hogy leggyakrabban az állami finanszírozótól kapható maximális részesedésnek (49%) megfelelő tőkeigénylési lehetőséget használták ki. A tőkejuttatás elsősorban a feldolgozóipar, másodsorban a szolgáltató szektorhoz tartozó ágazatok versenyképességének javításához járult hozzá.

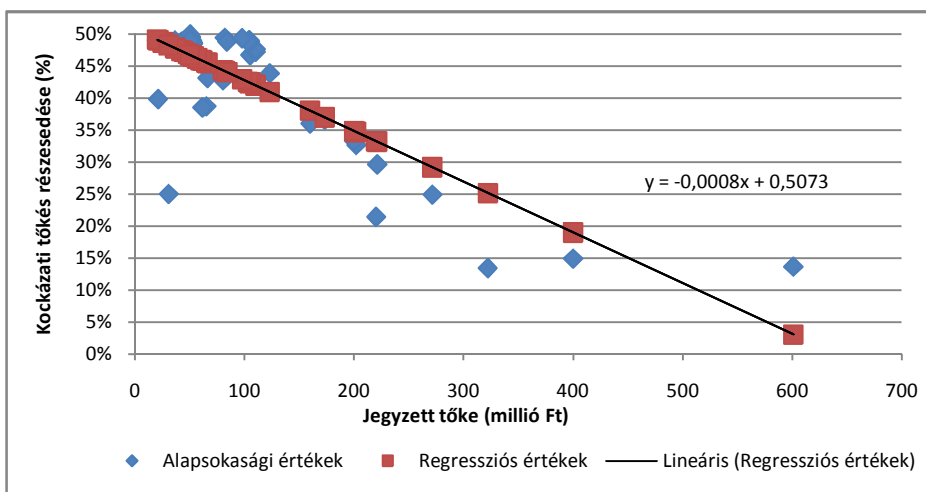
A vállalkozások *ágazatcsoportonkénti hovatarozása* nem volt jelentősebb hatással sem a befektetett tőke, sem a befektetést megelőző év jegyzett tőkéje, sem a kockázati tőkés által szerzett részesedés nagyságára vonatkozóan. A vállalkozások *KKV kategóriák szerinti klasszifikációja* statisztikai értelemben nem befolyásolta a befektetett tőke és a szerzett

részesedés nagyságrendjét, ugyanakkor jelentősebb befolyással bírt a befektetés előtti jegyzett tőke értékének meghatározottságában (közepes kapcsolat). A befektetés előtti jegyzett tőke összegének növekedésével a befektetésre kerülő kockázati tőke abszolút nagysága statisztikailag is kimutatható mértékben növekedett (pozitív irányú közepes kapcsolat), a közöttük lévő kapcsolat törvényszerűségét egy $\hat{y} = 7,69 \cdot x^{0,46}$ egyenletű hatványkitevős függvénnyel írtam le (2. ábra).



2. ábra: A jegyzett és a befektetett tőke közötti kapcsolat

Forrás: saját szerkesztés



3. ábra: A jegyzett tőke és a tőkés részesedése közötti kapcsolat

Forrás: saját szerkesztés

A jegyzett tőke növekedésével párhuzamosan a kockázati tőkés részesedése csökkent (negatív irányú szoros kapcsolat), a közöttük lévő összefüggés törvényszerűségét egy $\hat{y} = 0,5073 - 0,0008 \cdot x$ egyenletű lineáris regressziós függvénnyel írtam le (3. ábra).

A pénzügyi megfelelés (objektív mutatók) megítélése kapcsán megállapítottam, hogy a gazdálkodási múlttal rendelkező vállalkozások az objektív értékelésre adható összes pont átlagosan 61%-át érték el. A legkevesebb pontot elérő vállalkozás 31%-al jutott forráshoz. Kimutattam, hogy az elért pontszámok között jelentős a szóródás, ugyanakkor az azonos ágazatcsoportban tevékenykedők teljesítménye közelebb van egymáshoz. A vállalkozói kategóriák szerinti megoszláshoz igazodott az összpontszámok megoszlása is, a kategóriánként számított fajlagos összpontszám pedig a vállalkozások méretével párhuzamosan növekedett. Igazoltam, hogy nem indokolt vállalkozói méretkategóriákhoz, vagy ágazatcsoportokhoz igazított értékelési rendszert kialakítani, mivel sem a vállalkozások ágazatcsoportonkénti besorolása, sem a KKV kategóriák szerinti klasszifikációja statisztikai értelemben nem befolyásolta a pénzügyi kockázat mértékét, vagyis azoknak nem volt jelentősebb befolyása az objektív megítélés meghatározottságában. Az egyes objektív értékelési szempontok (mutatószámok) közül a vállalkozások tőkeellátottsági helyzete értékelhető a legjobbnak. A vizsgált szempontok közül a középvállalkozások a fizetőképesség, a kisvállalkozások az adósságfedezet, a mikrovállalkozások a bevétel arányos jövedelmezőség terén teljesítettek a legrosszabbul. Ugyanakkor a középvállalkozások „erőssége” a bevétel arányos jövedelmezőség, a kisvállalkozásoké a megfelelő fizetőképesség, a legkisebb vállalkozások pedig a fizetőképesség és a saját tőke jövedelmezősége alapján kaptak a mutatók közül jobb értékelést (a másik két méretkategóriához képest). Statisztikailag is kimutatható kapcsolatot

találtam az *ágazatcsoport*hoz való tartozás és a *tőkeellátottsági*, valamint a *saját tőke megtérülése mutatóra* kapott pontszám nagyságrendje között (közepes kapcsolat). Ez azt jelenti, hogy az ágazatcsoportonkénti besorolás meghatározó lehet

- ✓ a biztonságos működés (tőkeellátottság) és a
- ✓ a saját tőke jövedelemtermelő képességének értékelése szempontjából.

A vállalkozások KKV kategóriák szerinti klasszifikációja statisztikai értelemben egyetlen mutató esetében sem befolyásoló.

A vizsgált időpontig a kihelyezett tőke közel negyede került teljes egészében vissza az állami társasághoz. A *kilépések* többsége az eredeti tulajdonosok (esetenként nem az összes), néhány esetben a társaság által történő visszavásárlással valósult meg. *Kimutattam*, hogy az *átlagos visszavásárlási idő* 2,37 év, a szerződésben meghatározott *vételi jog átlagos időtartamánál alacsonyabb*. A meghatározott időpont (3 vagy 5 év) előtti vétel indokai: a társaság további projektet szeretne megvalósítani, melyhez pótlólagos hitelek szükségesek és a hitelező bank, vagy más társaság megfinanszírozza a KvFP kivásárlását is. A másik ok a befektetésben részesült társaság továbbértékesítése és vannak esetek, amikor a tulajdonos, vagy a társaság azért dönt a kivásárlás mellett, mert van felhalmozódott eredménytartaléka, vagy megváltozik az üzletpolitikája, vagy olcsóbb forráshoz jut. A részkivásárlások számának növekedését az is indokolta, hogy a vételi jogon felül a szerződések 2005-től már vételi kötelezettséget is előírnak, amelynek alapján általában a 3. évtől évente meghatározott névérték alapul vételével számított hozamot kell teljesíteni. Olyan *átlagos szorzószámot határoztam meg* a megvalósult exitek alapján, amely egységnyi tőkéhez kapcsolódóan a visszafizetés mértékét mutatja. A számítás 5 éves periódusra vonatkozik, a

megállapítható kockázati felár határain belül 0,25 %-os léptékben, a 3. évtől 20%, a 4. évtől pedig 25%-os névérték visszafizetési kötelezettség mellett került kalkulálásra. Az átlagos szorzószám nagyságrendje a kockázati felár növekedésével párhuzamosan emelkedik (1. táblázat).

1. táblázat: Egységnyi tőke hozammal növelt visszafizetését jelző átlagos szorzószámok, különböző kockázati felárak mellett

Kockázati felár mértéke (%)	Visszafizetés mértékét jelző átlagos szorzószám
0,25%	1,47
0,50%	1,49
0,75%	1,51
1,00%	1,53
1,25%	1,54
1,50%	1,56
1,75%	1,58
2,00%	1,60
2,25%	1,62
2,50%	1,64
2,75%	1,66
3,00%	1,68
3,25%	1,69
3,50%	1,71
3,75%	1,73
4,00%	1,76
4,25%	1,78
4,50%	1,80

Forrás: KvfP nyilvántartásai alapján számítva

3.2 Az értékelési modell

A KKV szektorból a kockázati tőke-befektetések **potenciális alanyainak kiszűrése érdekében felállítottam egy objektív paraméterezzhető minősítő modellt**, mellyel kapcsolatos *konklúzióm*, hogy egy hiánypótló, gyakorlatban

is alkalmazható és hasznosítható megoldást alakítottam ki, a minősítő rendszer hasznos döntéstámogató eszközként funkcionálhat a kockázati tőkés(ek) számára.

A **modell** egy, a vállalkozások *beszámoló adataira támaszkodó* kiválasztási mechanizmust, szisztémát tartalmaz. Kialakításakor a vezérelvem az volt, hogy olyan információs bázisra épüljön a megfeleléségi kritériumok felállítása, amely széles körben és viszonylag egyszerűen hozzáférhető (2009-től a beszámolókat elektronikus formában nyilvánosan letétbe kell helyezni). A modell paraméterezését, majd a vállalkozások beszámoló adataira történő lefuttatását követően *output*ként egy olyan vállalkozásból álló bázist kapunk, melyek beszámoló adataik alapján lehetséges befektetési célpontot jelenthetnek. A megfeleléségi kritériumok ellenőrzése az M. Excel program segítségével, különböző függvényargumentumokkal elvégezhető.

A modell 1-3. szempontja az előszűrés, 4. pontja a tájékoztatási mechanizmus részét képezi.

Az értékelési modell elemei, az objektív megfeleléségi kritériumok:

1. *KKV kategóriának történő megfelelés a 2004. évi XXXIV. törvény a kis- és középvállalkozásokról, fejlődésük támogatásáról alapján.*

A célszegmentum, vagyis a teljes hazai vállalkozói körből a KKV-k kiválasztásához a KSH Céginformációs adattára (Cég-kód-tár Company-Code-Register) nyújthat segítséget. Ennek alapján a jelzett jogszabály 3.§. 1-3. pontja alapján rögzített feltételeknek való megfelelést lehet ellenőrizni.

2. *Hatékony ügyletméret követelményének történő megfelelés.*

Az egy vállalkozásba befektethető tőke alsó határán (mely a tőkebefektető üzletszabályzatában rögzítésre kerül) alapuló hatékony ügyletméret nagyságrendje a vállalkozás szempontjából azon rendelkezésre álló jegyzett tőke és az alaptőkén felüli vagyonból (szabad eredménytartalék és tőketartalék, mérleg szerinti eredmény) történő tőkeemelési lehetőség

együttes értékének minimumát jelenti, amely meghatározza az igényelhető legkisebb tőke nagyságát.

Számítása a következő:

$$H = \frac{K_{min}}{x_{max}} - K_{min}, \text{ vagy másképpen: } H = K_{min} \cdot \left(\frac{1}{x_{max}} - 1 \right), \text{ ahol}$$

H: hatékony ügyletméret (Ft)

K_{min} : egy vállalkozásba befektethető kockázati tőke alsó határa (Ft)

x_{max} : kockázati tőkés tulajdonosi részesedésének maximális mértéke (%)

A hatékony ügyletméret követelményének azon vállalkozások felelnek meg, amelyekre teljesül az alábbi logikai vizsgálat:

$$(Jt + Tt + Et + Me) \geq H$$

Jt: Jegyzett tőke az utolsó lezárt mérleg szerint (Ft)

Tt: Tőketartalék az utolsó lezárt mérleg szerint (Ft)

Et: Eredménytartalék az utolsó lezárt mérleg szerint (Ft)

Me: Mérleg szerinti eredmény az utolsó lezárt mérleg szerint (Ft)

3. Pénzügyi megfeleléség megítélése.

A pénzügyi megfeleléség értékeléséhez a mutatószámok megválasztására, azok minimálisan elvárt értékeinek meghatározására, nagyságrendjüktől függő pontozási rendszer kialakítására, valamint az összpontszámra vonatkozó küszöbérték meghatározására van szükség. A vizsgált kockázati tőkés értékelési rendszere alapján a javasolt mutatószámok:

- Likviditási mutató $\left(\frac{\text{Forgóeszközök}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}} \right)$
- Likviditási gyorsráta $\left(\frac{\text{Forgóeszközök} - \text{Készletek}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}} \right)$
- Tőkeellátottsági mutató $\left(\frac{\text{Saját tőke}}{\text{Eszközök összesen}} \cdot 100 \right)$
- Árbevétel-arányos adózás előtti eredmény $\left(\frac{\text{Adózás előtti eredmény}}{\text{Értékesítés nettó árbevétele}} \right)$
- Adósság visszafizetési képesség $\left(\frac{\text{Adózott eredmény} + \text{Értékcsökkenés}}{\text{Összes kötelezettség}} \right)$
- Saját tőke megtérülése $\left(\frac{\text{Adózott eredmény}}{\text{Saját tőke}} \cdot 100 \right)$

A pénzügyi megfeleléség értékelésére vonatkozó javasolt elfogadhatósági limit ($x_{\text{küszöb}}$) - a vizsgált kockázati tőkés portfóliójának vizsgálatából levont következtetések alapján - a mutatószámokra adható összpontszám 30%-ában került meghatározásra. Ennek alapján azon vállalkozásoknak tekinthető még elfogadhatónak a pénzügyi kockázata, amelyre teljesül, hogy a vállalkozás mutatószámokra adott összes pontszáma $> x_{\text{küszöb}}$.

4. Elvárt hozam kigazdálkodására való képesség megítélése.

Adott vállalkozás számára előre meghatározott befektetési periódusra, elvárt hozam értékkel és igénybe vett kockázati tőke összegére vetítve bemutatásra kerül a visszafizetés időtartama alatt szükséges kigazdálkodandó adózott eredmény, mely a vállalkozás számára iránymutatásul szolgál egy tervezett beruházás elfogadhatóságának megítélésékor, amennyiben annak finanszírozását a kockázati tőke szolgálná. Az adott befektetési periódusra vonatkozó adózott eredmény generálásához szükséges megadni a következő paramétereket: a befektetés időtartama, az elvárt hozam, a hozamszámítás módja, a tőkejuttatás adható minimális és maximális összege. Adott tőkejuttatás kapcsán az alábbi információk állnak a vállalkozások rendelkezésére, vagyis a modell 4. pontjának outputjai a 2. számú táblázatban rögzítettek szerint kerülnek összefoglalásra.

2. táblázat: Output tábla a modell 4. pontjához

Kockázati tőke (ezer Ft)	Szükséges tőkeemelés (ezer Ft)	Kockázati tőkés részesedésének mértéke (%)	Adózott eredmény átlagos növekedési üteme (növév)	Kigazdálkodandó adózott eredmény (ezer Ft)		
				1. év	...	n. év

Forrás: saját szerkesztés

A befektetési periódus végére a juttatott tőke elvárt *hozammal* növelt összegét kell visszafizetni, amely a következőképpen számítható:

$$KÉ = K \cdot (1 + r_{elvárt})^n, \text{ ahol:}$$

KÉ: kilépéskori érték (Ft)

K: tőkejuttatás összege, mértéke adott vállalkozás esetében K_{\min} és

K_{\max} -egyéni között terjedhet (Ft)

$r_{elvárt}$: kockázati tőkés által elvárt hozam átlagos éves mértéke (%)

n: befektetési periódusok száma (év)

A maximálisan nyújtható tőke kétféle nagyságrendjét is meg kell különböztetni: egyik valamennyi vállalkozásra érvénytel bíró, paraméterként megadásra kerülő felső határ (K_{\max}), a másik pedig az egyes vállalkozásokra a rendelkezésre álló tőkeemelési lehetőségük figyelembe vételével kalkulált maximális érték (K_{\max} -egyéni). Ez utóbbi logikai vizsgálattal egybekötött számítása a következő:

$$\text{ha } (Jt + Tt + Et + Me) \cdot \left(\frac{1}{1-x_{\max}} - 1\right) \leq K_{\max},$$

$$\text{akkor } K_{\max\text{-egyéni}} = (Jt + Tt + Et + Me) \cdot \left(\frac{1}{1-x_{\max}} - 1\right) \text{ és}$$

$$\text{ha } (Jt + Tt + Et + Me) \cdot \left(\frac{1}{1-x_{\max}} - 1\right) \geq K_{\max},$$

$$\text{akkor } K_{\max\text{-egyéni}} = K_{\max}.$$

Adott K összegű tőkejuttatás esetén *szükséges tőkeemelés* ($T_{em(sz)}$) logikai vizsgálattal egybekötött kalkulációja az alábbi:

$$\text{ha } Jt < \frac{K}{x_{\max}} - K \text{ vagy másképp: } K \cdot \left(\frac{1}{x_{\max}} - 1\right), \text{ akkor } T_{em(sz)} = K \cdot \left(\frac{1}{x_{\max}} - 1\right) - Jt,$$

$$\text{ha } Jt \geq K \cdot \left(\frac{1}{x_{\max}} - 1\right), \text{ akkor } T_{em(sz)} = 0, \text{ ahol:}$$

$T_{em(sz)}$: adott összegű tőkejuttatás miatt szükséges tőkeemelés (Ft),

Adott tőkeemeléshez szükséges nagyságrend beszámíthatóságának feltétele, hogy az legfeljebb a tőkeemelésre fordítható maximális összeget ne haladja meg, így az előbbieket után a következő vizsgálatot is szükséges végrehajtani:

ha $T_{em(sZ)} \leq T_{em(max)} = Tt + Et + Me$, akkor $T_{em(m)} = T_{em(sZ)}$ és

ha $T_{em(sZ)} > T_{em(max)} = Tt + Et + Me$, akkor $T_{em(m)} = T_{em(max)}$, ahol

$T_{em(m)}$: adott összegű tőkejuttatáshoz kapcsolódó megvalósítható
tőkeemelés (Ft),

$T_{em(max)}$: maximális tőkeemelési lehetőség adott vállalkozás esetén (Ft),
amely a Tt , Et és Me értékösszege, amennyiben azok
bármelyikének értéke nagyobb 0.

Az adózott eredmény éves átlagos növekedési üteme a következőképpen
számítható:

a) Ha a vállalkozás korábbi felhalmozódott eredményétől függetlenül,
vagyis tisztán a tőkejuttatás következtében megkövetelt növekményt
kívánjuk kimutatni, akkor $\ddot{u} = \sqrt[n]{K\acute{E}} - 1$, ahol:

\ddot{u} : Adózott eredmény éves átlagos növekedési üteme (növekedés/év)

b) Amennyiben figyelembe vesszük adott összegű tőkejuttatás esetén a
tőkeemelésre fel nem használt eredménytartalékot, mérleg szerinti
eredményt, mint felhasználható bázist a kilépéskori érték
kigazdálkodásához, akkor a képlet a következőre módosul:

$$T_{em(max)} - T_{em(m)} - Tt > 0, \text{ akkor } \ddot{u} = \sqrt[n]{\frac{K\acute{E}}{T_{em(max)} - T_{em(m)} - Tt}} - 1$$

Ha az utolsó mérleg szerinti eredmény és/vagy az eredménytartalék
veszteséget mutat vagy 0, az azt jelenti, hogy a vállalkozásnak nincs
olyan eredménye, amely beszámításra kerülhet a kilépéskori érték
teljesítésében. Ekkor ismételten az a) pontban jelzett számítási módszer
alkalmazható, vagyis:

$$T_{em(max)} - T_{em(m)} - Tt \leq 0, \text{ akkor } \ddot{u} = \sqrt[n]{K\acute{E}} - 1$$

Figyelembe kell venni, hogy adott beruházásra vonatkozó üzleti tervhez képest csak az a) pont szerinti megoldás nyújthat összehasonlítási alapot, az utóbbi a kilépéskori érték teljesíthetőségének biztonságosságára ad jelzést.

Ha a vállalkozás korábbi felhalmozódott eredményétől függetlenül, vagyis tisztán a tőkejuttatás következtében megkövetelt *eredmény növekményt* mutatjuk ki (a) eset), akkor:

$$E_{szint(n)} = E_{szint(n-1)} \cdot (1 + \ddot{u}), \text{ ahol:}$$

$$E_{szint(n)} = \text{eredmény n. évi megnövekedett szintje (Ft)}$$

$$E_{szint(n-1)} = \text{eredmény n-1. évi megnövekedett szintje (Ft)}$$

Ha a rendelkezésre álló felhasználható eredményt is figyelembe vettük a növekedési ütem számításakor (b) eset), akkor:

$$E_{szint(1)} = (T_{em(max)} - T_{em(m)} - T_t) \cdot (1 + \ddot{u}) \text{ és}$$

$$E_{szint(n=2\dots n)} = E_{szint(n-1)} \cdot (1 + \ddot{u}), \text{ ahol:}$$

$$E_{szint(1)} = \text{eredmény 1. évi megnövekedett szintje (Ft)}$$

A *kigazdálkodandó eredmény többlet* a befektetési időszak alatt az egyes periódusokban valamennyi változat esetén:

$$E_{növe(n)} = E_{szint(n)} - E_{szint(n-1)}, \text{ ahol:}$$

$$E_{növe(n)} = \text{eredmény növekmény az n. évben}$$

Az output táblában feltüntetésre kerül adott összegű tőkejuttatás esetén a *kockázati tőkés megszerzett tulajdoni hányadának* mértéke, mely hasznos információt nyújt a vállalkozás számára. Számítása:

$$x_K = \frac{K}{Jt + T_{em(m)} + K}, \text{ ahol}$$

x_K : kockázati tőkés tulajdonosi részesedésének mértéke K összegű tőkejuttatás esetén (%)

A felállított objektív paraméterezhető minősítő modellt **a zalaegerszegi székhelyű kis- és középvállalkozások** körében **teszteltem**. *Konklúzióm,*

hogy igazolódott a minősítő rendszer eredményes használhatósága, mivel az valamennyi vizsgált vállalkozás adatain lefuttatható volt, értelmezhető eredményekre vezetett és lehetővé tette a vállalkozói kör megfelelő kategorizálását. A tesztelés szerint a zalaegerszegi székhelyű kis- és középvállalkozások nagy többsége, 65%-a a megadott paraméterek alapján alkalmasnak bizonyult a kockázatitőke-befektetés fogadására.

3.3. Marketing koncepció

A kockázatitőke-finanszírozás igénybevételének hatékony ösztönzése érdekében *kialakítottam egy vállalkozásokra szabott marketing koncepciók rendszert*, amelynek végrehajtásába közreműködők, elsősorban *hitelintézetek kapcsolódnak be*. A kidolgozást indokolta, hogy a vállalkozásokkal kialakított megfelelő párbeszéd, kommunikációs megoldás kulcsfontosságú a modell eredményes hasznosítását illetően, illetve az, hogy az állami finanszírozó esetében megállapítottam a megfelelő marketingstratégia hiányát, a marketing területre fordítható kiadások visszafogásának kényszerét.

A kidolgozott marketing koncepció megvalósításával kapcsolatban *két forgatókönyvet állítottam fel*. *Közreműködő bekapcsolása* esetén a *hitelintézetek oldaláról* vizsgáltam meg a lebonyolításban való részvétel előnyeit, mivel egyrészt a bankok legalább saját ügyfélkörükön belül már rendelkezhetnek a kiválasztásra került, potenciális célcsoport egy részének elérhetőségével, másrészt pedig érdekeltek a KKV ügyfélkör megtartásában, illetve bővítésében, mivel a szektorban még viszonylag nagy növekedési potenciál lehet. *Azonosítottam a hitelintézetek számára adódó hozadékokat*: az információ szolgáltatás révén kialakult ügyfél lojalitás annak minden előnyével, a kapcsolódó termékfejlesztés révén igénybe vett termékekből

adódó haszon. A kiválasztott *vállalkozás számára* pedig a hiteles közvetítőn keresztül kapott információ idő és költség megtakarítással jár, nem beszélve egy, a számára addig éppen ismeretlen finanszírozási forráshoz jutás lehetőségére való felhívásból adódó előnyökre. Felmerült a kérdés, hogy *érdekelte-e a bank úgynevezett „versenytermék” közvetítésében*, nem érinti-e kedvezőtlenül a kockázatitőke-típusú finanszírozás igénybevételére való ösztönzés a bank által ajánlott hiteltermékek keresletét? *Megállapítottam*, hogy a hitel és kockázatitőke-típusú finanszírozás másféle kötelezettségeket (elkötelezettséget) jelent az igénybe vevőnek, melyek vállalhatósága dönti el alapvetően a két forrás közötti választást. A hitel és kockázatitőke-típusú finanszírozás tehát inkább kiegészítő-, mintsem verseny terméként kezelhető, melyet a 3. táblázat segítségével igazolok.

3. táblázat: A hitel- és kockázatitőke-típusú finanszírozás főbb különbségei

Jellemzők	Hitel	Kockázati tőke
Típus	kötelezettség típusú	részesedés típusú
A finanszírozó részt vesz a tulajdonosi struktúrában	nem	igen
A futamidő alatti visszafizetési kötelezettség	van	általában nincs
Tőkekivonás megvalósítása a vállalkozást	érinti (visszafizetéssel)	bizonyos esetekben nem érinti (pl. más befektetőnek történő eladással)
A finanszírozással vállalt üzleti kockázat	a hagyományos banki finanszírozási ügyletek számára többnyire elfogadható	a hagyományos finanszírozási ügyletek számára többnyire már elfogadhatatlan
Szakmai tapasztalatok, szakértelem, piaci kapcsolatok rendelkezésre bocsátása	nincs	általában van

Forrás: saját szerkesztés

Közreműködő bekapcsolása nélkül a kockázatitőke-finanszírozás növelésében érdekelt (tőkefinanszírozó társaság vagy személy) a modell lefuttatását és a marketing feladatok végrehajtását is elláthatja, és a várható növekvő igénybevételből adódó hozam realizálásával számolhat.

Meghatároztam az ajánlat két fő tartalmi elemét, amely:

- egyrészt a *kockázatitőke-finanszírozás* lényegi elemeinek, a finanszírozás mechanizmusának, előnyeinek kiemelése, melynek célja a *kapcsolódó információhiány pótlása, figyelemfelkeltés;*
- másrészt az *adott vállalkozásra* a kidolgozott *modell által generált eredmények* közlése, melynek funkciója *az objektív adatok alapján történő megfelelésesség kvantitatív adatokkal történő alátámasztása.*

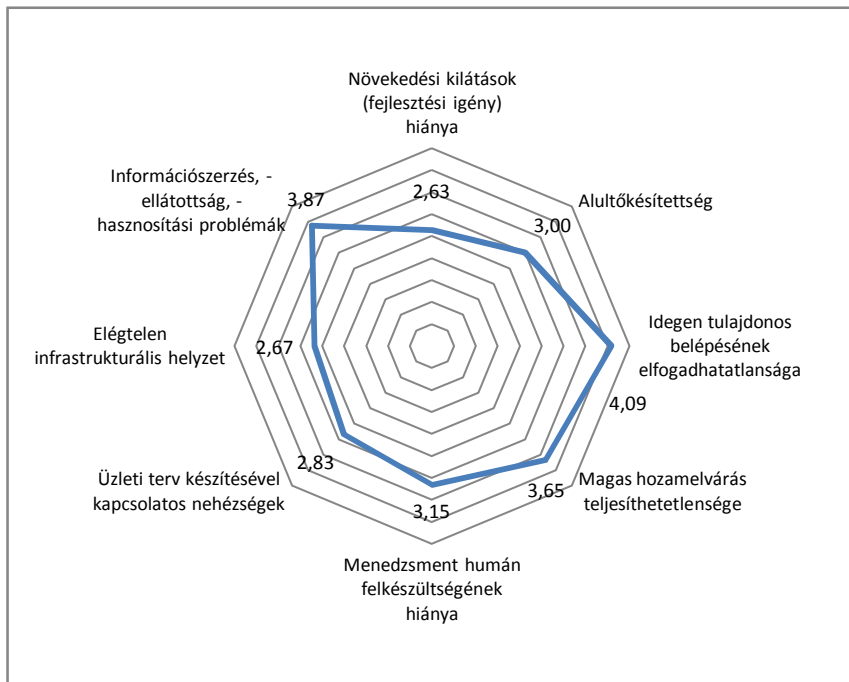
Az első tartalmi elembe *szükségesnek tartom* beépíteni az Esettanulmányok (ld. 3.5. fejezetpont) készítése során feltárt pozitív vállalkozói tapasztalatokat, melyek hozzájárulhatnak a forrástípus „népszerűsítéséhez”. A tájékoztató terjedelmét, a címzethez való eljuttatás költségigényét, valamint a vállalkozások elektronikus elérhetőségének növekedését figyelembe véve a vállalkozások felhívásának *releváns eszköze* a *DM*, illetve az *internet*.

3.4. A kockázatitőke-finanszírozást korlátozó tényezők a KKV szektorban – egy kérdőíves felmérés eredményei

A KKV-k a finanszírozás területéhez történő hozzáállásának, viszonyának megítéléséhez, a kockázatitőke-finanszírozás igénybe vételét korlátozó tényezők azonosításához kérdőívet készítettem, melyet a Zala megyében székhellyel rendelkező, a vonatkozó jogszabály értelmében mikro-, kis- és középvállalkozásoknak minősülő társaságok körében tölttettem ki. A kapott *eredmények* alapján arra a *következtetésre* jutottam, hogy fontos eredményekkel gazdagítom a hazai vállalkozások kockázatitőke-igényének megismeréséről hiányzó kutatói tapasztalatokat, illetve hozzájárulok az értékelési modell felállításának, illetve a marketing koncepció kialakításának indokoltságához.

A kérdőíves felmérés alapján tett megállapításaim:

- a vállalkozásoknál a belső források felhasználása az elsődleges a külső forrásokkal szemben,
- a külső források közül a tőke típusú források a legkevésbé „népszerűek”,
- nem érvényesült teljes mértékben a hierarchia elmélet sorrendje (*Béza és szerzőtársai, 2007*), vagyis a tőke típusú források megelőzik a hitel típusúakat a finanszírozási döntések során,
- a finanszírozási és beruházási döntések nem függetlenek,
- a vállalkozások nem törekednek forrásszerkezetük optimalizálására,
- a külső források közül a vállalkozások legfőképpen a rendelkezésre állás időigénye alapján választanak,
- a vállalkozások jelentős többsége (a minta 85%-a) nem rendelkezik megfelelő információval a kockázati tőkét illetően,
- jelentős nagyságrendű célcsoport jelölhető meg a kockázati tőke-finanszírozás potenciális igénybevevőjeként a kinyilvánított érdeklődés (a vállalkozások fele) alapján,
- a kockázati tőke igénybevételenek legfontosabb elutasító indokai: az idegen tulajdonos belépésének elfogadhatatlansága, a hozam kigazdálkodásra vonatkozó elvárás teljesíthetetlenségével kapcsolatos vélekedés, az információhiány (*4. ábra*),
- a vállalkozások alapvetően rendelkeznek a tőkeforrás elnyerésének egyik alapfeltételeként megjelölhető beruházási, fejlesztési elképzelésekkel,
- bizonyos mértékben hatással van a kockázati tőke ismertségére a vállalkozás adott életciklusban tartózkodása, kora, ágazatcsoportonkénti hovatartozása és a vállalkozás mérete is (közepes kapcsolat),
- az ágazatcsoportok szerinti orientáció kisebb (közepes kapcsolat), a vállalkozás kora nagyobb mértékben (szoros kapcsolat) határozza meg a kockázati tőke igénybe vétele iránt megnyilvánuló attitűdöt.



4. ábra: A kockázati tőke-finanszírozás igénybe vétele útjában álló akadályok értékelése 5 fokozatú Likert-skálán

Forrás: kérdőíves kutatás alapján szerkesztve

3.6. Esettanulmányok

Általános érvényességű tapasztalatok, ajánlások, javaslatok, következtetések megfogalmazásához *esettanulmányokat* készítettem a célcsoportból befektetésben részesült egy gépiparban, és két élelmiszeriparban tevékenykedő vállalkozásnál. *Ennek során kiemeltem a kockázati tőke-finanszírozás pozitív tapasztalatait, melyeket szükségesnek tartok a forrástípus „népszerűsítése” érdekében az 3.3. pontban szereplő marketing koncepció keretében kialakított ajánlat első tartalmi elemébe beépíteni:*

- az állami kockázati tőke-finanszírozás a *piaci árakhoz hasonló* (akár egy vállalkozói hitel) hozam kitermelési kötelezettséget jelent,

- a jelentési kötelezettségek miatt a finanszírozott *cég rákényszerül az eredmény figyelésére*, így az esetleges jövőbeni *kockázatok jobban felbecsülhetők, azokra fel lehet készülni*,
- a tőketársaság *eredmény elvárása ösztönző hatású*, azaz érdekeltté teszi a céget is eredmény termelésére (ellenkező esetben szankciók kerülnek megállapításra),
- *rugalmas, egyszerű ügyintézés* valósul meg, az *adatszolgáltatási kötelezettség az internetes elküldési lehetőséggel*, előre meghatározott formátumban a szükséges adatok feltöltésével aránylag *egyszerűen megoldható*,
- a forrást biztosító tulajdonosként (idegenként) való belépésével kapcsolatos *elutasító vállalkozói szemlélet oldható az átmeneti jelleg tudatosításával*.

A kockázati tőke igénybe vételének *nemzetgazdasági szintű további előnye*, hogy a vállalkozást rákényszeríti a legális működésre, vagyis hozzájárul a *feketegazdaság méretének csökkentéséhez*, illetve a vállalkozások *transzparens működésének javításához*.

A tőkefinanszírozás ösztönzésének elősegítése érdekében eredményeim alapján mind a szektor vállalkozásai, mind az állami tőkefinanszírozó, mind a kormányzat oldaláról több *ajánlást* is megfogalmaztam, melyeket a 6. Javaslatok pontban foglaltam össze.

3.7. SWOT analízis

A kockázati tőke-finanszírozásra vonatkozóan két **SWOT analízist** készítettem, **egyrészt a KKV szektorba tartozó vállalkozások**, másrészt **az állami kockázati tőkés(ek) szempontjából**. *Következtetésem*, hogy a strukturált összefoglalók alkalmasak a megállapítások rendszerezésére, a

fejlesztési irányvonalak jelzésére, a kidolgozott modell szükségességének alátámasztására. Az elkészült táblák tartalmát kölcsönhatás mátrixok segítségével *elemeztem*, melynek kapcsán *megállapítottam*, hogy a táblák jól kitöltöttek, mivel minden erősség és gyengeség találkozott legalább egy lehetőséggel vagy veszéllyel (*Faragó, 2001*). Mivel a SWOT táblák statikus állapotot tükröznek, folyamatos felülvizsgálatukat *javaslom*.

SWOT analízis a KKV szektor aspektusából:

Erősségek	Gyengeségek
Beruházási hajlandóság Személyes benyomás meggyőző ereje	Pénzügyi/gazdasági végzettséggel rendelkezők alacsony száma a menedzsmentben (szakmai kvalifikáció hiánya) Információhiány (szerzés és hasznosítás problémái) Viszonylag alacsony jövedelemtermelő képesség és termelékenység Az idegen tulajdonos belépésével szembeni ellenállás
Lehetőségek	Veszélyek
Kockázati tőke relatív túlkínálata Az állami források alacsony hozamelvárása Piacnyitási potenciál Helyszíni szemle Átalakulási lehetőség Képzési kínálat a menedzsment humán felkészültségének javítása érdekében Információs rés csökkentése megfelelő tájékoztatási tartalommal, marketing kommunikációval, közreműködők bekapcsolódásával Kockázati tőke-finanszírozás összekapcsolása forgóeszköz finanszírozással Eljárási idő csökkentése Jogszabály-harmonizáció	A hozamok terén kialakult aszimmetria Szabályozási környezet kiszámíthatatlansága Euró bevezetésének eltolódása Kihasztnátlan kockázati tőke kapacitás

SWOT analízis az állami kockázati tőkefinanszírozó(k) aspektusából:

Erősségek	Gyengeségek
<p>Megfelelő tőkekínálat</p> <p>Jó kapcsolat kialakítási gyakorlat</p> <p>Rugalmas ügyintézés</p> <p>Megfelelő befektetési gyakorlat</p> <p>Viszonylag alacsony hozamelvárás</p>	<p>Marketingstratégia hiánya</p> <p>Költségtakarékos működés</p> <p>A magánszektorbeli befektetők gyakorlatától részben különböző követelmények</p>
Lehetőségek	Veszélyek
<p>Kockázati tőke iránt megnyilvánuló érdeklődés</p> <p>Vállalkozások elektronikus elérhetőségének terjedése</p> <p>Marketing kommunikáció javítása hiteles közreműködők bekapcsolásával, megfelelő tájékoztatási tartalommal</p> <p>Megfelelő összhang a megfelelőségi kritériumrendszerben az állami kockázati tőke-finanszírozás különböző szintjein</p> <p>A magánszektorbeli befektetők gyakorlatához közelebbi követelmények meghatározása</p> <p>Kockázati tőke-befektetést ösztönző vállalkozásfejlesztési politika</p>	<p>A marketing kiadások csökkentésének kényszere</p> <p>A konstrukcióhoz kapcsolódó ismeretek hiánya miatti kihasználatlanság</p> <p>„Felülről jövő” szabályalkotás</p>

4. KÖVETKEZTETÉSEK

A doktori értekezés *fő célkitűzése* az volt, hogy a tanulmány közvetlen célcsoportjaként megjelölt hazai KKV szektor fejlődéséhez, növekedéséhez elérhetőbbé váljon a kockázatitőke-finanszírozás kapcsán rendelkezésre álló külső finanszírozás. A szekunder adatok elemzése alapján igazoltam, hogy a tőkehiányt a jelzett vállalkozói csoport vonatkozásában jelentősebb szerepet játszó állami kockázati tőke a szektor csak egy nagyon kis hányada számára tudta enyhíteni. A két fél egymásra találását hatékonyabban segítő mechanizmus kialakítását a tőkebefektetések iránti érdeklődés és a pozitív elbírálásban részesült kérelmek számának csökkenő tendenciájával is alátámasztottam. A tőkepótláson keresztül fejlesztések, beruházások megvalósításával a *jelzett szektor vállalkozásainak* hosszú távú fennmaradásához, működőképességének, folyamatos illetve bővülő piaci jelenlétének, a versenyben való helytállásának, továbbfejlődésének biztosításához lehet hozzájárulni. *Makrogazdasági szinten* a kockázatitőke-finanszírozás bővülése az innováció erősítését, a vállalkozások növekedésén keresztül a GDP, illetve az export növekedését, a foglalkoztatás bővülését támogathatja. *Területi szinten* pedig az országon belüli gazdasági (társadalmi) különbségek mérséklését segítheti. A *kidolgozott kiválasztási mechanizmus és a kapcsolódó vállalkozásra szabott marketing koncepció segítségével* mind az állami, mind az üzleti szférában tevékenykedő *befektetői csoportok* (befektetési alapok, társaságok, magánszemélyek) közvetlenül találhatnak potenciális célpontot. A kérdőív és az esettanulmányok során kapott eredményekből levont következtetések és javaslatok hozzájárulhatnak ahhoz, hogy mind a tőkét biztosító, mind a potenciális vállalkozások számára hatékonyabbá váljon a forrás eljuttatása, illetve elérhetősége.

5. ÚJ TUDOMÁNYOS EREDMÉNYEK

1. **Összefüggéseket mutattam ki, tendenciákat tártam fel a KKV-k állami forrásból megvalósuló kockázatitőke-finanszírozását illetően,** melyek közül a legfontosabbak a következők: Kimutattam, hogy az állami forrású kockázati tőke főként a *kisvállalkozások* beruházási elképzeléseit támogatta, és elsősorban a *feldolgozóipar*, másodsorban a *szolgáltató* ágazatcsoport *versenyképességének javításához járult hozzá*. A jegyzett- és a befektetésre kerülő tőke között pozitív irányú, közepes kapcsolatot tártam fel, mely törvényszerűséget egy $\hat{y} = 7,69 \cdot x^{0,46}$ egyenletű hatványkitevős függvénnyel írtam le. A jegyzett tőke és a kockázati tőkés szerzett részesedésének mértéke között negatív irányú, szoros kapcsolatot azonosítottam, a kapcsolatot leíró lineáris regressziós függvény egyenlete pedig $\hat{y} = 0,5073 - 0,0008 \cdot x$. A *vállalkozások méretével* párhuzamosan nőtt a fajlagos tőkejuttatás, ellentétes irányban alakult a tőkés által szerzett átlagos részesedés. Kimutattam *az egyes méretkategóriák egymáshoz viszonyított „erősségét” és „gyengeségét”* az alábbiak szerint:

Méretkategória	„GYENGESEÉG”	„ERŐSSÉG”
KÖZEPES	fizetőképesség	bevétel arányos jövedelmezőség
KIS	adósságfedezet	fizetőképesség
MIKRO	bevétel arányos jövedelmezőség	saját tőke jövedelmezősége

Megállapítottam, hogy az *azonos ágazatcsoportban működők pénzügyi teljesítménye közelebb áll egymáshoz*, ezen belül a vállalkozások az eszközök saját tőkével való finanszírozását illetően teljesítettek a legjobban. Igazoltam, hogy *nem indokolt vállalkozói méretkategóriákhoz, vagy ágazatcsoporthoz igazított értékelési rendszert kialakítani*. Kimutattam, hogy az *átlagos visszavásárlási idő 2,37 év*, a szerződésben

meghatározott vételi jog átlagos időtartamánál alacsonyabb, melynek azonosítottam főbb indokait. Olyan *átlagos szorzószámot* határoztam meg, amely egységnyi tőkéhez kapcsolódóan a visszafizetés mértékét mutatja.

2. Egy olyan **objektív szempont- és értékelési rendszert állítottam fel**, amelynek segítségével kiszűrhetők a kockázati tőke-befektetések potenciális alanyai a KKV szektorból. A modell a vállalkozások (már elektronikusan is elérhető) beszámoló adataiból nyerhető számszerűsített adatok felhasználására, valamint a kockázati tőkés(ek) oldaláról meghatározható paraméterek megadására támaszkodik. A megfelelőségi kritériumok súlypontjai: a KKV kategóriának, a hatékony ügyletméret követelményének történő megfelelés, a pénzügyi kockázat, illetve a kockázati tőkés által elvárt hozam kigazdálkodására való képesség megítélése. Megállapítottam, hogy az érdekelt preferenciarendszerének megfelelően paraméterezett objektív minősítő modell *eredményesen* használható, mivel az a vizsgálatba bekerült valamennyi vállalkozásra lefuttatható, értelmezhető eredményekre vezetett és lehetővé tette a vállalkozói kör megfelelő osztályozását. A tesztelés alapján a zalaegerszegi székhelyű kis- és középvállalkozások 65%-a a megadott paraméterek szerint alkalmasnak minősült a kockázati tőke fogadására.
3. **Kialakítottam** egy (az értékelési rendszer alapján megfelelt) vállalkozásokra szabott **marketing koncepciók rendszerét, elérési technikát**, amelynek végrehajtásába közreműködők, elsősorban *hitelintézetek kapcsolódnak be*, s amelynek keretében kialakított *tájékoztatói tartalom* magában foglalja a kialakított értékelési modell által generált adatokat. A vállalkozások felhívásának *releváns eszköze* a *DM*, illetve az *internet*. Kialakítottam az *ajánlat két fő tartalmi elemét*: a kockázati tőke-finanszírozás lényegi elemeinek, a finanszírozás

mechanizmusának, előnyeinek kiemelése, melynek célja az információhiány pótlása, figyelemfelkeltés; valamint az adott vállalkozásra a modell által generált eredmények közlése, melynek funkciója az objektív megfelelés kvantitatív adatokkal történő alátámasztása. Az első tartalmi elembe *javaslom* beépíteni az 5. pontban (ld. lejjebb) felsorolt feltárt pozitív vállalkozói tapasztalatokat. *Következtetésem*, hogy a kialakított rendszer hozzájárul a piacot jellemző információhiány pótlásához, az információs rés csökkentéséhez, a kidolgozott modell eredményes hasznosításához.

4. **Azonosítottam a kockázati tőke-finanszírozás igénybe vételét korlátozó tényezőket** a KKV-k körében, melyek közül a három *legkritikusabb* fontossági sorrendben: az idegen tulajdonos belépésének elfogadhatatlansága, az információhiány (szerzés, ellátottság, hasznosítás problémái), a hozam kigazdálkodásra vonatkozó elvárás teljesíthetlenségével kapcsolatos vélekedés. *Közepes fajsúlyú* probléma a menedzsment humán felkészültségének hiánya, az alultőkésítettség, *kevésbé jelent problémát* megfelelő üzleti terv elkészítése és a meglévő infrastrukturális helyzet. *Legkevésbé* tartja távol a vállalkozásokat a forrástípustól beruházási, fejlesztési elképzeléseik hiánya.

Megállapítottam, hogy *a vállalkozások jelentős hányada nem rendelkezik megfelelő információval* a forrástípust illetően (a minta 85%-a), illetve hogy jelentős nagyságrendű célcsoport jelölhető meg potenciális igénybevevőként a *kinyilvánított érdeklődés* alapján (a minta fele). Kimutattam, hogy *hatással van* a kockázati tőke *ismertségére* a vállalkozás adott életciklusban tartózkodása, kora, ágazatcsoportonkénti hovatartozása és a vállalkozás mérete (közepes), továbbá a kockázati tőke *igénybe vétele iránt megnyilvánuló attitűdöt* az ágazatcsoportok szerinti orientáció (közepes) és a vállalkozás kora (szoros kapcsolat)

befolyásolja. Megállapítottam, hogy *az igénybevétel esélyét növelheti* a megfelelő tartalmú tájékoztatás, a vállalkozásoknál a pénzügyi/gazdasági kvalifikációbeli hiányosságok megszüntetése, a forrást biztosítónál pedig az eljárási idő csökkentése.

5. **Általános relevanciával bíró tapasztalatokat, ajánlásokat** fogalmaztam meg, következtetéseket vontam le a célcsoportban megvalósult tőkebefektetések alapján. Kiemeltem a kockázattőkefinanszírozás *pozitív hatásait a KKV-kra* nézve, melyek megfelelő publicitás esetén (a 3. pontban szereplő ajánlat tartalmi elemeként) a forrástípus „népszerűsítéséhez” is hozzájárulnak: az állami forrású tőkejuttatás a piaci árakhoz hasonló hozam kitermelési kötelezettséget jelent; rugalmas, egyszerű ügyintézés valósul meg; a jelentési kötelezettségek miatti eredményfigyelés következtében a jövőbeni kockázatok jobban felbecsülhetők; az eredményelvárás ösztönző hatású. Nemzetgazdasági szintű előny a gazdaság kifehéritéséhez történő hozzájárulás, a szektorra jellemző transzparencia hiányának oldása.
- A kockázati *tőkét biztosító* számára javasoltam a menedzsment értékelésénél a szakmai kvalifikáció meglétét hangsúlyosabban figyelembe venni a létszám helyett; helyszíni szemlét minden esetben lebonyolítani; a tőke kivonás időpontját rugalmasabban kezelni, a juttatott tőke nagyságrendjétől azt részben függetleníteni és az ágazati megtérülést figyelembe venni; a kockázati tőkefinanszírozási konstrukciót összekapcsolni bizonyos szintű forgóeszköz finanszírozással; az együttműködési szerződések standardizáltságát oldani; a finanszírozás „burkolt hitelnyújtás” jellegét megszüntetni; a kockázati tőkés tulajdonosi szerepének átmeneti jellegét hangsúlyozni; a *vállalkozások* részére pedig a visszavásárlási technikával kapcsolatosan az adóterhelés előzetes optimalizációjával foglalkozni. Megállapítottam,

hogy *hozzájárul a tőkefinanszírozás terjedéséhez* a kis- és közép vállalkozások beruházásai kapcsán érvényesíthető adóalap csökkentési lehetőség érvényesíthetőségi feltételénél a kockázati tőke igénybe vétele miatti tulajdonosváltás kivételként való megjelölése az 1996. évi LXXXI. törvény a társasági adóról és az osztalékadóról 7.§. 11. bekezdésének a), pontjában, a konstrukcióhoz kapcsolódó ismeretek hiányának pótlása (a pénzügyi szférában is), a hozamok terén kialakuló aszimmetria oldása, a kiszámíthatóság javítása és a mielőbbi euró bevezetés.

6. **Két SWOT analízist** állítottam össze a kockázati tőke-finanszírozásra vonatkozóan, egyrészt a KKV szektorba tartozó vállalkozások, másrészt az állami kockázati tőkés(ek) aspektusából. Megállapítottam, hogy az elkészített strukturált összefoglalók *alkalmasak* a megállapítások rendszerezésére, a fejlesztési irányvonalak jelzésére, és a kidolgozott modell szükségességének alátámasztására. *Javaslom* az elkészült SWOT táblák *folyamatos felülvizsgálatát* a változó körülményeknek megfelelően.

6. JAVASLATOK

Mind az állami, mind az üzleti szférában tevékenykedő *befektetői csoportok* (befektetési alapok, társaságok, magánszemélyek) számára ajánlom a kidolgozott *értékelési modellt* a potenciális befektetési célpontnak minősíthető vállalkozások közvetlen kiválasztására alkalmazni.

Javaslataimat további három csoportba soroltam:

1. *A KKV-k oldaláról:*

- a menedzsmentet megerősíteni pénzügyi/gazdasági kvalifikáció terén,
- a konstrukcióhoz kapcsolódó ismeretek hiányát pótolni a finanszírozást kereső cégek (és a pénzügyi szféra) esetében, az esettanulmányok során feltárt pozitív vállalkozói tapasztalatok megismerhetőségét biztosítani,
- a kockázati tőkés „idegenként” történő belépésével kapcsolatos elutasító tulajdonosi szemléletet oldani az átmeneti jelleg, a jól prosperáló cégből történő biztos kilépés tudatosításával,
- a jogi személyiség nélküli vállalkozások számára az átalakulási lehetőséget megfontolni Kft vagy Rt formába a tőke fogadhatósága érdekében,
- a visszavásárlási technikával kapcsolatosan az adóterhelés előzetes optimalizációjával foglalkozni.

2. *Kockázati tőkés(ek) oldaláról:*

- a kockázati tőke igénybevételéhez kapcsolódó eljárási időt csökkenteni,
- a vállalkozások menedzsmentjének vizsgálata során a létszámnál hangsúlyosabb értékelési szempontként figyelembe venni a szakmai kvalifikációt,
- a tőke odaítélése kapcsán minden esetben helyszíni szemlét lebonyolítani (a kimutatásokban feltüntetettek ellenőrzésére, valamint a pozitív döntés elősegítésére a személyes benyomás érvényesítésével),

- a tőke kivonás időpontját rugalmasan kezelni, a juttatott tőke nagyságrendjétől részben függetleníteni, egyben az ágazati megtérülést figyelembe venni,
- a kockázati tőkefinanszírozási konstrukciót hivatalosan is összekapcsolni bizonyos szintű forgóeszköz (működés) finanszírozással a termelés, ezen keresztül a hozam kitermelésének biztosíthatósága érdekében,
- a különböző szintű, állami úton juttatott kockázati tőke-finanszírozásnak történő megfeleléségi kritériumrendszerben megfelelő konszenzust kialakítani,
- az állami kockázati tőke-finanszírozás „burkolt hitelnyújtás” jellegét megszüntetni, a hitelkonstrukciókat több ponton is jellemző követelményeket módosítani (főként a megkövetelt fedezet és a befektetési idő alatti tőke kivonást illetően), a magánszektorbeli befektetők gyakorlatához közelebbi követelményeket meghatározni (például az állam egyedileg döntse el a kilépés módját, esetleg időpontját is),
- az együttműködési szerződések túlzott standardizáltságát oldani, adott vállalkozásra szabottabb tartalmat kialakítani,
- a tőkeprogramba bekapcsolható vállalkozási formák kiterjesztésének lehetőségét megvizsgálni,
- a több ponton is jelentkező információhiány pótlására hatékonyabb tájékoztatási mechanizmust, kommunikációs tartalmat kialakítani, illetve a disszertációban kidolgozott marketing koncepciók rendszerét alkalmazni, annak végrehajtásába a hitelintézeteket bekapcsolni, a vállalkozásokat főként elektronikus csatornán a kidolgozott tájékoztatási tartalommal megkeresni, a tájékoztatási tartalomba az esettanulmányok segítségével feltárt pozitív vállalkozói tapasztalatokat is beépíteni.

3. *Kormányzati (gazdaságpolitikai) oldalról:*

- a KKV fejlesztési politika egyik szempontjaként a konstrukció népszerűsítésének nagyobb publicitására fókuszálni, mivel általános probléma, hogy a vállalkozások nem ismerik sem a kockázati tőke típusú finanszírozást, sem a forrást biztosító intézményeket,
- a kis- és középvállalkozások beruházásai kapcsán érvényesíthető adóalap csökkentési lehetőség érvényesíthetőségi feltételénél, az 1996. évi LXXXI. törvény a társasági adóról és az osztalékadóról 7.§. 11. bekezdésének a) pontjában kivételként megjelölni a kockázati tőke igénybe vétele miatti tulajdonosváltozást,
- a hozamok terén kialakuló aszimmetriát oldani, a költségvetés finanszírozása helyett a tőkét a vállalkozások finanszírozása irányába „terelni” a tőkeellátottság javítása, a kockázati tőke fogadása érdekében,
- a multinacionális cégek és a hazai KKV szektor támogatásával kapcsolatos számszerűsített, rendszerszemléletben feltárt előnyök és hátrányok hiteles kalkulációját elkészíteni, ennek függvényében a támogatáspolitikát átgondolni, átszervezni,
- a vállalkozáspolitikai keretében a KKV szektort differenciálni (pl. életciklus, jövedelemtermelő képesség stb. alapján) két szegmentumra: az egyik *az innovatív, nagy növekedési képességű vállalkozások* köre, melyek működésének hatékonyságát kockázati tőke-finanszírozással, a másik a *lemaradók* csoportja, melyek működésének hatékonyságát vissza nem térítendő támogatásokkal lenne célszerű elősegíteni,
- javítani a szabályozási környezetet, kiszámíthatóságot,
- mielőbb bevezetni az eurót, hogy a likviditási helyzet (amely a konvertálási kötelezettség miatt felmerült bankköltség és árfolyamkockázat miatt is jelentősen romolhat) bizonyos szintű fenntartása helyett beruházási célokra tudjanak a vállalkozások forrásokat átcsoportosítani.

7. A DISSZERTÁCIÓ TÉMAKÖRÉBŐL MEGJELENT PUBLIKÁCIÓK

Magyar nyelvű cikk hazai tudományos folyóiratban

1. ***Kovácsné Antal Anita*** (2006): A kockázati tőke megjelenése és kínálati oldalának vizsgálata hazánkban Budapesti Gazdasági Főiskola Külkereskedelmi Főiskolai Kar SZAKMAI FÜZETEK 2006, 16. szám, 48-60. oldal, ISSN 1587-5881
2. ***Kovácsné Antal Anita*** (2006): KKV fejlesztési politika ma és 2007-2013 között, EU WORKING PAPERS A Budapesti Gazdasági Főiskola Külkereskedelmi Főiskolai Karának szakmai folyóirata 2006/4. (IX. évfolyam, 4. szám 2006.), 31 - 44. oldal, ISSN 1418-6241
3. ***Kovácsné Antal Anita*** (2008): A kockázati tőkefinanszírozás hozzájárulása a kis- és középvállalkozások fejlesztéséhez, II. Terület- és vidékfejlesztési konferencia, Kaposvári Egyetem, 2008. május, 79-84. oldal, ISBN 978-963-06-5394-7
4. ***Kovácsné Antal Anita*** (2008): A KKV szektor kockázati tőkefinanszírozásának fejlesztéséhez kapcsolódó tájékoztatási mechanizmus, marketing kommunikáció, Acta Scientiarum Socialium, Kaposvár, XXVIII./2008., 23-42. oldal, ISSN 1418-7191
5. ***Kovácsné Antal Anita*** (2009): Kockázati tőkefinanszírozási lehetőségek a KKV szektorban – empirikus vizsgálat, II. Nemzetközi Gazdaságtudományi Konferencia, Kaposvári Egyetem, 2009. április 2-3, Pénzügyi tevékenységek és adómorál 16., 1-10. oldal (CD)
6. ***Kovácsné Antal Anita*** (2009): Lehetőségek és kitörési pontok a KKV szektorban, alkalmazott stratégiák a gyakorlatban, Budapest, 2009. november 5-16., Tudományos konferenciasorozat a Magyar Tudomány

Ünnepe 2009 tiszteletére, Pénzügy és számvitel szekció (CD: pdf/08_penzugy/8_080_kovacsne.pdf)

Idegen nyelvű cikk hazai tudományos folyóiratban

1. ***Antal Anita*** (2007): The experience of private equity investment through a practical example, Acta Scientiarum Socialium, Universitas Kaposváriensis 2007, pp. 3-11, ISSN 1418-7191
2. ***Anita Kovácsné Antal*** (2007): New aspects for financing of Small and Medium-sized enterprises, BGF Tudományos évkönyv 2007, pp. 277-291., ISSN 1558-8401
3. ***Anita Kovács-Antal*** (2008): Enhancing the funding position of the Small and Medium-Sized Enterprises sector, Üzlet és tudomány 2008, pp. 139-146, ISBN 978-963-7167-08-9
4. ***Anita Kovácsné Antal*** (2008): An analysis of venture capital investments in Small and Medium-Sized enterprises, Acta Oeconomica Kaposváriensis 2008, Vol 2 No 1, pp. 49-63, ISSN 1789-6924
5. ***Anita Kovács-Antal*** (2010): Opportunities and breakout points in the small and medium-sized enterprises sector, applied strategies in practice, Proceedings of BBS 2010, pp. 69-83, ISBN 978-963-7159-36-7

Hazai konferencia kiadványban megjelent absract

1. ***Kovácsné Antal Anita*** (2005): A kockázati tőke megjelenése és kínálati oldalának vizsgálata hazánkban, Tudományos konferencia a Magyar Tudomány Napja 2005 tiszteletére (A prioritások és a konvergencia kölcsönhatása a magyar gazdaságban) Budapest, 2005. november 10-11. Pénzügy és Számvitel szekció, Programfüzet 96. oldal
2. ***Kovácsné Antal Anita*** (2006): KKV fejlesztési politika ma és 2007-2013 között, Tudományos konferencia a Magyar Tudomány Napja 2006 tiszteletére (Stratégiák 2007 és 2013 között) Budapest, 2006. november 9-10., Pénzügy és számvitel szekció, 130. oldal

3. ***Kovácsné Antal Anita*** (2007): Új szemlélet a KKV-k finanszírozásában, Tudományos konferencia a Magyar Tudomány Napja 2007 tiszteletére (Reformok útján) Budapest, 2007. november 9-10., Programfüzet, 131. oldal
4. ***Kovácsné Antal Anita*** (2008): A kockázati tőkefinanszírozás hozzájárulása a kis- és középvállalkozások fejlesztéséhez, II. Terület- és vidékfejlesztési konferencia 2008. április 25. Kaposvár, A szekció előadások és poszterek összefoglalói, 17. oldal
5. ***Kovácsné Antal Anita*** (2008): A kis- és középvállalkozói szektor finanszírozási helyzetének fejlesztése, Tudományos konferencia a Magyar Tudomány Napja 2008 tiszteletére (Kultúraközi párbeszéd az üzleti világban), Budapest, 2008. november 6-7., Pénzügy és számvitel szekció, Programfüzet, 142. oldal
6. ***Kovácsné Antal Anita*** (2009): Kockázati tőkefinanszírozási lehetőségek a KKV szektorban, empirikus vizsgálat, II. Kaposvári Gazdaságtudományi Konferencia, 2009. április 2-3., 54. oldal
7. ***Kovácsné Antal Anita*** (2009): Lehetőségek és kitörési pontok a KKV szektorban, alkalmazott stratégiák a gyakorlatban, Tudományos konferenciasorozat a Magyar Tudomány Ünnepe 2009 tiszteletére (Válság és megújulás), Budapest, 2009. november 5-16., Fény az alagút végén, versenyképesség fejlesztése szekció, Programfüzet, 121. oldal
8. ***Kovácsné Antal Anita*** (2010): A továbblépés egy lehetséges útja a KKV-k kockázati tőkefinanszírozási helyzetének javításában, 10. Tudományos konferenciasorozat a Magyar Tudomány Ünnepe 2010 tiszteletére (Merre tovább? Gazdaság és társadalom, realitás és esély), Budapest, 2010. november 4-5., Pénzügy és számvitel szekció, Pénzügy alszekció, Programfüzet, 116. oldal

Előadás szakmai rendezvényen

1. ***Kovácsné Antal Anita*** (2005): A kockázati tőke megjelenése és kínálati oldalának vizsgálata hazánkban, Budapest, 2005. november 11., Magyar Tudomány Napja, Pénzügy és Számvitel szekció
2. ***Kovácsné Antal Anita*** (2006): KKV fejlesztési politika ma és 2007-2013 között, Budapest, 2006. november 9., Tudományos konferencia a Magyar Tudomány Napja 2006 tiszteletére, Pénzügy és számvitel szekció
3. ***Kovácsné Antal Anita*** (2007): Új szemlélet a KKV-k finanszírozásában, Budapest, 2007. november 8., Tudományos konferencia a Magyar Tudomány Napja 2007 tiszteletére, Pénzügy és számvitel szekció
4. ***Kovácsné Antal Anita*** (2008): A kockázati tőkefinanszírozás hozzájárulása a kis- és középvállalkozások fejlesztéséhez, Kaposvár, 2008. április 25., II. Terület- és vidékfejlesztési konferencia
5. ***Kovácsné Antal Anita*** (2009): Kockázati tőkefinanszírozási lehetőségek a KKV szektorban, empirikus vizsgálat, II. Kaposvári Gazdaságtudományi Konferencia, 2009. április 2-3.
6. ***Kovácsné Antal Anita*** (2009): Lehetőségek és kitörési pontok a KKV szektorban, alkalmazott stratégiák a gyakorlatban, Budapest, 2009. november 13., Tudományos konferenciasorozat a Magyar Tudomány Ünnepe 2009 tiszteletére, Fény az alagút végén, versenyképesség fejlesztése szekció
7. ***Kovácsné Antal Anita*** (2010): A továbblépés egy lehetséges útja a KKV-k kockázati tőkefinanszírozási helyzetének javításában, Budapest, 2010. november 5., 10. Tudományos konferenciasorozat a Magyar Tudomány Ünnepe 2010 tiszteletére, Pénzügy és számvitel szekció, Pénzügy alszekció