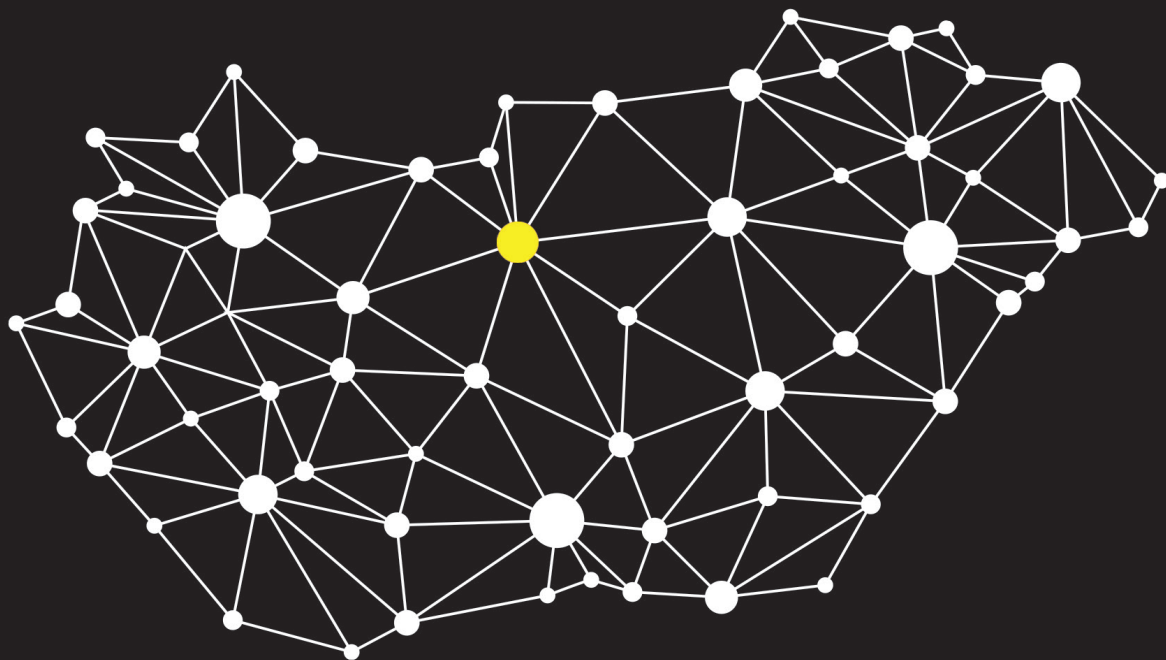


# KORKÉP

XXI. SZÁZADI KIHÍVÁSOK



**Szerkesztette:** Fenyvesi Éva – Vágány Judit

**Borítóterv:** FLOW PR

**A fejezetek illusztrációi:** Fenyvesi Éva

**Lektorok:** Salamonné Huszty Anna, Török Hilda

**ISBN: 978-615-5607-20-2**

**Kiadja:** Budapesti Gazdasági Egyetem

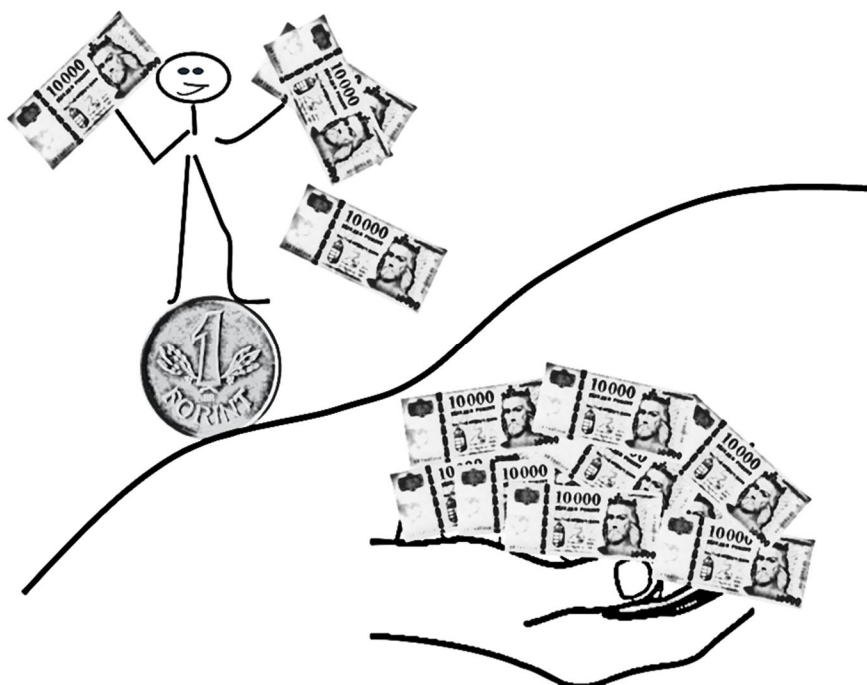


**BGE**

Budapest, 2016.

# HAZAI VÁLLALKOZÁSOK FINANSZÍROZÁSI GYAKORLATA

KOZMA Tímea – GYENGE Balázs – TÓTH Róbert – MESTER Éva



Kutatásunk a magyarországi mikro-, kis- és középvállalkozások gazdálkodási, finanszírozási tevékenységére irányul. Napjaink turbulens környezetében különösen fontosak a megalapozott pénzügyi döntések, melyek mind rövid, mind pedig hosszútávra jelentősen befolyásolják a vállalkozás sikeres működését. A felmerülő döntések köre azonban a vállalat életciklusainak megfelelően változnak. Magától értendő, hogy a vállalkozás alapításánál és már az érettség szakaszban lévő vállalkozások működésénél teljesen más típusú pénzügyi döntéssel találja szembe magát a menedzser.

Jelen tanulmányunk a kis- és középvállalkozások finanszírozásának meghatározó elméleti kérdéseit és egy primer, kérdőíves vizsgálat főbb eredményeit mutatja be.

### A finanszírozási döntések

Közismert, hogy a KKV szektor szereplőinek az egyik legnagyobb nehézséget a vállalkozásuk finanszírozása okozza. Empirikus adatokkal alátámasztott tény, hogy a kis- és középvállalkozások mintegy fele éli meg működésének ötödik évét. A bukás okai között első helyen szerepel a finanszírozási források hiánya.<sup>1</sup>

A kis- és középvállalkozások indításánál, fejlesztésénél és működtetésénél alapvető kérdés, hogy a vállalkozás rendelkezik-e megfelelő mennyiségű pénztőkével, képes-e finanszírozni kitűzött céljai megvalósítását. A pénzforrások megteremtése a vállalkozások vezetésének egyik legnagyobb kihívása. Egyaránt nehézséget okozhat a folyamatos fizetőképesség biztosítása és a fejlődéshez szükséges források előteremtése.<sup>2</sup> Ahhoz, hogy a vállalkozó a számára megfelelő pénzforrást ki tudja választani, számba kell vennie, hogy a stratégiai és rövidebb távú céljai eléréséhez mennyi pénzre van szüksége, milyen időtávra és milyen gazdasági áldozat árán akar és tud pénzeszközt igénybe venni. Gondos mérlegelést igényel a megfelelő finanszírozási forma kiválasztása. Végig kell gondolnia, hogy milyen típusú forrást érdemes használni és milyen mértékben. Érdemes tájékozódnia arról, hogy mely külső források bevonása kedvezőbb. A megfelelő finanszírozási források megválasztásához nem lehet figyelmen kívül hagyni a vállalat stratégiáját sem. Elsősorban a közepes méretű vállalkozások esetében rendkívül fontos, hogy rendelkezzen a cég formalizált, írott stratégiával, amelyben egy, vagy néhány évre előre pontosan megfogalmazásra kerülnek a különböző szervezeti egységek, területek elérendő céljai, valamint azok megvalósításának eszközei. Így lehetőség nyílik a vállalat számára arra, hogy legyen mihez viszonyítani a napi üzletmenetét, továbbá folyamatos terv-tény elemzést is végezhesen. Közismert tény, hogy az egyes vállalatok eredményessége az általuk megválasztott stratégia sikerességén, és a körülmények alakulásán, együttesen egyaránt múlik. Mindez a tanulmány részében alátámasztásra is kerül.

Nem kivétel ez alól az innovációs projektek finanszírozása sem. Az innováció magas költségei és kockázata, valamint a vállalkozáson belüli pénzügyi alapok hiánya, a célirányos állami és EU-s pályázati forrásokhoz való hozzáférés kedvezőtlen lehető-

ségei együttesen olyan meghatározó tényezők, amelyek hatására a hazai vállalkozások innovációs (és finanszírozási) mozgásteret jelentősen beszűkül.<sup>3</sup>

Howard Schultz<sup>4</sup>, a Starbuks tulajdonosa a következőképpen nyilatkozott erről: ha az ember vállalkozásba fog, döntő fontosságú belátni azt, hogy a dolog lassabban valósul meg és többbe kerül, mint az elején gondolta. Ha a terv nagyratörő, az elején biztosan többet visz, mint amennyit hoz.”

Amikor döntésekről beszélünk, akkor a döntés alatt a felmerülő lehetőségek közötti választást értjük – a rendelkezésre álló információk és döntési kritériumok alapján. A vállalati döntések lehetnek operatív (mindennapi) vagy stratégiai (hosszú távú) jellegű döntések. Alapvetően azt mondhatjuk, hogy a gazdálkodó szervezetet érintő döntések mindegyikének van közvetve vagy közvetlenül pénzügyi vonatkozása – így tehát *gazdasági és/vagy pénzügyi döntésekről* beszélhetünk.

A *stratégiai pénzügyi döntéseket* két kategóriába sorolhatjuk aszerint, hogy a mérleg eszköz (beruházási döntés) vagy forrás (finanszírozási döntés) oldalát érintik. A *beruházási* (vagy befektetési) *döntés* a vállalkozás eszközeinek nagyságára és/vagy annak összetételére vannak hatással<sup>5</sup>. A *finanszírozási döntések* ebből következően a vállalkozások mérlegének forrás oldalára vonatkoznak. A forrásstruktúra alapján alakul minden vállalkozás tőkeszerkezete, amely azt jelzi, hogy a vállalat milyen mértékben finanszírozza a rendelkezésre álló eszközöket saját, illetve idegen tőkével. A pénzügyi döntéseket tovább csoportosíthatjuk az időtáv figyelembevétel alapján is. Ezen kritérium szerint rövid és hosszú távú pénzügyi döntésekről beszélhetünk. A *hosszú távú* pénzügyi döntések a befektetett eszközöket, valamint a forrás oldalon a saját tőkét és a hosszú lejáratú kötelezettségeket érintik, és jellemzően hosszú időre gyakorolnak hatást a vállalkozás üzleti menetére. A *rövid távú* döntések a forgóeszközöket és a rövid lejáratú források nagyságát és összetételét ölelik fel. Ezek a pénzügyi döntések azonban csak akkor lehetnek hatékonyak, amennyiben körültekintően, a vállalkozás belső és külső környezetéhez maximálisan alkalmazkodva születnek meg. Nem szabad figyelmen kívül hagyni azt a megállapítást sem, miszerint a pénzügyi döntéseknek illeszkedniük kell a tulajdonosok célrendszeréhez is<sup>6</sup>.

A finanszírozási döntések a vállalatvezetés szempontjából nézve magukba foglalják mindazon megfontolásokat, amelyek arra irányulnak, hogy a vállalkozás működéséhez és a tervezett fejlesztésekhez, beruházásokhoz a hosszú és rövid lejáratú pénzügyi források rendelkezésre álljanak, illetve megoldást nyújtsanak a fizetőképesség fenntartásához.

Más megfogalmazásban a finanszírozási döntések a tőkeszerző vállalat és a tőkejutató(k) közötti pénzügyi kapcsolatok kiépítésére vonatkozó döntések.<sup>7</sup>

Egy pénzügyileg jól menedzselt vállalkozásban mindig csak annyi pénz van jelen, amennyi a zavartalan üzletmenet finanszírozásához elengedhetetlenül szükséges. Egy vállalkozás *alulfinanszírozott*, ha nem áll rendelkezésre elegendő pénzforrás a keresleti igények maximális kielégítésére. Ennek több oka is lehetséges, pl.: vesztéses gazdálkodás, gyorsütemű növekedés, túlzott mértékű tulajdonosi forráskivonás. Egy vállalkozás abban az esetben *túlfinanszírozott*, ha a termelési és értékesítési

folyamatban több pénz van lekötve készpénz, alapanyag, félkész- és késztermék vagy befektetett eszköz formájában, mint ami az aktuális kereslet maximális kielégítéséhez szükséges lenne.

### A finanszírozási döntések meghozatalánál érvényesülő szempontok

A vállalkozás finanszírozására vonatkozó döntések meghozatalakor a vállalkozónak a következő szempontokat célszerű figyelembe vennie:<sup>8</sup>

- *A felhasználhatóság időtartama:* mikor lehet a forráshoz hozzájutni, és milyen ütemezéssel kell a pénzt visszafizetni.
- *A költség:* mennyibe kerül egy adott forrás igénybe vétele.
- *A kockázat:* milyen negatív következményekkel járhat az adott forrás igénybe vétele.
- *Az elérhetőség:* adott pénzügyi helyzetben milyen forrás érhető el a vállalkozás számára.
- *A rugalmasság:* milyen korlátozások, nehézségek lépnek fel a forrás felhasználása során.
- *A befolyás:* mennyire korlátozza a vállalkozót az üzleti döntések feletti befolyásban.
- *A hozam:* A finanszírozási formák eltérnek egymástól egyrészt abban, hogy milyen tőkehozamot lehet rajtuk realizálni, másrészt hogy a hozamért milyen kockázatot kell vállalnia a finanszírozó félnek.

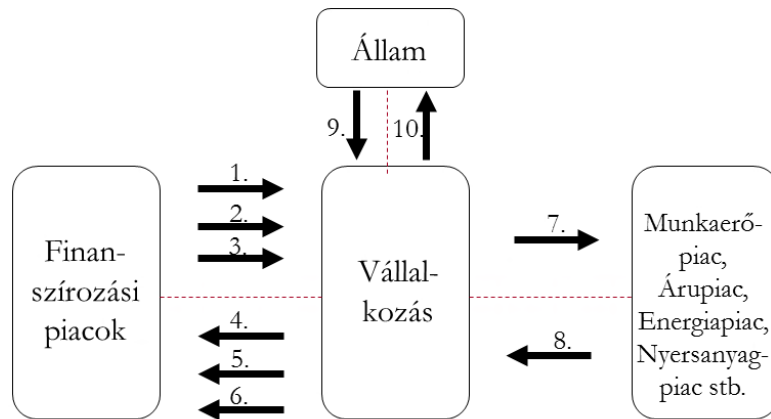
A forrást nyújtó pedig általában az alábbi szempontokat mérlegeli a finanszírozással kapcsolatban:<sup>9</sup>

- *Elvart (vagy alternatív) hozam (vagy jövedelem):* a nyújtott finanszírozásnak van elvart, alternatív jövedelme, ha más tevékenységbe helyezük ugyanezt a tőkét.
- *Kockázat:* mennyire biztos, illetve milyen befektetési kockázattal, megtérüléssel jár a finanszírozás.
- *Befolyás szerzés:* milyen befolyásolást lehet szerezni az üzletmenetben.
- *Rugalmasság:* milyen kondíciók, rugalmassági feltételek mellett hajlandó a forrást biztosítani.
- A tőke felszabadítás költsége.

A finanszírozás sikeressége nagymértékben múlik azon, hogy mennyire vannak összhangban a két fél szempontjai.

## A finanszírozási források tipizálása

Drukarczyk<sup>10</sup> felfogásában a vállalkozás egyrészt része a finanszírozási piacoknak, másrészt pedig minden egyéb piacnak, úgymint az árupiacnak, energiapiacnak, nyersanyagpiacnak, munkaerőpiacnak stb. A finanszírozási piacok jelentik a különböző befektetőket, akik tőkét juttatnak a vállalkozásoknak. Ezen befektetők saját tőkéjüket, idegen forrásokat, avagy a kettő kombinációját képesek felajánlani a gazdálkodó szervezeteknek. A nem finanszírozási piacok azon egyéneket, szervezeteket foglalják magukban, akikkel a vállalat különböző szerződéses jogviszonyban áll. A finanszírozási – és nem finanszírozási piacok mellett említést kell tenni az állami szerepvállalásról is, hiszen a központi költségvetésen keresztül a vállalkozások egyrészt jogosultak különböző támogatásokat igénybe venni, másrészt pedig adófizetési kötelezettségük áll fenn azzal szemben. Az 1. ábra ezen logikai kapcsolatrendszeret ábrázolja.

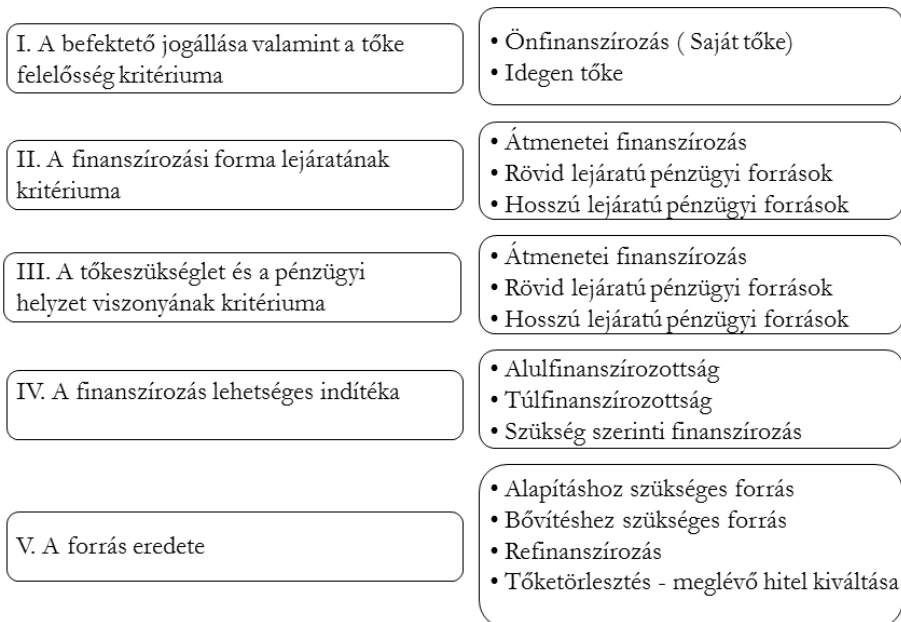


### Megjegyzés:

1. Pénzáramlás a hitelezőktől a vállalat felé → Idegen finanszírozás
2. Pénzáramlás a jelenlegi tulajdonosoktól a vállalat felé → Saját finanszírozás
3. Új tulajdonosok befizetései a vállalat felé → Részesezésfinanszírozás
4. A vállalat által történő kamatfizetések a hitelező(k) felé
5. A vállalat által történő (hitel)törlesztés a hitelező(k) felé
6. A vállalat által történő kifizetések a tulajdonos(ok) felé
7. A vállalat felőli pénzáramlások a nem finanszírozási piacok felé ( bérfizetés, anyagbeszerzés, eszközbeszerzés, épületvásárlás stb.)
8. A vállalat felé történő pénzbeáramlás a nem finanszírozási piacok felől (kapott bérleti díj)
9. Központi költségvetéstől kapott pénzáramlás (szubvenciók, adóvisszatérítés)
10. Központi költségvetésnek fizetett pénzüsszegek (adóterhek)

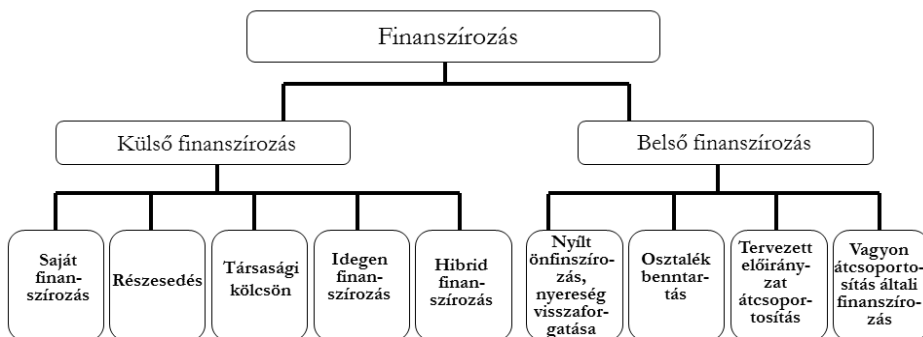
1. ábra. Pénzáramlás a vállalkozás, az állami költségvetés a finanszírozási és a nem finanszírozási piacok között<sup>11</sup>

A különböző szakirodalmakban a finanszírozási források sokféle tipizálása megtalálható. A 2. ábra a legfontosabb 5 kritérium alapján mutatja be a vállalat finanszírozásának lehetséges módozatait.



2. ábra. A vállalatfinanszírozás lehetséges módjai <sup>12</sup>

A működéshez szükséges forrásokhoz való hozzájutás szemszögéből alapvetően két kategóriát tudunk megkülönböztetni, ami a szakirodalmak szinte mindegyikében fellelhető. Ez alapján beszélhetünk külső és belső finanszírozásról. A *belső finanszírozás* (saját forrás) a megtermelt és a működésbe visszaforgatott források felhasználását jelenti. A szükséges forrást a vállalkozás saját maga teremti meg, amit többek között a vagyon átrendezése, az amortizáció vagy a nyereség visszaforgatása által érhető el. Minden egyéb, nem a vállalat működéséből, hanem a szervezeten kívülről érkező forrást, *külső finanszírozásnak* (külső pénzeszközök felhasználása) nevezzük. Amennyiben a külső forrás csak átmenetileg áll a vállalkozás rendelkezésére, az így biztosított forrást idegen forrásnak hívja a szakirodalom.<sup>13 14</sup> (3. ábra)



3. ábra. A finanszírozási lehetőségek csoportosítása<sup>15</sup>

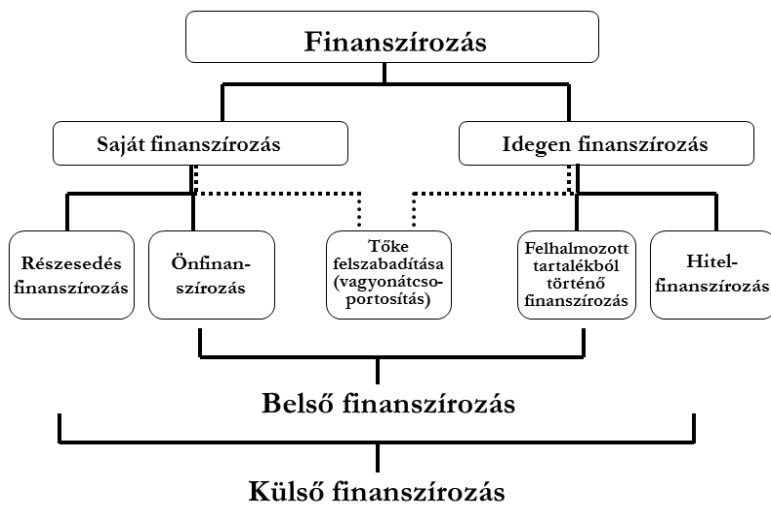


Vizsgáljuk meg röviden a *külső finanszírozás* celláinak tartalmát. Fontos leszögezni, hogy a külső finanszírozási forrás nem azonosítható az idegen tőke szerzéssel, hiszen saját tőke szerzésére is nyílik ilyen módon lehetőség<sup>16</sup>. Amennyiben a meglévő tulajdonosok saját tőkéjüket helyezik a vállalkozásba, ebben az esetben saját finanszírozásról beszélhetünk. Amennyiben új befektető, részvényes hozza a saját tőkéjét, és szerez így tulajdonjogot a meglévő tulajdonosok mellett, úgy részesedési finanszírozásról beszélhetünk. Az eredeti tulajdonosoknak is lehetőségük van azonban idegen tőke formájában pénzügyi forrásokat juttatni vállalkozásuknak. Ebben az esetben az eredeti tulajdonosok egyszerre kerülnek tulajdonosi és befektetői pozícióba. A régi tulajdonosok által a vállalkozáshoz juttatott idegen tőkét tagi kölcsönnek nevezzük. Idegen finanszírozás esetében általánosságban azt mondhatjuk, hogy hitelnyújtás történik a vállalat számára. Azonban nem minden esetben tudjuk ezen finanszírozási lehetőségeket teljesen egyértelműen elhatárolni egymástól, - így lehetőségünk nyílik a hibrid finanszírozás fogalmát bevezetni.

*Belső finanszírozás* esetében a finanszírozási forrásokat a vállalat nem a pénzügyi piacokról szerzi be. A 3. ábrán található önfinanszírozás annyit jelent, hogy a gazdálkodó szervezet a szükséges finanszírozási forrást a termelési, értékesítési folyamatból nyeri. Önfinanszírozás esetében a finanszírozási igényt fedező forrás a nyereség visszatartásából fakad, ami tulajdonképpen az adózott nyereség és az osztalékfizetés különbsége. A nyereség pénzügyi fogalmának használatára itt hívnánk fel a figyelmet. Alapvetően a nyereség egy számviteli fogalom, ami nem egyezik meg a vállalat számára felhasználható készpénzállománnyal, - például az amortizáció az adózás előtti eredményt és az adót csökkenti, így az adózás után több pénz áll rendelkezésre, aminek egy része azonban a befektetett erőforrások megújítására szolgál. A nominális értékmegőrzés elve alapján a visszatartott nyereség nem más, mint a bevont nominális tőke periódusvégi és periódus eleji értéke közti pozitív különbség<sup>17</sup>.

Nyílt önfinanszírozásról pedig abban az esetben beszélhetünk, amennyiben a mérleg szerinti eredményt nem fizeti ki a menedzsment. Ekkor a mérleg szerinti eredmény a saját tőke részét fogja képezni és az eredménytartalékba soroljuk át. Természetesen, ha nyílt önfinanszírozás létezik, akkor ennek ellentéte, a titkos önfinanszírozás lehetőségéről is szót kell ejteni. A titkos önfinanszírozás során a vállalat vezetése ún. titkos tartalékot képez, amit tulajdonképpen a számviteli értékelési eljárások tesznek lehetővé. A titkos önfinanszírozás egy tudatos eredményminimalizálási - az adózás előtti eredményt- tevékenység, amely során a vállalkozás saját tőke szerkezetén belül történik átrendeződés, ami egyben a forrás- vagy finanszírozási struktúra átrendeződését is jelenti. A vállalati vagyon átrendezéséről akkor beszélhetünk, ha a menedzsment úgy dönt, hogy értékesíti valamely eszközét, vagy annak egy részét és az így keletkező forrásból más eszközt vásárol. Ez tulajdonképpen aktíva cserét jelent. Fontos megjegyezni, hogy az eszközök értékesítése a likvid eszközöktől a kevésbé likvid eszközök irányába történik. Ezen finanszírozási forrás a vállalat számára „duplán előnyös”, hiszen egyrészt megtakarítja az idegen forrás költségét, másrészt pedig az eszközei intenzívebben lesznek hasznosítva.

A 4. ábra egészen más kiindulópontból vezeti le a finanszírozás egyes típusait.



4. ábra. A finanszírozási alternatívák felosztása a tőkefelelősség kritériuma alapján<sup>18</sup>

Az 1. táblázatban összehasonlítva értékeljük a főbb belső és külső finanszírozási forrásokat, kiemelve azok előnyeit, hátrányait. A csoportosítás tehát a 3. és 4. ábra logikájára épül. Az összeállítás során fő szempontként volt jelen, hogy a gyakorlatban is legtöbbször alkalmazott források kerüljenek részletesen is bemutatásra.

1. táblázat. A finanszírozási források összehasonlító értékelése<sup>19</sup>

Forma		Előnyei	Hátrányai
<b>BELSŐ FINANSZÍROZÁS</b>	<b>Kockázati tőke</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nagy összegű támogatások igénybe vétele;</li> <li>• kiugróan magas növekedést finanszírozhat;</li> <li>• az induló vállalkozásoknak jelentős tőkeigényük van, amit gyakran saját és idegen tőkével nem képesek fedezni (külső és belső tényezők miatt);</li> <li>• az így kapott "pénzügyi injekció" a vállalati működést és növekedést biztosítja;</li> <li>• a kockázati tőke a vállalat finanszírozásában egy pozitív képet jelent a bankok felé;</li> <li>• kockázati tőkebefektető szakmai kontrolját pozitívan értékeli;</li> <li>• a saját tőke arány javul, a vállalati értéket fokozza;</li> <li>• javul a vállalat bonitása;</li> <li>• olyan vállalkozás is hozzájuthat, amely nem tud hitelhez jutni, mert nem rendelkezik megfelelő vagyoni fedezettel;</li> <li>• tőketörlesztés és kamatfizetési teher nem terheli a vállalatot, így nő a tőkeereje, javul a likviditása, hitelképessége;</li> <li>• hosszú időtartamra nyújtják a tőkét így a tervezhetőség és a stabilitás biztosított.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A befektetők rendkívül szigorú elvárásokat támasztanak az igénybe vételhez;</li> <li>• az egyszeri tranzakciós költségek relatíve magasak (auditok, due diligence-k);</li> <li>• a tőkét nyújtó tulajdonosi részesedést kap, így a vállalati működésbe beleszólási joga is lesz;</li> <li>• befektető irányító jogokat kér és szerez;</li> <li>• a tulajdonos döntési függetlensége megszűnik;</li> <li>• way-out – kimenetel nehéz, kivásárlás vagy együttes értékesítés lehetséges.</li> </ul>
	<b>Családi baráti kölcsön (FFF), tagi hitel</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nincsenek adminisztratív korlátok;</li> <li>• bármilyen szituációban igénybe vehető;</li> <li>• rugalmas, mobil és gyors;</li> <li>• bekerülési költségmentes;</li> <li>• külső finanszírozás nélkül nagyobb összeghez juthatunk.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Relatív kisebb összeg érhető el;</li> <li>• családi baráti kapcsolatokat gyakran ronthatja;</li> <li>• feltételek lazasága miatt sok esetben nincs precíz elszámolás, ami további problémák forrása lehet;</li> <li>• drága, mert adózott jövedelemből van.</li> </ul>
<b>KÜLSŐ FINANSZÍROZÁS Adósságfinanszírozás</b>	<b>Nem intézményes finanszírozás</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gyors forrást biztosít;</li> <li>• kamatmentes pénzügyi forrás;</li> <li>• javítja a vállalkozás likviditását.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kialakulhat egy olyan folyamat, aminek a végeredményeképpen a cég már az előlegeket is felhasználja költségek fedezésére, nem csak a bevételeket, ami az üzletmenet szempontjából okozhat menedzsmenti problémákat;</li> <li>• kevés esetben működik, csak nagy összegű egyedi rendelések, tenderek esetén fordul elő és garanciát kell adni a visszafizetésére.</li> </ul>
	<b>Szállítói hitelek</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ingyen forrást jelenthet, ha megvan a megfelelő alkupozíció;</li> <li>• eladásösztönzés egyik eszköze;</li> <li>• kamatmentes;</li> <li>• rugalmassá és a pénzintézetektől függetlenné teszi a kereskedelmi kapcsolatokat;</li> <li>• olyankor is alkalmazható, ha már a bank nem nyújt hitelt.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rossz piaci megítélést eredményezhet;</li> <li>• alternatív költsége van;</li> <li>• alkupozíciót rontja.</li> </ul>

## Hazai vállalkozások finanszírozási gyakorlata

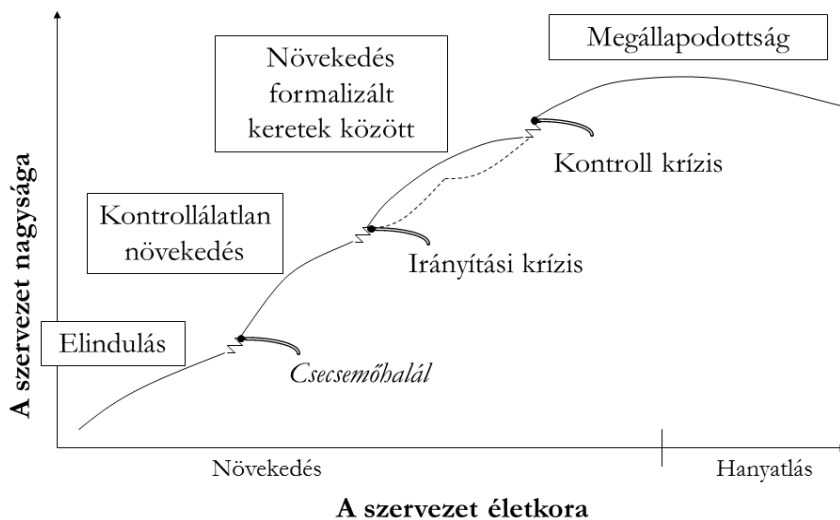
Forma	Előnyei	Hátrányai	
<b>KÜLSŐ FINANSZÍROZÁS Adósságfinanszírozás</b> Intézményes finanszírozás	<b>Faktoring</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kedvező forgóeszköz finanszírozási megoldás, ha a vevők halasztott fizetéssel egyenlítik ki tartozásait;</li> <li>• lényegesen gyorsabb, mint a hitel és nincs szükség fedezetre sem;</li> <li>• egyéb banki finanszírozásra alkalmatlan vállalkozások is igénybe vehetik, a vevő fizetőképességi kockázata a döntő;</li> <li>• nincs szükség biztosítékra, mint a bankhitelnél;                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• jól tervezhetővé teszi a fizetőképességet;</li> </ul> </li> <li>• korlátozottan hitelképes vállalkozások is igénybe vehetik;</li> <li>• csökken a kintlévőség, ami az eszközök forgási sebességét növeli;                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• jól tervezhetővé teszi a likviditást.</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Csökkenti a várható összeget, ugyanis a faktorálásnak jelentős előre felszámított költségei vannak (faktordíj);                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• drágább, mint a bankhitel;</li> </ul> </li> <li>• kis összegű és egyedi vevőkövetelések esetében nem vehető igénybe;                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• nagy adminisztrációs teher.</li> </ul> </li> </ul>
	<b>Pénzüntézeti hitel</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Relatív gyorsan hozzáférhető;                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• kíméli a saját tőkét;</li> </ul> </li> <li>• megfelelő cégminősítés és jó alkupozíció esetén esetleg átutemezhető;                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• jobb kondíciókkal átfinanszírozható.</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Relatív nagy egyszeri költség (hitelkérelem, üzleti terv elkészítése, értékbecslések elkészítése);</li> <li>• sok feltételnek kell eleget tenni (hitelminősítés);                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• a tőketörlesztés adózott eredményből történik;</li> <li>• biztosítéki oldalon szoros kötődés.</li> </ul> </li> </ul>
	<b>Lízing</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lízingtárgyon felül nem szükséges más biztosíték;                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• nincs bonyolult hitelképesség vizsgálat;</li> <li>• gyorsan hozzáférhető;</li> </ul> </li> <li>• kíméli a saját tőkét, mert csak a használatért kell fizetni;                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• operatív lízing: mérlegen kívüli tétel;</li> </ul> </li> <li>• pénzügyi lízing: az eszköz az ügyfél könyvelésében szerepel, ezért amortizáció is elszámolható;                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• a lízingdíj csökkenti az adó alapját,</li> <li>• adózási előnyök a költségek leírásában;</li> </ul> </li> <li>• gyors elbírálás, gyakran rugalmasabb fizetési ütemezés;</li> <li>• kisebb vagy nulla önerővel, akár hitelképtelen vállalkozások is igénybe vehetik.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Költséges a hitelhez hasonlóan;</li> <li>• sok adminisztratív feltételnek való megfelelés;</li> <li>• hozzájutás viszonylagos nehézségei;</li> <li>• futamidő végi tulajdonszerzés kevésbé biztosított, mint a hitel esetében;                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• túlzott adminisztráció;</li> </ul> </li> <li>• csak könnyebb értékesíthető eszközök finanszírozására alkalmas.</li> </ul>
	<b>Mezzanine finanszírozás</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A saját tőke pozíciót erősíti az így szerzett tőke, ami egyben a mérlegszerkezetet is kedvezően módosítja;                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• javul a vállalkozás bonitása és likviditása;</li> <li>• javul a vállalkozás hitelminősítése;</li> </ul> </li> <li>• megkönnyíti a további külső forrás bevonását;</li> <li>• rugalmas konstrukció lehet a vállalat számára, hiszen kimondottan az adott projektre szabhatják;                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• tulajdonosi viszony nem változik;</li> </ul> </li> <li>• a vállalat függetlensége teljes körűen biztosított;</li> <li>• alacsonyabbak a költségek, mint a saját tőke bevonása esetén.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A hitelező magas kockázata miatt, magasabb a kamatteher;</li> <li>• kisebb vállalkozások számára nem alkalmas;</li> <li>• csak az innovatív vállalkozásokra jellemző, ahol magas és gyors ütemű növekedés prognosztizálható;</li> <li>• magas szintű transzparencia elvárás, ami fokozza a költségeket;</li> <li>• visszafizetési kötelezettség, tehát csak egy adott időintervallumra jut tőkéhez a vállalat;</li> <li>• sokszor a stabil cash-flow előfeltétele az ilyen típusú forrásszerzésnek, így szűkül azon vállalkozások köre, amelyek igénybe tudják venni.</li> </ul>

<b>BELSO FINANSZIROZAS</b>	<b>Crowd funding</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nem kell biztosítékot nyújtani, elég egy jól kidolgozott sztori;</li> <li>• a startup vállalkozások korai szakaszának finanszírozására biztosít lehetőséget;</li> <li>• kreatív projekteknek lehetőségük van így tőkéhez jutni.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Befektetéseknel magasabb hozamot kell biztosítani;</li> <li>• komoly szakmai anyag szükséges a sztori kidolgozásához;</li> <li>• megtervezett kampány (költséget jelent) esetén sikeres;</li> <li>• a befektető számára a hozam-kockázat viszonya nincs összhangban – magas a kockázat, ami a teljes befektetett összeg elvesztéséhez is vezethet;             <ul style="list-style-type: none"> <li>• garancia hiánya;</li> </ul> </li> <li>• a nyújtott pénzüsszeg célirányos, tehát másra felhasználni nem lehet;</li> <li>• a startup vállalkozások és a közösségi befektetők szakmai hiányosságai az egész projekt bukásához vezethet.</li> </ul>
----------------------------	----------------------	---	--

Tanulmányunkban a KKV szektor szempontjából elsősorban fontos, életciklus szakaszonkénti vállalatfinanszírozás tipizálást mutatjuk be részletesen.

### Finanszírozási források a vállalkozások életciklus szakaszaiban

A vállalkozás életpályáján különböző, jellegzetes pénzügyi problémák merülnek fel és életciklusonként eltérő, esetleg azonos típusú pénzügyi források bevonására kerülhet sor. A következőkben bemutatjuk az egyes életciklusokra tipikusan jellemző problémákat és a legfontosabb forrásokat. Kündülő alapnak Salamonné<sup>20</sup> „Magyarországi vállalkozások növekedési pályája” modellt (5 ábra) tekintjük.



5. ábra. Magyarországi kis- és középvállalkozások növekedési modellje<sup>21</sup>

### Elindulás

A vállalkozás létrehozásához alapvetően három dologra van szükség: szükséges egy ötlet, amire vállalkozni lehet, amit meg lehet valósítani; egy kitartó és elkötelezett vállalkozó, aki mindezt megvalósítja; valamint az ehhez nélkülözhetetlen pénzügyi és kapcsolati tőke.

Az elinduláskor kell döntenie a vállalkozónak arról, hogy az indulást milyen forrásból, miképpen finanszírozza. A finanszírozási igény nagyságát jelentősen befolyásolja, hogy milyen iparágban indul a vállalkozás. Egyes iparágakban nagy összegű beruházásra, jelentős kutatási-fejlesztési ráfordításra lehet szükség a termelési folyamat beindításához, míg máshol csekély a szükséges magtőke nagysága. Számolni kell azzal is, hogy a működés kezdetén először kiadásai vannak a vállalkozásnak, a bevételek később jelentkeznek. Ebből likviditási nehézségek származhatnak, mert a veszteségeket is finanszírozni kell. Induláskor a vállalkozók a legtöbb esetben saját személyes megtakarításukat használják fel. Emellett a családi és baráti kapcsolatokból származó pénzügyi forrásokra számíthatnak.<sup>22</sup>

Az ún. FFF – friends, family, fools – vagyis családi, baráti kölcsöntípus, mint informális tőkebefektetők elsődleges jellemzője, hogy nem a pénzügyi közvetítőktől származik. Elsősorban induló vállalkozások, egyéni vállalkozások támaszkodnak e forrás megszerzésére. Továbbá kutatások igazolják, hogy az ún. kényszervállalkozásokra jellemző, hogy rendkívül alultőkésítettek és így egy esetleges árbevétel kiesés, vagy egy váratlanul felmerülő fizetési kötelezettség is a fizetéseképtelenség állapotába sodorhatná a vállalkozást. A baráti kölcsönt, mint a nevében is benne van, családtagok vagy barátok bocsájtják a vállalkozó rendelkezésére. A finanszírozási forrás nyújtásának alapja a kölcsönösen fennálló bizalom. Ennek a kölcsönnek az igénybevétele azoknál jellemző, akik számára más finanszírozási forrás nem igazán jöhet szóba.

Nemzetközi kutatások eredményei szerint (az entrepreneur.com) a kezdő vállalkozások közel 40 százaléka jön létre a család és a barátok támogatásával<sup>23</sup>. A hazai tapasztalatok azt mutatják, hogy családi, baráti támogatás nélkül vállalkozásba kezdeni szinte lehetetlen. Az FFF forrás nagy előnye, hogy kamatmentesen kapják meg a vállalkozások, nincsenek adminisztratív korlátok, szinte bármilyen szituációban igénybe vehető, valamint rendkívül rugalmas és gyors. Ahhoz azonban, hogy az így megszerzett forrást a rendelkezésre álló tőkével együtt hasznosan alkalmazzák a vállalkozások, elhanyagolhatatlan egy jó üzleti terv és a felmerülő bevételek és kiadások nyomon követése. Így ugyanis időben felkészülhetnek a vállalkozók a jövőbeni gazdasági eseményekre.

A vállalkozás magvető szakaszában legelőször mégis a tulajdonosoktól kaphat kölcsön. Amennyiben az alapítók a vállalkozást magas kockázatúnak ítélik meg, vagy nem kívánnak nagyobb összeget a vállalkozásba lekötni, akkor a hiányzó tőkét tagi kölcsön formájában bocsájtják a vállalkozás rendelkezésére. A tulajdonosok a megtakarított pénzükből vagy egyéb bevételeikből nyújtanak pénzügyi forrást a vállalkozásnak. Természetesen itt sincs értelme kamatról beszélni, hiszen ez is kamatmentes forrásszerzésnek tekinthető. A kölcsön kamata után a magánszemélyeknek

adófizetési kötelezettsége keletkezhetne, azonban mindez ebben a formában elkerülhető. Hátránya lehet azonban, hogy több tulajdonos esetén konfliktusokhoz vezethet, ha nincs megegyezés a kölcsön nagyságát, a tulajdonosok közötti arányát tekintve.

Európai Unióból származó források és kormányzati programok is segíthetik az indulást.<sup>24</sup> Kiugróan magas növekedési ütem elérésében reménykedő vállalkozás felkeltheti az üzleti angyalok, sőt a kockázati tőke befektetők érdeklődését is. A finanszírozásba való bevonásuk csak rendkívül meggyőző (újszerű, innovatív) ötlettel és kiforrott üzleti tervvel lehet sikeres, mivel egy ilyen befektetés kiemelten kockázatos.

A vállalkozás megszűnését eredményezheti az elindulást követő években, ha az említett forrásokból nem sikerül a folyamatos működést finanszírozni. Ezért különösen fontos a pénzáramlási terv elkészítése a vállalkozás elindulásakor.

Az eddigiektől elkülönítve térünk ki az újszerű megoldást jelentő **bootstrapping** finanszírozási lehetőségre. „A finanszírozási bootstrapping olyan, az üzleti életben főleg kis vállalkozások által használt technikák összessége, amelynek célja a rendelkezésre álló erőforrások minél hatékonyabb felhasználása és a vevői igények kielégítése anélkül, hogy hosszú távú külső finanszírozási formákat kellene igénybe venni, és ezáltal elkötelezni magát az adott vállalkozásnak.”<sup>25</sup>

A bootstrapp finanszírozás, vagyis a pénzkímélő technikák alkalmazása nagy jelentőséggel bír az induló vállalkozások pénzügyi működtetésében, amelyekre a minimális összegű költségvetés és a korlátozott mértékben rendelkezésre álló erőforrások jellemzők. Ezen kkv-k különféle pénzkímélő technikák alkalmazása révén próbálják meg pénzügyi, elsősorban likviditási helyzetük javítását. A bootstrapp finanszírozást igénylő vállalkozások a kiadások minimalizálására, valamint a bevételek maximalizálására törekednek. Winborg<sup>26</sup> kutatásában azt igazolta, hogy a kis- és közepes vállalkozások a költségeik csökkentése, működési kockázatuk minimalizálása, valamint a tőkehiányból fakadó kényszer miatt folyamodnak ehhez a finanszírozási módhoz.

Ezen finanszírozási forma egyik előfeltétele, hogy az alapító saját pénzeszközállománnyal rendelkezzen, és a külső finanszírozási források igénybevételenek lehetősége folyamatosan biztosított legyen a már meglévő saját tőke mellett.

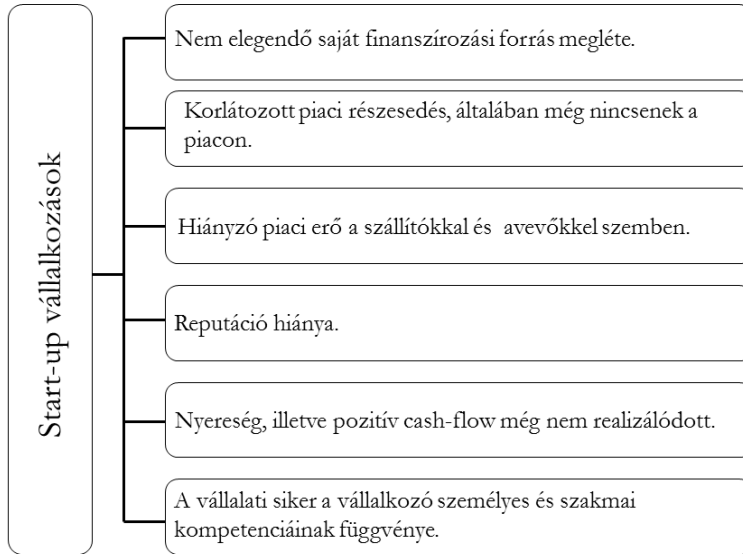
A bootstrapping keretében alkalmazott technikák közül talán a legnagyobb jelentősége az üzleti terv elkészítésének van, amelyben a működéshez szükséges feltételek, pénzügyi- és humán erőforrások, erősségek és esetlegesen gyengeségek, ellentmondások részletesen bemutatásra kerülnek. Mindez segítséget nyújt abban, hogy a még gyakorlati tapasztalattal nem rendelkező vállalkozók sikerre vihessék az eddig még csupán elméleti szinten mozgó elképzeléseiket. Egy üzleti terv elkészítése képezheti egy sikeres vállalkozás bázisát. Azonban nem csupán a cégalapító számára bír a tartalmas és valós képet mutató üzleti terv nagy jelentőséggel, hanem a potenciális befektetői kör számára is, hiszen a múltbéli működésre vonatkozó adatok hiányában csak egy részletes, vállalati működést bemutató terv alapján képes megítélni a vállalkozás jövőbeli sikerességét és ennek birtokában egy (pozitív) finanszírozási döntést

hozni. Az üzleti terv a vállalat stakeholderei részére is azt a képet nyújtja, hogy egy valóban felkészült, elkötelezett vállalattal állnak kapcsolatban. Annak érdekében, hogy a folyamatosan vállalati fejlődés biztosított legyen, a tulajdonosnak tisztában kell lennie a kitűzött céljaival, valamint az elképzelt üzleti tervéhez alkalmazott stratégiával.

Az induló vállalkozók túlnyomó része tehát semmiféle tapasztalattal nem rendelkezik, így lehetőségük van, már működő vállalkozásoktól szakmai támogatást kérni, felsőoktatási intézményekkel együttműködni, vagy különféle szervezett képzéseken részt venni, és folyamatosan fejleszteni, bővíteni ismereteiket. Ezáltal széleskörű elméleti és gyakorlati síkon mozgó tudásra tehetnek szert oly, a vállalat működését kritikusan érintő területeken, mint a költségvetés, finanszírozás, számvitel, adózás vagy éppen a nyújtott tevékenység terjesztésében jelentős szerepet játszó marketing. A marketing területén előnyt jelenthet a bootstrapping keretében egy megelőző piackutatás lefolytatása, amely során a potenciális vevői és beszállítói kört azonosíthatjuk. A vállalkozás magvető szakaszában nagyon fontos, hogy a megtermelt javak és előállított szolgáltatások azonnal vevőre találjanak. Amennyiben előre azonosítják a felvevő piacot, ismerik az elvárt igényeket, céltudatosan képesek kielégíteni a szükségleteket, ami pedig a vállalkozás egyenes ágú növekedéséhez vezet.

Az elindulás szakaszra jellemző azonban az alacsony szintű tőkeállomány, valamint a finanszírozási kockázat jelenléte is. Az alacsony tőkeállomány jelenti az egyik fő problémát, amely a fiatal vállalkozás gyors megszűnéséhez is vezethet. Az induló vállalkozásokra jellemző, hogy nem rendelkeznek megfelelő mennyiségű saját tőkével, ami elsősorban abból fakad, hogy rendszerint az alapító korlátos mennyiségű erőforrás birtokában van.<sup>27</sup> Az alacsony saját tőke arány egyrészt azt jelenti, hogy a szükséges beruházásokat az induló szakaszban nem tudják megvalósítani, másrészt pedig megnehezíti a további finanszírozási forrásokhoz való hozzájutást is. A fejlődéshez azonban egyre több pénzre van szükség, ennek ellenére a jövedelem-termelő képesség általában még ebben a periódusban is igen alacsony. Ebből következik az igen jelentős finanszírozási kockázat jelenléte is, ami egyben az alacsony adósságszolgálat visszafizetésének képessége. A vállalat pozitív adósságszolgálati képessége egy döntő kritérium a tőkét biztosító számára annak eldöntésére, hogy pénzügyi eszközöket a vállalat rendelkezésére bocsásson-e. Az induló szakaszban további problémát jelent, hogy nem rendelkeznek összehasonlítható múltbéli adatokkal, ami segítené a forgalom, a nyereség, avagy a cash-flow előre jelezhetőségét.



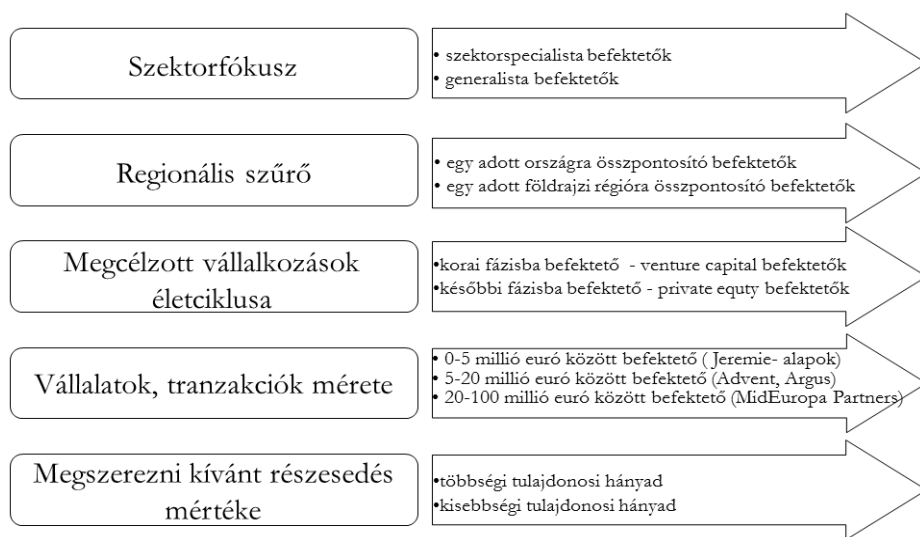


6. ábra. Startup vállalkozások jellemzői<sup>28</sup>

Napjainkban kiemelt jelentőséget, figyelmet tulajdonítanak a *Startup vállalkozásoknak*, melyek korai fázisú, jelentős növekedési potenciált magában hordozó vállalkozások. Gyakorlatilag pontos definíció nem is létezik, azonban a jellemzőit meg tudjuk határozni (6. ábra). Eric Ries <sup>29</sup>Lean Startup könyvében az alábbi definíció olvasható: „olyan vállalkozás, amely célja egy új termék vagy szolgáltatás létrehozása szélsőségesen bizonytalan feltételek között.” A startup egy olyan vállalat, amely nagyon gyors – pár éves – növekedési potenciállal kecsegtet, nem regionális, hanem nemzetközi piacokat céloz és valami innovatív szolgáltatást vagy terméket vezet be, hiánypótló, problémamegoldó árut, mindezt minimális saját tőkével, jellemzően magas tudásbázissal a háttérben. Jellemzően KKV méretű vállalatokról beszélünk<sup>30</sup>. A startup cég egyik legfontosabb ismérve, hogy innovatív, törekszik az újra, az újításra, legyen szó egy termékről, egy szolgáltatásról vagy akár egy módszerrel. Az innováció nem csupán egy-egy terméket határozza meg, hanem magát a vállalati tevékenységet és felépítést is jellemzi általában. Egy általános értelemben vett induló vállalkozással szemben a startup cégek olyan értéket kívánnak teremteni, amely addig nem volt elérhető, vagy kevésbé volt szokványos. Mivel az általuk megtermelt készpénz nem elegendő a működés és a növekedés finanszírozására, ebből kifolyólag folyamatosan külső forrás igénybevételére van szükségük. A pénzáramuk volatilitása, valamint annak kockázata végett nem képesek banki hitel keretében forráshoz jutni. Így a befektetők általában tőkeemeléssel szállnak be egy adott cégbe.

### Kontrollálatlan növekedés

A sikeres elindulást követően, a kontrollálatlan növekedés (egyes szakirodalomban korai növekedés) ciklusba léphet a vállalkozás. Ekkor dinamikusan növekedik az értékesítés, az újabb és újabb vevői igények kielégítése érdekében a vállalkozás fokozatos bővítése válik szükségessé. A növekedés finanszírozásához pénzforrás szükséges, miközben a működés finanszírozása is gondot jelent. A ciklusra jellemző a folyamatok formalizálatlansága, nincsenek hatáskörök, felelőségi körök, nincs kontroll. Ennek következtében a bevételek és kiadások egyensúlya időről időre felborul, nem mindig sikerül időben kifizetni a béreket, a szállítókat. A finanszírozáshoz a vállalkozók elsősorban belső forrásokat vesznek igénybe, ezt követően sor kerülhet saját tagi kölcsön majd a család és rokonok pénzüsszegeinek igénybe vételére. A külső források közül a szállítói hitelek és vevői előlegek is megoldást jelenthetnek, ha a vállalkozónak megfelelő ehhez az alkupozíciója. A külső források közül a támogatások egy része kifejezetten a növekvő vállalkozásokra irányul, ezek elnyerése hosszabb távú megoldást jelenthet. A különösen magas növekedési ütemet ígérő fejlesztések megvalósításához üzleti angyal és kockázati tőke bevonása szintén enyhítheti a vállalkozás gondjait.<sup>31</sup>



7. ábra. A kockázati tőkebefektetők tipizálása<sup>32</sup>

A befektetőknek alapvetően két típusát különbözteti meg a szakirodalom. Egyrészt beszélhetünk *pénzügyi befektetőkről*, akik csupán a nagyobb haszon megszerzését célozzák meg, másrészt meg kell említeni a *szakmai befektetőket* is, akik a tulajdonosi jogkör megszerzésére és annak tartós fenntartására is törekednek. Így számukra fontos a menedzsment szerep is, mivel a vállalat irányításában is aktív módon részt kívánnak venni.

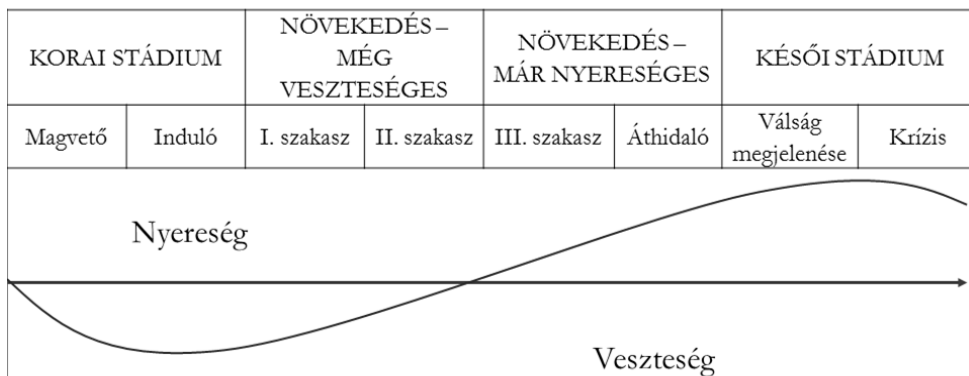
A *kockázati tőkebefektetők* működése, befektetési gyakorlata sokféle szempontból csoportosíthatók, amelyek alapján a befektetők is tipizálhatók. A különböző csoportosítást a 7. ábra foglalja magában.

A kockázati tőke nyújtása időben korlátozott. A kockázati tőkebefektetők általában 3 – 7 éve működő vállalatokat céloznak meg, amelyek termékei vagy hozamuk még a kezdeti stádiumban vannak, esetleg most indultak fejlődésnek, viszont a növekedésük és a piaci értékük várható emelkedése jelentős potenciállal rendelkezik<sup>33</sup>. A kockázati tőkebefektetők belépésük előtt 2 fontos dolgot mérlegelnek: a vállalati növekedés esélyének realitását és az abból következő hozamokat. A kockázati tőkére jellemző, hogy egy vállalati életciklus első és végső szakaszára korlátozódik. Többnyire fiatal, innovatív, a technológia területén (mikroelektronika, információ-technológia, kommunikációs technológia vagy biotechnológia) tevékenykedő vállalkozók veszik igénybe ezen finanszírozási lehetőséget.

A kockázati tőkebefektetések megkülönböztethetőek a szerint, hogy a vállalkozások életciklusának mely fázisában vesznek részt finanszírozóként. A finanszírozás időbeli tagolása alapján a részesedésfinanszírozás két csoportra osztható:<sup>34</sup>

- Early-Stage-finanszírozás: A vállalkozások korai szakaszában jellemző kockázati tőke finanszírozás ( Venture-Capital);
- Later-Stage-finanszírozás: A vállalkozások későbbi szakaszában jellemző kockázati tőke finanszírozás (Private-Equity).

A 8. ábra ezt hivatott összefoglalni a nyereség és a veszteség függvényében. Jól látható, hogy az induló vállalkozásokba fektető kockázati tőkések nagyobb arányban szenvednek el veszteséget, míg a növekvő vállalkozásoknál jelentős nyereség realizálható.<sup>35</sup>



8. ábra. A nyereség és veszteség alakulása életciklus szakaszonként<sup>36</sup>

A kockázati tőke, mint finanszírozási forrás azonban a vállalat indulásakor is komoly szerephez juthat. A vállalati finanszírozás a korai stádiumban 3 fázisra tagolódik:<sup>37</sup>

- *Seed-finanszírozás*: A seed(magvető)-finanszírozás szakasza a vállalat alapítás előkészítő szakaszára korlátozódik. A befektetésnek ez a formája a kutatást

és a fejlesztést támogatja, a meglévő ötlet, később a termék fejlesztését. Ez a szakasz egészen addig tart, amikor már meg lehet ítélni az ötlet piaci megvalósíthatóságát. Fontosan tartom megjegyezni azonban, hogy csak igen kevés esetben veszi igénybe egy, az alapítás fázisában lévő vállalkozás a részese-désfinanszírozás ezen formáját. Ebben a szakaszban gyakran megjelennek még az ún. üzleti angyalok.

*Összefoglalva:* Minimális tőkeigény és veszteség a kisméretű vállalati struktúra miatt.

- *Startup finanszírozás:* A befektetésnek ez a típusa az induló, vagy a piacon még csak igen rövid ideje működő vállalatok termékfejlesztését támogatja, olyan vállalatokét, amelyek még nem kezdték forgalmazni termékeiket<sup>38</sup>. Az üzleti modell fejlesztésének időszakától, a termék technológiai megvalósításán át egészen a prototípus megvalósításáig tartó időszakról van tehát szó.

*Összefoglalva:* Magas tőkeigény és jelentős a veszteség lehetősége is, mivel még forgalom nem realizálódott és a ráfordítások mértéke is jelentős.

- *First-stage finanszírozás:* A növekedés első szakaszának finanszírozása a piacra bevezetett termék gyártásának és értékesítésének felfuttatására szolgál. Ekkor már a termék a piacon van. Ebből kifolyólag a pénzeszközöket olyan vállalkozások kapják, amelyeknek van kereskedelmi tevékenységük.

*Összefoglalva:* Magas tőkeigény csökkenő veszteségi kilátásokkal párosítva, mivel a forgalom növekedése azonos ráfordítási szinttel párosul.

A vállalkozások későbbi szakaszában jellemző kockázati tőke finanszírozás (Private-Equity) egyaránt jelöli a tőkepiaci szereplők meghatározott körét, valamint magát a tőkét, amelyet ezek a vállalkozásokba fektetnek, továbbá a magántőke a tőkepiaci befektetési eszközök egyik osztályát is jelöli. A magántőke befektetési forma a lehetőségek széles skáláját nyújtja a befektetők számára, akik a befektetési módszerek széles választékából válogathatnak szabad pénzeszközök elhelyezésére. Léteznek ún. magántőke társaságok és kockázati tőke-társaságok, amelyek a vállalkozások számára saját tőkét vagy ehhez hasonló pénzügyi eszközöket folyósítanak. Egy ilyen társaság kezeli a befektetői által elhelyezett tőkét. A központi feladatai közé tartoznak többek között:

- a megfelelő befektetési lehetőség kiválasztása,
- a befektetés teljes lebonyolítása,
- annak folyamatos nyomon követése – ellenőrzése,
- tőkekivonás.

Sokat segíthet ebben a szakaszban a professzionális vezetési ismeretekkel, tapasztalattal rendelkező üzlet angyal megnyerése, aki nemcsak pénzügyi támogatással is támogatja a vállalkozást, mivel a további növekedéshez a folyamatok megszervezésére, szervezet formalizálására, színvonalas vezetési eszközök alkalmazására is szükség van. Bankhitel felvételére ebben a ciklusban a vállalkozás lehetőségei még mindig korlátozottak. Előfordulhat, hogy a tulajdonosok saját megtakarításaikból

megemelik a saját tőkét, - ha van erre fordítható pénzük –és így biztosítják a vállalkozás fennmaradását.

### **Növekedés formalizált keretek között**

A növekedési fázisban különösen nagy jelentőséggel bír a folyamatos pénzügyi likviditás biztosítása és a megfelelő tőkestruktúra kialakítása, ami a vállalati finanszírozást jelentősen befolyásolja<sup>39</sup>. A növekedési fázisban különösen nagy jelentőséggel bír a folyamatos pénzügyi likviditás biztosítása és a megfelelő tőkestruktúra kialakítása, amik a vállalati finanszírozást jelentősen befolyásolják<sup>40</sup>. Ebben az életszakaszban a kiegyensúlyozott működés és a további növekedés a jellemző, már tartósan nyereségesen tud működni a cég. A működését stabilizáló vállalkozás már képes lehet a képződött belső forrásokból finanszírozni a működését és a további növekedését is. Magas növekedési ráta esetén azonban külső források bevonása válhat ismét szükségessé. Ezeknek a vállalkozásoknak a pénzintézetek által adott hitelek elérhetőek, az informális tőke szerepét pedig átveszi a lényegesen magasabb finanszírozási kapacitású kockázati tőke<sup>41</sup>. Az európai uniós és hazai kormányzati támogatások szintén nyújthatnak kedvező lehetőséget.

Vállalati növekedésről akkor beszélhetünk, amikor a jelenlegi kapacitás meghaladja az eddig használt kapacitást, és ha az újonnan szerzett és egyúttal kihasznált kapacitásról van szó<sup>42</sup>. A vállalati növekedést mérhetjük az értékesítése árbevétel, a jövedelmezőség, az alkalmazotti létszám, de éppen a vállalati nagyság mérete alapján is. Amennyiben a cég a növekedését tartósan képes fenntartani, ezen tényezők szinte mindegyike bővülést mutat.

A növekedés azonban egy idő után lelassul, majd aztán meg is áll. A vállalati növekedésből így tér át a vállalat egy következő életciklusba, amit a szakirodalom érettségnek nevez.

### **Megállapodottság, érettség**

A szakirodalomban gyakran érettségnek is nevezett életciklusban a zavartalan működéshez szükséges források biztosítása a cél. A képződött nyereség általában elegendő a különböző érdekcsoportok (tulajdonosok, vezetők, munkatársak) elvárásainak kielégítéséhez. Az üzletmenethez, a célok teljesítéséhez elegendők a képződött belső források és igénybe vehetők a pénzintézeti hitelek. Ez az életciklus azonban sok vállalat számára kritikus is lehet, de jól kidolgozott stratégiával stabilan, és hosszasan biztosítható ennek fenntartása<sup>43</sup>. Fontos kiemelni, hogy a három szinten történő tervezés, vagyis a rövid-, közép- és hosszú távú tervek készítése elhanyagolhatatlan<sup>44</sup>. Az érettség szakaszában természetesen lehetőség van – pl. a szervezet megújításán, belső átalakításán keresztül – egy újabb növekedési pályára kerülésre. Számos szakkönyv említést tesz azonban a tőzsdére való bekerülésről is, azonban a hazai kkv-szektorra ez kevésbé jellemző, ezért bővebb ismertetésre nem kerül sor.

A finanszírozás szemszögéből az érettség szakasza talán a legkedvezőbb, hiszen ekkor már minden, a korábban bemutatott finanszírozási forrást alkalmazhatja a vállalkozás. E fázisban mégis talán két forrás jut kiemelkedő szerephez. Egyrészt, a vállalkozás LBR-elvárásnak (likviditás, bonitas, rentabilitás) való teljes körű megfelelés, valamint a múltbéli adatok alapján történő tervezhetőség miatt a bankok szívesen nyújtanak vállalati hiteleket. A bankhitelek sokféleképpen oszthatóak. Külön ki lehet emelni azonban két hiteltípust, amelyeket igen gyakran igényel a kkv-szektor. Az egyik ilyen az ún. *forgóeszközhitel*, melynek célja, hogy a vállalkozás rövid és/vagy hosszú távú forgóeszközigényeit, úgymint a készlet, alapanyag beszerzés, egyéb működési költségek, a vevőkkel szembeni követelések állományát finanszírozza. A forgóeszközhitel olyan, a jelenben felmerülő kiadásokat fedez, melyek természetes forrása a jövőben realizálódó árbevétel<sup>45</sup>. A másik gyakran igényelt hiteltípus a *beruházási hitel*, amellyel a vállalkozás a befektetett eszközállomány bővítését, meglévő eszközállomány fejlesztését, pótlását, megújítását kívánják biztosítani a vállalkozások. A beruházási hitel lényege, hogy a vállalkozások az igénybevétele révén előrehozzák a pénzügyi helyzetük felhasználását, és a sikeres beruházás által generált pótlólagos jövedelem a visszafizetés forrásául szolgál<sup>46</sup>.

A vállalat érett szakasza azt is jelenti, hogy már egy stabil, megfelelő vevői körrel rendelkezik a cég, és egy pontos nyilvántartással rendelkezik arra vonatkozóan, hogy a vevői állományuk mennyire megbízható, milyen pontosan tesznek eleget a fizetési kötelezettségüknek, tehát pontosan látják a cégek – több évre visszamenően – a partnereik fizetőképességeit, valamint fizetési hajlandóságukat. Így ebben a szakaszban, ezen információk birtokában fontos finanszírozási forrást jelenthetnek a *vevőtől kapott előlegek* is. A vevői előleg a rövidlejáratú idegen finanszírozás közé sorolható. A vevői előleg nem más, mint egy hitel, hiszen a vevő a termék kézhezvételét, vagy a szolgáltatásnyújtás teljesítését megelőzően pénzt juttat az eladóhoz. Tehát a vevő az áru, a szolgáltatás teljes ellenértékét vagy annak egy részét még az áru átvételét, szolgáltatás igénybevétele megelőzően fizeti meg<sup>47</sup>. A vevői előlegek bizonyos iparágakban elhanyagolhatatlanok, mivel nélküle - a magas előállítási költségek és a hosszú termék előállítási idő miatt – nehezen lenne megvalósítható az adott termék előállítása. Ilyen iparágak minősül többek között a hajógyártás, repülőgépgyártás, építőipar.

A vevői előleghez nagyon hasonlít a *szállítói hitel* is. A szállítói hitel is egy rövidlejáratú hitel, amely során a vállalkozás a szállítótól kapott termékek/szolgáltatások ellenértékét nem azonnal, hanem kölcsönösen megállapított határidőn belül egyenlíti ki. Ezt a hitelezést a szakma passzív hitelnek nevezi. A szállítói hitel tulajdonképpen az eladásösztönzés egyik eszköze, hiszen elsősorban a szállító forgalmának növekedését, valamint annak üzleti kapcsolatainak bővítését szolgálja. A szállítói hitelekkel a szállító piacot szerez és biztosít magának, a vevő pedig csökkenti a likviditási problémáit és javítja a cash-flow helyzetét<sup>48</sup>. A szállítói hitel vesztesei leggyakrabban a kis- és középvállalkozások, mivel a nagyvállalatok erősebb alkupozícióval rendelkeznek. A szállítói hitel is kamatmentes, mégis azt mondhatjuk, hogy drágább megoldás. (Amennyiben a vevő a számla esedékességét megelőzően fizet, úgy készpénzfizetési engedményre lehet jogosult.). A szállítói hitelnek az előző gondolatmenetből

kiindulva létezik egy alternatív költsége. Ez a költség pedig nem más, mint a készpénzfizetési kedvezmény igénybe nem vétele.<sup>49</sup>

### Hanyatlás, vállalati krízisfinanszírozás

A vállalatok az életpályájuk során gyakran kerülnek az ún. vállalati krízis szakaszába. A vállalat érett szakaszát, - amelynek elején a vállalat gyors növekedése a jellemző - gyakran követi a válság fázis. Ennek hátterében elsősorban a konjunktúra enyhülése, majd jelentős visszaesése húzódik. Ha egy vállalat a forgalmazott termékeit és szolgáltatásait nem újítja meg folyamatosan, vagy csak egy rövid időre is lemarad a technika, technológia rohamos fejlődésétől, az így keletkező „hátrány” képes kiszorítani a piacról ezeket a produktumokat. A gazdasági fellendülés szakaszát sok vállalat nem képes kontrollálni, megfelelően kézben tartani, így előfordulhat, hogy a (nem megfelelő szakmai ismeretekkel bíró) menedzsment szem elől veszíti a vállalati működést<sup>50</sup>. Gyakran ez okozza a vállalat lecsúszását az érett szakaszból a válság fázisába. A vállalati válság szakaszát a látványosan visszaeső forgalom és így a jelentős mértékű bevételkiesés jellemzi. Minden vállalati válság időszakában jellemző a menedzsmentre nehezedő nyomás, a cselekvési- és intézkedési tervek, valamint a megfelelő döntések meghozatalának a területén. A gazdasági krízis veszélyezteteti mind a belső, mind a külső érintettek kifizetéseinek folyósítását. A szállítók jogosan tarthatnak attól, hogy nem kerül kiegyenlítésre a követelésük. A bankokat a szerződésben rögzített feltételek be nem tartása fenyegeti, vagyis, hogy a vállalat nem lesz képes eleget tenni a tőketörlesztési és kamatfizetési kötelezettségének. A dolgozóknak számba kell venni azon kimenetelt is, hogy elesnek a jogos bérkifizetésüktől. Végül pedig a tulajdonosoknak is le kell mondaniuk az osztalékfizetésről, és rosszabb esetben a vállalat rendelkezésére bocsátott tőkevesztéssel is számolniuk kell. Láthatjuk, hogy a vállalati válság minden stakeholdert jelentősen érint.

Felvetődik a kérdés, hogy mégis ilyen esetben mit tehet a vállalkozás? Azt mondhatjuk, hogy az egyik megoldást a megfelelő vállalati tervezés jelenheti. A szakirodalom<sup>51</sup> kétféle tervezési irányt említ. Az egyik lehetőség a finanszírozási döntések alapos mérlegelésével, és azok megalapozását szolgáló pénzügyi tervezéssel, illetve a döntések likviditásra gyakorolt következményeivel foglalkozik. Mindezt együttesen *likviditás-menedzsmentnek* hívja a szaknyelv. A pénzügyi tervezés az a folyamat, amelynek során a gazdasági döntések összes hatását mérlegelik. A pénzügyi tervezés feladata a vállalkozás pénzügyi egyensúlyának megteremtése és tartós fenntartása. (Majdnem) minden vállalat életében meghatározó jelentőségű a cash-flow tervezés, a likviditásmenedzsment, melynek célja, hogy biztosított legyen a vállalat fizetőképessége. Tehát a likviditás-menedzsment magába foglalja a vállalati likviditás tervezését és minden intézkedési, beavatkozási eljárást, amelyek pozitív irányban befolyásolják a vállalkozás pénzügyeit. A likviditás-menedzsment egyik legfontosabb eszköze a pénzügyi terv, amelyben minden fontos finanszírozási folyamat kimutatható. A gyakorlatban érdemes két pénzügyi tervet elkészíteni. Ajánlott egy négy hetes időintervallumra készíteni pénzügyi tervet, amely napra lebontva tartalmazza a pénzáramokat. Az ilyen típusú pénzügyi tervezést folyamatosan kell felülvizsgálni,

és amennyiben szükséges, aktualizálni. Így a likviditáshiány azonnal kimutatható és az azonnali intézkedések meglépésére is lehetőség van. A második likviditási tervet 12 hónapra érdemes tervezni. Így lehetőség nyílik a teljes évet egy helyen, átfogóan látni, továbbá a szezonális alapos megtervezését is biztosítja.

### Primer kutatás a hazai vállalkozások esetében

A primer kutatás célja feltárni a hazai vállalkozások finanszírozási szokásait, jellemzőit. Módszerként a standard kérdőíves megkérdezést választottuk. A kvantitatív adatgyűjtés során használt strukturált kérdőív véglegesítése előtt végeztünk néhány vállalkozóval mélyinterjú vizsgálatot, valamint próbakérdőívezést is. A kérdőívben nyitott és zárt kérdések egyaránt szerepeltek, továbbá skálatechnika és feleletválasztós kérdések is alkalmazásra kerültek. Az adatelemzés során az adatok bevitelére Microsoft Excel programmal, értékelése SPSS programcsomaggal történt. Az adatelemzést egyváltozós és többváltozós statisztikai módszerekkel végeztük. Mintavételi próbálkozásaink elején a reprezentativitásra törekedtünk, azonban azt tapasztaltuk, hogy a hazai társaságok félve nyilatkoznak a pénzügyi helyzetükről és a mindenkori gazdasági környezetről, beleértve a kormányzati, monetáris jellegű intézkedések általuk tapasztalt hatásokat is. Így a reprezentatív mintavétel helyett a véletlen mintavétel módszerét alkalmaztuk, kiegészítve az ún. hólabda módszerrel.

### A kutatás körülményei

A primer kérdőíves kutatás során a kérdőívek vállalatokhoz történő eljuttatása során következő módszerek kerültek alkalmazásra:

- postai megkérdezés (önkitöltős kérdőív, papíros formátum),
- személyes megkérdezés, papíros formátum,
- telefonos megkérdezés, számítógéppel támogatott,
- internetes, online megkérdezés (számítógéppel támogatott önkitöltős kérdőív).

A kérdőívek vállalatokhoz történő eljuttatása személyesen, interneten és különböző közvetítő, kapcsolattartó szervezeteken (úm. Fiala Vállalkozók Országos Szövetsége (FIVOSZ), Budapesti Kereskedelmi és Iparkamara, Vállalkozók és Munkáltatók Országos Szövetsége (VOSZ), Magyar Kereskedelmi és Iparkamara és területi kamarák) keresztül a személyes kapcsolatfelvételt követően valósult meg.

A kérdőívezés 2015. márciusa és júniusa között zajlott. A kutatási mintasokaságban összesen 475 értékelhető kérdőív szerepel. A válaszadók anonimitása fontos kritérium, így ez minden esetben biztosított volt.

Figyelembe véve a kérdések jellegét valamint a kérdések számát a kérdőív kitöltése 10-15 perces kitöltési időt jelentett vállalatunként.



A kérdőív három fejezetre tagolódik. Az első rész 13 kérdésen keresztül (nyitott és zárt kérdéseket egyaránt alkalmazva) a vállalkozás általános adataira (úm. méret, foglalkoztatottak száma, ágazat) kérdez rá. A második fejezet mindösszesen 11 kérdést tartalmaz a vállalkozás finanszírozottságára vonatkozóan, míg az utolsó rész 13 kérdésen keresztül a Növekedési Hitelprogram (továbbiakban: NHP) problematikáját vizsgálja annak kiemelt jelentősége miatt.

A hazai gazdaságot a bankközpontúság jellemzi. A pénzügyileg erősebb, hazai és külföldi tulajdonú vállalkozások a külföldi bankok forrásaihoz könnyebben hozzájuthatnak, míg a kisebb, elsősorban magyar tulajdonú vállalatok a hazai forrásokhoz is lényegesen nehezebben, a külföldi forrásokhoz pedig szinte egyáltalán nem juthatnak hozzá. A bankközpontúság mellett fontos hangsúlyozni azt is, hogy a magyar gazdaság banki alapon működik, vagyis a pénz- és tőkepiac nagyon szegényes. Ebből következik, hogy jelentős forrásokat a vállalati szektor a bankszektortal együttműködve képes csupán szerezni. A KKV-k hitelezése (az árfolyamhatást kiszűrve) 2008 óta kisebb kilengésekkel, de folyamatosan mérséklődött. A válság idején hazánkban is jelentősen beszűkült mind a lakossági, mind pedig a vállalati hitelezés. A Magyar Nemzeti Bank a hitelezés további zsugorodását próbálta megállítani, illetve a hitelezési aktivitást növelni azzal, hogy 2013. június 1-jén elindította a Növekedési Hitelprogramot.<sup>52</sup> Valószínűsíthető, hogy a bankok hitelezési hajlandósága, kockázat vállalása függ attól, hogy a potenciális adós törlesztési terhe hogyan alakul a jövőben, ami függ a kamat nagyságától, a kamatkockázattól, és az esetleges árfolyamkockázattól. Ez a hipotézis azt is vélelmezi, hogy a kedvezőbb kondíciók mellett elérhető hitel a hitelkeresletet a hitelfelvevők oldaláról is élénkíti, tekintve, hogy az NHP hosszú lejáratú, fix, alacsony kamatozású (2,5%-os kamatszint és 10 éves maximális futamidő) hitelt kínál a magasabb kamatú, többnyire változó kamatozású és rövidebb lejáratú piaci hitelek helyett.

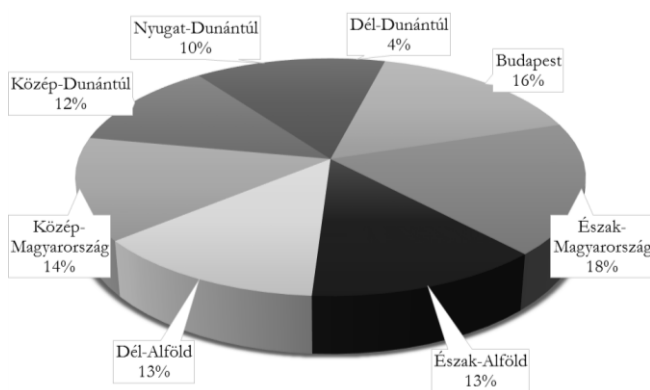
A Növekedési Hitelprogram számos előnnyel rendelkezik, úgymint: rendkívül kedvező, rögzített maximum évi 2,50 % kamat, fix havi tőketörlesztő részlet, jól tervezhető kiadások, hosszú futamidő, javuló jövedelmi helyzet, továbbá hogy az új, vagy elhalasztott beruházások megvalósítását ösztönzi. Lényeges kiemelni, hogy felhasználható az uniós források előfinanszírozására is. Bizonyítható az is, hogy a két forrásszerzés között szoros kapcsolat van. Alapvetően két kapcsolódási pont érzékelhető: a vissza nem térítendő és a visszatérítendő források konstrukciója. A két forrás bizonyos értelemben helyettesítő terméknek tekinthető, a hitel kiegészítő termékül is szolgálhat a támogatások elő-, illetve társfinanszírozása során, így fontos, hogy ne egymás helyett, egymással versenyezve igényeljék a vállalatok, hanem egymást kiegészítve, hatásukat fokozva alkalmazzák azokat.

Rendkívül fontos erőssége az NHP-nek, hogy hatására a hazai KKV-k elkezdtek hinni abban, hogy van hová fordulni forrásért. Az NHP rámutatott arra, hogy mégis létezik „olcsó pénz”, azonban nem „ingyen pénz”. Fontos mindez, hiszen eddig a bank- és a KKV-szektor egymást vádolta: a bankszektor nagyon hiányolta a vállalkozók sikeres ötleteit, a vállalkozók pedig a túl drága hitelre panaszkodtak. Mindezt úgy lehetett megoldani, hogy az egyik változót kiiktatták, és így született meg az

olcsó forrás az NHP keretében. A KAVOSZ kutatásai<sup>53</sup> bizonyítják, hogy a korábbi 50%-ról, 78%-ra nőtt azon vállalkozók aránya, amelyek az általuk végzett felmérésben azt válaszolták, hogy szeretnének beruházni. Ez egyben azt is jelzi, hogy az NHP valóban elérte a célját, mert sikerült megpezsztítenie a vállalkozó kedvet.

### A minta jellemzői

A visszaérkezett vállalkozások válaszai alapján területi koncentráció nem mutatkozik. A cégek székhely szerint az alábbi eloszlást mutatják (9. ábra): a vállalatok 16%-a budapesti, a közép-magyarországi régióban (a fővároson kívül) 14%-uk folytat üzleti tevékenységet; a dunántúli régiókból a részvétel 26%-os, míg az észak-magyarországi, észak-alföldi és dél-alföldi régiókból összesen 44% a kutatásban részt vevő cégek aránya. A válaszadók geográfiai eloszlása azt mutatja, hogy a kutatási kérdőív kitöltésére dominánsan a közép és kelet-magyarországi vezetőik vállalkoztak.



9. ábra. A vizsgálatba bevont vállalatok székhely szerinti eloszlása, Saját kutatás  
N=475

Az értékelhető kérdőívet visszaküldött vállalatok több mint fele (62%) korlátolt felelősségű társaság, 25%-ot képviselnek a betéti társaságok, csupán 2% a részvénytársaság és 3% a közkereseti társaság aránya. Ez az eloszlás a KSH által közzétett 2008-as vállalkozási formára vonatkozó értékekhez<sup>54</sup> képest jelentős arány eltolódást mutat, mivel a magyar összvállalati populációban a korlátolt felelősségű társaságok és a betéti társaságok közel azonos arányt – 18% illetve 17% - képviselnek. A résztvevő vállalatok 52%-a esetében, a szervezetet egyetlen hazai személy tulajdonolja, 43%-uk pedig több, hazai személy birtokában vannak. A válaszokból az is kiderül, hogy a minta mindössze 4%-a esik azon kategóriába, ahol a hazai és külföldi tulajdonosok is szerepelnek, azonban döntően a magyar tulajdonosi hányad a meg-

határozó. A 475 válaszból csupán 1 olyan vállalat volt, ahol a döntő tulajdonosi hányadot a külföldi tulajdonos birtokolja. A minta 96%-a tehát olyan vállalat, amely teljese körűen magyar tulajdonban van.

### A mérés főbb eredményei

A kérdőív egyik kérdése azt vizsgálta, hogyan alakult az elmúlt 5 évben a vállalkozás likviditása, pénzügyi helyzete, jövedelmezősége, hosszú távú fennmaradási esélye, árbevétele, adózás előtti eredménye, valamint a pénzügyi forrásokhoz való hozzájutás lehetősége. Az eredmények átlagosan a 3 (nem változott) és a 4 (többnyire javult) értékek között mozognak. Mindez azt jelzi, hogy a 2008-as válságot követően felmérések bizonyították, hogy rendkívül módon romlott a kkv-szektor helyzete, azonban ez mára megfordulni látszik. Kismértékű javulás már érzékelhető, amely vélhetően a pénzügyi világ stabilizálódásának, a magyar monetáris és kormányzati intézkedéseknek, valamint a Növekedési Hitelprogramnak egyaránt köszönhető. A végzett elemzések alapján kimutatható, hogy az NHP-vel rendelkező szervezetek több, mint 70%-a új beruházásra igényelte a forrást. A kapott eredmény rendkívül kedvező képet mutat, hiszen az új beruházások kedveznek igazán a gazdaság összeteljesítményének. Hasonló eredményről számol be a Magyar Nemzeti Bank által 2014-ben végzett – nem reprezentatív – kérdőíves felmérés<sup>55</sup> is. A válaszadók közel egynegyedénél kifejezetten az NHP nyújtotta lehetőség miatt fogalmazódott meg egy új beruházás ötlete, és a kibocsátott hitelállomány közel 65%-át új beruházások megvalósítására helyezték ki. Látható, hogy az NHP lehetőséget teremt a korábban elhalasztott, vagy újonnan felmerülő beruházási ötlet megvalósítására.

2. táblázat. Az alábbi pénzügyi kategóriák alakulása az elmúlt 5 évben

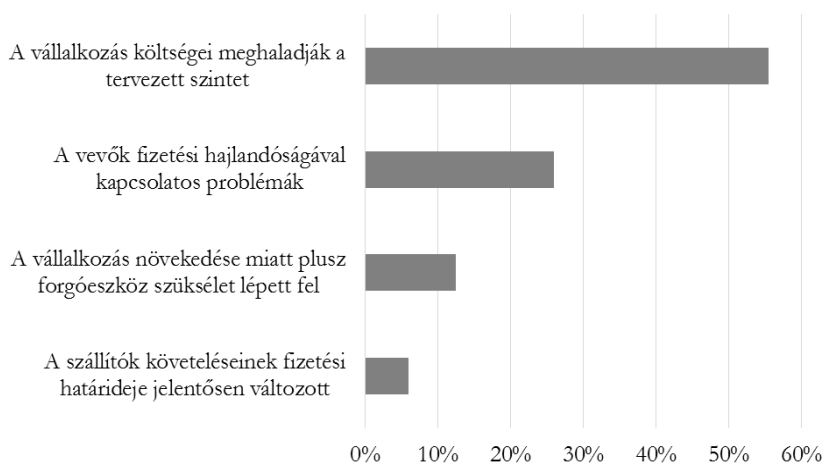
Saját kutatás N=475

Pénzügyi kategória	Átlagérték
Likviditás	3,375
Pénzügyi helyzet	3,438
Jövedelmezőségi helyzete	3,34
Hosszú távú fennmaradási esély	3,365
Árbevétel	3,57
Adózás előtti eredmény	3,473
Pénzügyi forrásokhoz való hozzájutás	3,167

Megjegyzés: (1): teljes mertekben romlott, (2): többnyire romlott, (3): nem változott, (4): többnyire javult, (5): teljes mertekben javult

A jövőre vonatkozóan bizakodóak, a válaszadók több mint fele (62%) véli biztosnak, hogy a jövőbeni, a következő 5 évben növekvő árbevétel és adózás előtti eredményt képesek realizálni.

Kutatásunk során arra is kerestük a választ, hogy amennyiben a vállalkozások likviditási problémával rendelkeznek, mi állhat annak hátterében. Irányított kérdésként próbáltuk felmérni mindezt, azonban lehetőséget biztosítottunk arra is, hogy a vállalkozó saját maga írhasse le a fő problémát. A 10. ábra alapján látható, hogy a válaszadók több mint 50%-a mondta azt, hogy a vállalkozás költségstruktúrája okozza a likviditási zavarokat. 26%-ban azonban a likviditási zavarokat a vevőállományuk fizetési hajlandósága okozza, vagyis, hogy a vevők nem tesznek időben eleget a támasztott fizetési feltételeknek. Ezért nagyon fontos, hogy a vállalkozás jól ismerje partnereit, folyamatos analitikát vezessen azokról, és amennyiben szükséges, időben hozza meg a szükséges intézkedéseket a vevőkövetelés menedzselésével kapcsolatban. Voltak azonban olyanok is, akiknél az okozza a problémát, hogy az árbevétel jelentős része az év egy adott időszakára korlátozódik, és nem oszlik meg arányosan a hónapok között.



10. ábra. A vállalkozások likviditási problémáinak elsődleges okai, Saját kutatás  
N=475

A gazdálkodó szervezetek által igénybe vehető finanszírozási források alakulását is vizsgáltuk. A kutatásban szereplő vállalkozások több mint fele (50,11%) igényelt az elmúlt 5 évben a hazai bankszettortól banki kölcsönt. A kutatási mintasokaságban szereplő vállalkozások kicsivel több mint 78%-a az igényelt banki kölcsönből eszközölt 2010-2014. között valamilyen beruházást, míg 22%-a pedig a devizahitelek kiváltására fordította az igényelt pénzügyi forrást. A beruházások döntő része (közel 47%-a) termelőgép beruházás, 27%-a pedig ingatlan beruházás volt. A gépekbe,

termelő eszközökbe történő beruházások különösen fontosak, mivel nagymértékben ezek járulnak hozzá a termelékenység növekedéséhez, így a GDP-re is kedvezően hatnak. Hasonló arányban került sor az informatika (11%) és a tudás (8%) területén beruházásokra. A kapott eredmények jól mutatják, hogy az elmúlt időszakban bekövetkezett makrogazdasági változások kedvező hatással vannak a KKV-szektorra. Azon vállalkozások aránya, amelyek egyáltalán nem terveztek beruházást, a vizsgált időszakban folyamatosan csökkent.

Mindez azt is jelzi, hogy a 2008-as válság ma már egyre kevésbé érzékelteti hatását és így a vállalkozások elkezdhetik az eddig – különböző belső és külső körülmények miatt – meg nem valósított beruházásaikat. Érdekes azonban, hogy a vállalatok ötöde semmilyen külső forrást nem vett igénybe az elmúlt időszakban, így feltehetőleg, a rendelkezésre álló belső finanszírozási forrásokon keresztül tudták fedezni pénzügyi forrásigényüket. (3. táblázat)

3. táblázat. A vállalkozások által az elmúlt 5 évben igénybe vett külső források megoszlása. Saját kutatás N=475

Külső finanszírozási források	Átlag (%)
Banki kölcsön	50,11
Nem vett igénybe	21,26
Mikrohitel	11,16
Forgóeszközhitel	8,21
Pályázati előleg	4,21
Baráti, családi kölcsön	2,53
Szállítói hitel	2,53

A kutatásból kiderült, hogy a hazai KKV-k többsége a tárgyévben képződött eredmény visszaforgatása révén megvalósuló finanszírozást választja, valamint nagy arányt képvisel a vállalati finanszírozásban a mikrohitel konstrukció is. Amennyiben a banki hiteleket lejáratuk szerint csoportosítjuk, megállapítható, hogy elsősorban a rövid lejáratú hitelek dominálnak, aminek háttérében (talán) a gazdasági válság okozta bizonytalanság húzódik, melynek hatására a vállalkozók kevésbé mernek hosszú lejáratú hitel mellett dönteni. Nagyon minimális azon KKV-k aránya, amelyek a vevőköveteléseik faktorálása révén kívánnak meg pénzhez jutni, javítva ezzel likviditási pozíciójukat.

A fentiekben részletesen bemutatásra került a kockázati tőke, mint finanszírozási forma. A kutatási mintasokaság alapján megállapítható, hogy ezen finanszírozási forma gazdasági jelentősége meghatározó. A kockázattőke-finanszírozás elsősorban az induló vállalkozások esetében figyelhető meg. Azon vállalkozások, akik kiemelt fontosságúnak tekintik a humán-tőke folyamatos képzését, a versenyképességet és az innovációt, lényegesen magasabb arányban igényelték a kockázati tőkét. Továbbá e finanszírozási forma esetében a mintasokaság alapján területi koncentráció is ki-

mutatható: A kockázati tőkét igénylő vállalkozások több mint 82%-a a közép-magyarországi régióra összpontosul.

Az 1. táblázat részletesen bemutatja a legfontosabb finanszírozási forrásokat, amelyek közül érdemes kiemelni a lízinget. A vizsgált cégek jelentős része vette igénybe ezen forrástípust. Azok a vállalkozások, amelyek finanszírozási szerkezetében megjelenik a lízing, ágazati koncentráció figyelhető meg: A gazdálkodó szervezetek 87%-a szállítmányozással foglalkozik.

A finanszírozási formák belső összefüggéseit faktoranalízissel végeztük, az adatokon két faktor alakult ki. A „Támogatás-hitel” faktorba a következő változók kerültek: Állami támogatás, hosszú lejáratú hitel, hosszú lejáratú hitelen belül NHP, családi, baráti kölcsön, és az EU-s források. A „Befektetés” faktorba négy finanszírozási forma tartozik: faktoring, Kockázati tőkebefektetés, Lízing, visszaforgatott eredmény.

Kutatási eredményeink alapján megállapítható, hogy a foglalkoztatotti állomány valamint az éves árbevétel között szignifikáns kapcsolat húzódik. (4. táblázat) A „Támogatás-hitel” faktor közepesen erős, szignifikáns kapcsolatot mutat a létszámmal. A befektetés jellegű finanszírozások faktora esetében gyenge, de még szignifikáns kapcsolat van.

4. táblázat. A foglalkoztatotti létszám és a finanszírozási forma kapcsolata, Saját kutatás N=475

		Támogatás- Hitel	Befektetés
A vállalat átlagos statisztikai létszáma 2014-ben (fő)	Correlation	,526**	,254**
	Sig.	,000	,000
	N	296	296

Vizsgálva a vállalkozás írott stratégiájának meglétét és a létszám alakulását, megállapítható, hogy a létszám és az írott stratégia között szignifikáns (Sig.= 0,000, F=79,928) kapcsolat van, mely közepesen erős stochasztikus (ETA =0,389) kapcsolat. Azok a vállalkozások, amelyeknek van írott stratégiájuk átlagosan 51-52 főt alkalmaznak, míg azok a vállalkozások, amelyeknek nincs írott stratégiájuk átlagosan 11-22 főt alkalmaznak. Ez megfelel a valóságnak, hiszen elsősorban a nagyobb, közepes méretű vállalkozások rendelkeznek formalizált, írott stratégiával.

Felvetődik azonban a kérdés és további vizsgálatot igényel (melyre jelen kutatásnak nem célja), hogy az írott stratégia megléte mennyire befolyásolja a vállalati teljesítményt, eredményességet? Egyáltalán van-e összefüggés a két tényező között?

## Összefoglalás

Jelen tanulmányunk keretében arra vállalkoztunk, hogy röviden rávilágítsunk a magyar mikro-, kis- és középvállalatok egyes életciklusait jellemző finanszírozási lehetőségeire, jellemzőire. Feltártuk a főbb az igénybe vehető finanszírozási források előnyeit és hátrányait, ezzel segítve a finanszírozási források széles mezsgyéjén való kiigazodást.

A vállalatok fejlődésük, növekedésük során folyamatosan változnak, és más-más lehetőségekkel és problémákkal találják szembe magukat. Az egyes vállalati növekedési fázisra jellemző legfontosabb tulajdonságok is bemutatásra kerültek. Hangsúlyozzuk azonban, hogy a fentiekben leírtakat csak akkor lehet megfelelően érvényesíteni, amennyiben a vállalatok kiemelten foglalkoznak a rendelkezésükre álló humán tőke „gondozásával”. A mai turbulens világban már egyértelmű, hogy csak azok a cégek képesek folyamatosan nyereségesen működni, amelyek komolyan veszik a rendszeres képzést, tanulást, így lehetőségük nyílik a megújulásra, ezáltal versenyelőny elérésére is. Mindezekből következik, hogy proaktív viselkedéssel, megalapozott döntési mechanizmussal, jól strukturált pénzügyi tervezéssel hatékonyan képesek a vállalatok a jelenlegi, rohamosan változó gazdasági környezetben működni.

A primer kutatás során az alábbi *főbb összefüggések* voltak megtalálhatók:

- A kkv-k pénzügyi helyzete az elmúlt öt évben javult.
- A kkv-k a külső források közül a banki kölcsönt választották leggyakrabban.
- A likviditási problémákat főként a vállalkozás költségstruktúrája, és kisebb mértékben a vevőállomány fizetési hajlandósága okozza.
- A foglalkoztatotti állomány valamint az éves árbevétel között szignifikáns kapcsolat van.
- A foglalkoztatotti állomány valamint a vállalkozás írott stratégiája között szignifikáns kapcsolat van.

*Javaslataink* három főbb pontban foglaltuk össze:

*Mit tehetnek a bankok:* jelentős expanziót kell végrehajtaniuk a tradicionális hitel és befektetői piacon, innovatív, alacsony árazású alternatívákat kínálva új és biztonságos biztosítékokat alkalmazva. ROE (tőkearányos megtérülés) és COE (tőke költség) kérdésében jelentősen redukálniuk kell a költségeiket, további konszolidációkat kell végrehajtani, hálózatcsökkentést kell végrehajtani, külső piacokat kell keresniük. Legfőképpen viszont a növekedés érdekében a banki piacnak innovatívabbnak kell lennie, meg kell ismernie legfontosabb piacát és azok életpályája szerinti igényeket kell kielégítenie. Továbbá központi kérdésként kell kezelni azt a tényt is, miszerint érdemi hitelkereslet-növekedés abban az esetben lehet elérni, amennyiben megerősödik a piaci bizalom és stabil gazdasági jövőképet helyeznek a bankok a vállalati szféra elé.

*Mit tehet az állam:* optimálisan kell ötvöznie ösztönző rendszerében a hatékony banki tőkeallokációt és a konstruktív szabályozó eszközöket: pozitív, hitelezést segítő banki adórendszer, hatékony intézményi garanciarendszer, kamat kiegyenlítő módszerek alkalmazásával. Közvetlen bankoknak nyújtható vagy ügyféllel kombinált piacösztönző megoldásokat kell továbbra is keresnie és azokat megfelelő méretben alkalmazza. Átvizsgálja a KKV-kat érintő jogi és számviteli környezetet és azokat a gazdasági ösztönzés érdekében egyszerűsíteni.

*Mit tehet a KKV-szektor:* a megfelelő méretarányos cash flow és tőke management mellett a legfontosabb a transzparencia, a felelősségvállalás és az összefogás erősítése, melynek ki kell egészülnie a szervezeti innováció jelentős fejlesztésével. Innoválni azonban csak akkor tudnak a vállalkozások, ha megfelelő humán-tőkével rendelkeznek. Mindez pedig abban az esetben valósítható meg, amennyiben – az állami szerepvállalás mellett – a gazdálkodó szervezetek is támogatják a munkavállalók folyamatos képzését. Korszerű és versenyképes gazdaságot, amely tudásra, innovációra épít, csak felkészült, korszerű tudású szakemberekkel lehet létrehozni, ezért nagyon fontos a tudás gyarapítása.

### Jegyzetek és hivatkozások

<sup>1</sup> KÁLLAY, L. et al. (2005): A kis- és középvállalkozások helyzete, Éves jelentés 2003/2004., Gazdasági és Közlekedési Minisztérium, Budapest, 83. old.

<sup>2</sup> VECSENYI, J. (2005): Vállalkozás. Az ötlettől az újrakezdésig. Aula Kiadó, Budapest, 492. old.

<sup>3</sup> BAK, Á. – HUSTI, I. (2014): A hazai mezőgépgyártó kkv-k innovációs törekvéseinek néhány jellemzője, Mezőgazdasági Technika, Budapest, 2-23. old.

<sup>4</sup> SCHULTZ, H. (2004): Szárkávéház a Starbucks története, csészéről csészére. HVG Kiadó Rt., Budapest, 324. old.

<sup>5</sup> SÓVÁGÓ, L. (2010): Vállalati pénzügyek alapjai., Szent István Egyetem Kiadó, Gödöllő, 22-25. old.

<sup>6</sup> KATITS, E. (2002): Pénzügyi döntések a vállalat életciklusában, KJK-Kerszöv Jogi és Üzleti Kiadó Kft., Budapest, 171-174. old.

<sup>7</sup> KATITS, E. (2002): Pénzügyi döntések a vállalat életciklusában, KJK-Kerszöv Jogi és Üzleti Kiadó Kft., Budapest, 20. old.

<sup>8</sup> ASHMORE, C. (1993): "Üzlet-menet": Mi kell a vállalkozás működtetéséhez?: PACE: Program for Acquiring Competency in Entrepreneurship: A vállalkozások működtetésének gyakorlati kérdései. Budapest, Glob Info Alapítvány. 520. old. Idézi VECSENYI J. (2009): Kisvállalkozások indítása és működtetése. Perfekt Kiadó, Budapest, 413. old.

<sup>9</sup> KOZMA, T. (2010): A vállalkozások finanszírozása. In: SALAMONNÉ HUSZTY A. (Szerk.) (2010): Kis- és középvállalkozások menedzsmentje. Egyetemi jegyzet SZIE GTK, Gödöllő 149. old.

<sup>10</sup> DRUKACZYK, J. – LOBE, S. (2014): Finanzierung, UVK Verlagsgesellschaft GmbH, 11. Auflage, München, 27. old.

<sup>11</sup> DRUKACZYK, J. - LOBE, S. (2014): Finanzierung, UVK Verlagsgesellschaft GmbH, 11. Auflage, München, 28. old.

<sup>12</sup> WALTER, Gy. (2014): Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban, Alinea Kiadó, Budapest, 24-42. old.



- <sup>13</sup> NEUBAUER, H. – SCHMOLL, A. (1998): Finanzierung in Klein- und Mittelbetrieben, Fachverlag an der WU, Wien
- <sup>14</sup> WALTER, Gy. (2014): Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban, Alinea Kiadó, Budapest, p. 23.
- <sup>15</sup> DRUKACZYK, J. – LOBE, S. (2014): Finanzierung, UVK Verlagsgesellschaft GmbH, 11. Auflage, München, 32. old.
- <sup>16</sup> PATAKI, L. (2003): A tőkeellátás és a tőkeszerkezet változása és annak hatása a Heves megyei agrárvállalkozások gazdálkodására (1992-2000), Értekezés, Szent István Egyetem, Gödöllő, 41-42. old.
- <sup>17</sup> KATTIS, E. (2002): Pénzügyi döntések a vállalat életciklusában, KJK-Kerszöv Jogi és Üzleti Kiadó Kft., Budapest, 25. old.
- <sup>18</sup> WÖHE, G. et al. (2013): Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, 11. überarbeitete Auflage, Verlag Franz Vahlen, München, 22. old.,  
<http://dx.doi.org/10.15358/9783800645831>
- <sup>19</sup> saját összeállítás
- <sup>20</sup> SALAMONNÉ HUSZTY, A. (Szerk.) (2010): Kis- és középvállalkozások menedzsmentje. Egyetemi jegyzet SZIE GTK, Gödöllő 149. old.
- <sup>21</sup> SALAMONNÉ HUSZTY, A. (2006): Magyarországi kis- és középvállalkozások életútjának modellezése. Competitio. 5. évf. 1. sz. 51-69. old.
- <sup>22</sup> KOZMA, T. (2010): A vállalkozások finanszírozása. In: SALAMONNÉ HUSZTY A. (Szerk.) (2010): Kis- és középvállalkozások menedzsmentje. Egyetemi jegyzet SZIE GTK, Gödöllő, 149. old.
- <sup>23</sup> [http://www.piacprofit.hu/kkv\\_cegblog/kezdovallalkozas-az-5-leggyakoribb-tevhit/](http://www.piacprofit.hu/kkv_cegblog/kezdovallalkozas-az-5-leggyakoribb-tevhit/)
- <sup>24</sup> SZERB, L. (2000): Kisvállalati gazdaságtan és vállalkozástan, Pécsi Egyetem, 210. old.
- <sup>25</sup> WINBORG, J.- LANDSTRÖM, H. (2001): Financial bootstrapping in small businesses: Examining small business managers' resource acquisition behaviors. Journal of Business Venturing, Vol. 16. No. 3. 235-254. old., [http://dx.doi.org/10.1016/s0883-9026\(99\)00055-5](http://dx.doi.org/10.1016/s0883-9026(99)00055-5)
- <sup>26</sup> WINBORG, J.- LANDSTRÖM, H. (2001): Financial bootstrapping in small businesses: Examining small business managers' resource acquisition behaviors. Journal of Business Venturing, Vol. 16. No. 3. 235-254. old., [http://dx.doi.org/10.1016/s0883-9026\(99\)00055-5](http://dx.doi.org/10.1016/s0883-9026(99)00055-5)
- <sup>27</sup> PORTISCH, W. (2008) – Finanzierung im Unternehmenslebenszyklus, Oldenbourg Verlag, München, 72-81. old.
- <sup>28</sup> saját összeállítás
- <sup>29</sup> RIES, E. (2013): Lean Startup - Hogyan tegyük ötleteinket sikeressé és fenntarthatóvá?, HVG Kiadó, Budapest, 288. old.
- <sup>30</sup> <http://startupper.hu/mi-fene-az-startup>
- <sup>31</sup> KOZMA, T. (2010): A vállalkozások finanszírozása. In: SALAMONNÉ HUSZTY A. (Szerk.) (2010): Kis- és középvállalkozások menedzsmentje. Egyetemi jegyzet SZIE GTK, Gödöllő, 149. old.
- <sup>32</sup> WALTER, Gy. (2014): Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban, Alinea Kiadó, Budapest, 184-186. old.
- <sup>33</sup> KASSAY, S. (2014): Vállalat és vállalkozás, Gazdaság és pénzügyek, Gondolat Kiadó, Pozsony – Budapest, 512-515. old.
- <sup>34</sup> WÖHE, G. et al. (2013): Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, 11. überarbeitete Auflage, Verlag Franz Vahlen, München, p. 170.,  
<http://dx.doi.org/10.15358/9783800645831>
- <sup>35</sup> HÄUPLER, J. (2001): Virtuelle Marktplätze für Private Equity – Neue Formen der Intermediation bei vorbörslichen Finanzierungen, Diss., Wien, 57. old.
- <sup>36</sup> HÄUPLER, J. (2001): Virtuelle Marktplätze für Private Equity – Neue Formen der Intermediation bei vorbörslichen Finanzierungen, Diss., Wien, 57. old.

- <sup>37</sup> WÖHE, G. et al. (2013): Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, 11. überarbeitete Auflage, Verlag Franz Vahlen, München, 170-172. old., <http://dx.doi.org/10.15358/9783800645831>
- <sup>38</sup> KASSAY, S. (2014): Vállalat és vállalkozás, Gazdaság és pénzügyek, Gondolat Kiadó, Pozsony – Budapest, 512. old.
- <sup>39</sup> PORTISCH, W. (2008) – Finanzierung im Unternehmenslebenszyklus, Oldenbourg Verlag, München, 133. old.
- <sup>40</sup> PORTISCH, W. (2008) – Finanzierung im Unternehmenslebenszyklus, Oldenbourg Verlag, München, 133. old.
- <sup>41</sup> BÉZA, D. (2007): A kisvállalkozások finanszírozásának tapasztalatai, ÁVF Konferencia-előadás, Budapest
- <sup>42</sup> KATTIS, E. (2002): Pénzügyi döntések a vállalat életciklusában, KJK-Kerszöv Jogi és Üzleti Kiadó Kft., Budapest, 184. old.
- <sup>43</sup> PORTER, M. E. (1999): Wettbewerbsstrategie – Methoden zur Analyse von Branchen und Konkurrenten, 10. Auflage, Frankfurt, 2003. 304. old.
- <sup>44</sup> KOTLER, P. – CASLIONE, J. (2011): Kaotika Menedzsment és marketing a turbulencia korában. Manager Könyvkiadó, Budapest, 155-156. old.
- <sup>45</sup> ILLÉS, I.-né et al. (2013): A vállalkozásfinanszírozás alapjai, SALDO Kiadó, Budapest, 301. old.
- <sup>46</sup> ILLÉS, I.-né et al. (2013): A vállalkozásfinanszírozás alapjai, SALDO Kiadó, Budapest, 301. old.
- <sup>47</sup> KOZMA, T. (2010): A vállalkozások finanszírozása. In: SALAMONNÉ HUSZTY A. (Szerk.) (2010): Kis- és középvállalkozások menedzsmentje. Egyetemi jegyzet SZIE GTK, Gödöllő, 149. old.
- <sup>48</sup> KOZMA, T. (2010): A vállalkozások finanszírozása. In: SALAMONNÉ HUSZTY A. (Szerk.) (2010): Kis- és középvállalkozások menedzsmentje. Egyetemi jegyzet SZIE GTK, Gödöllő, 149. old.
- <sup>49</sup> GRÄFER, H. et al. (2014): Finanzierung – Grundlagen, Institutionen, Instrumente und Kapitalmarkttheorie, Erich Schmidt Verlag, Berlin, 129. old.
- <sup>50</sup> BELYÓ, P. (2008): A rejtett gazdaság természetrajza. SALDO Kiadó, Budapest, 254. old.
- <sup>51</sup> BREALEY, R. A. – MYERS, S. C. (1996): Modern vállalati pénzügyek. Panem Kft., Budapest, 439. old.
- <sup>52</sup> MAGYAR NEMZETI BANK (2014): Növekedési Hitelprogram: Az első 18 hónap, Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- <sup>53</sup> KAVOSZ (2013): Az olcsó hitelek hatására ugrásszerűen nőtt a kkv szektor beruházási és hitelfelvételi kedve. <http://www.kavosz.hu/index.php/hirek/72-az-olcso-hitelek-hatasara-ugrasszeruen-nott-a-kkv-szektor-beruhazasi-es-hitelfelveteli-kedve>
- <sup>54</sup> KÖZPONTI STATISZTIKAI HIVATAL (2015): Vállalkozások demográfiája, 2013, Budapest
- <sup>55</sup> MAGYAR NEMZETI BANK (2014): Növekedési Hitelprogram: Az első 18 hónap, Magyar Nemzeti Bank, Budapest

ISBN: 978-615-5607-20-2