

Vélemény

Karsai Judit: „Furcsa pár. Az állam szerepe a kockázatitőke-piacon Kelet-Európában” című doktori disszertációjáról

Karsai Judit a több évtizedes kutatásai alapján megírt legújabb könyvében¹ igen időszerű témát boncolgat. Célja ugyanis „az állam kockázatitőke-piaci szerepvállalásának bemutatása” volt, amit az indokol, hogy „a fejlett technológiát képviselő, induló és ... erőteljesebb növekedésre képes cégek finanszírozása a világon mindenütt [*problematicus* (P.G.)] az ide irányuló befektetések rendkívül magas kockázata miatt” (7. oldal). E piaci „tökéletlenség” a 2010-es évtizedforduló válsága után súlyosbodott, ami számos államot beavatkozásra, az adott piacon megvalósuló vállalati befektetések kiegészítésére késztetett (27. oldal). Ilyen módon a nagy kockázatú befektetők köre furcsa párossá alakult, ahol a magántulajdonú cégek profitorientáltak, az állam viszont „társadalmi” célok elérése érdekében avatkozik be. E kettősséget és következményeit a fejlett államokban sok publikáció elemezte már, de „a közép-kelet-európai régió ... tapasztalatai nem váltak ismertté” (7. oldal).

A mű négy fejezetre tagolt. Az első az államoknak a 2008-2012-es válság után megváltozott kockázatitőke-piaci szerepét ismerteti (alapvetően a szakirodalom feldolgozásával). A második, sokban már a Szerző saját nézőpontját érvényesítve azt tekinti át, hogy a régió államai miként fektetnek be e piacon. A harmadik fejezet a közép-európai térségben, a negyedik pedig a magyar gazdaságban kialakult konkrét finanszírozási programokat tekinti át (döntően primer kutatásokra alapozva).

1. A mű tudományos eredményei

Elemzései bevezetéseként a Jelölt azt rögzíti, hogy a 2008-ban, alapvetően pénzügyi okokból indult világgazdasági válság után az „államok” (a kormányzatok) annak ellenére is jelentősen szigorították a kockázatitőke-piac szabályozását, hogy ismerték a gyorsan növekvő cégek finanszírozási gondjait és „nem bizonyosodott be az ágazat hozzájárulása” a válság súlyosbodásához (38. oldal). A szigorításnak sokféle technikája terjedt el. Gyakran a bankok sajtószámlás ügyleteit a korlátozták, hogy így mérsékeljék a felhasználható kockázati tőke mennyiségét. Volt, ahol az e célú befektetések esetén képzendő kötelező tartalékot növelték. Máshol a támogatni kívánt cégek meghatározási eljárásainak a szabályozásával is korlátozták a befektetők mozgásterét. De sokhelyütt a befektetők adatszolgáltatási, közzétételi kötelezettségeinek a bővítésével az adott célú befektetések költségeit is emelték.

A 2. fejezetben a Szerző rámutat, hogy a fejlett gazdaságokban – részben a szigorítás nyomán – a kockázati tőke kiegészítésének több formája jött létre:

- Korábban a *közvetlenül* a gyorsan növekvő cégeknek forrásokat nyújtó állami alapok, programok terjedtek el, de, mert ezek többnyire alacsony hatékonyságúak voltak (41. oldal), mára más megoldások váltak gyakoriakká.
- A közelmúltban az állam sokszor (és növekvő gyakorisággal) egyes piaci szereplők által irányított alapok tőkét egészítette ki. Ennek során a kormányzat sokhelyütt a más befektetőkkel azonos, máskor ezeknél kedvezőtlenebb feltételeket vállalt, illetve esetenként egy e célú állami holdingot (is) alapított, melytől – az „alapok alapjától” – a piaci alapok pályázatok révén nyerhettek kiegészítő forrásokat.
- Végül az állam a kockázati tőke befektetések költségeinek a csökkentésével is növelhette az ágazat rendelkezésére álló forrásokat.

Ugyanakkor Karsai Judit kiemeli, hogy az állami kockázatitőke-piaci beavatkozások hatékonyságával kapcsolatos kutatások világszerte ritkák és olykor elfogultak is (53-54. oldal),

¹ Közgazdasági Szemle Alapítvány stb. 2017.

így a témakörben állandósultak a viták. Mind többen egyetértének azonban abban, hogy „megfelelően kialakított konstrukció [*szervezet, eljárások*, P.G.] keretében az állam képes hozzájárulni a kockázati-tőke-piac tökéletlenségeinek feloldásához” (72. oldal). A beavatkozások sikere azonban ritka (56. oldal). Ehhez „az államnak arra kell törekednie, hogy a ... beavatkozás a lehető legkevésbé torzítsa a piacot, a lehető legrövidebb ideig tartson, kevésbé legyen bürokratikus, és mindvégig teljes nyilvánosság és független értékelés kísérje.” (70. oldal). Mindennek érdekében „egyre inkább ... előtérbe kerülnek azok a megoldások, amelyekben az állam privát alapkezelőket megbízva ... vesz részt a kockázati-tőke-befektetéseknél” (71. oldal). De gyakran bizonyult életbevágónak az e befektetéseknél, illetve ezek támogatásánál sikert ígérő módszerek oktatása is² (56. oldal).

A 3. fejezet – jelenős mértékben a Jelölt által összeállított adatbázis felhasználásával – a közép-európai régióknak az EU támogatások által lehetővé tett (77. oldal) jelentős állami kockázati-tőke-programjait veszi górcső alá. Megállapítja, hogy a térségben korábban inkább az állam közvetlen forrás-kiegészítése volt elterjedt, az Unió azonban a válság nyomán a *közvetett* megoldások ösztönzésére törekedett, és ehhez a felhasználó államok igazodtak is. Eredményként a kockázati-tőke-kínálat jelentősen bővült (108. oldal) és a kormányok sok tapasztalatot szereztek a nagy kockázatú befektetésekről (110. oldal). A továbbiak terén azonban a régió országai nem igazán hasznosították a fejlettebbeknek az előző fejezetben bemutatott tapasztalatait, „nem feltétlenül kerültek el a korábbi hibákat, amit az EU előírásai sem mindig tettek lehetővé” (109. oldal). Alig törekedtek a kockázati-tőke-finanszírozás jó gyakorlatának az oktatására (90. oldal). A programoknak már az indulása is erőteljesen elhúzódtott (94. oldal). Sok támogatott alap túl kicsi volt, ezért nem bizonyult életképesnek (önfinanszírozhatónak, 95. oldal). Másoknál a társadalom számára haszontalanul költötték el a közösségi forrásokat. Mivel a részvétel a programokban esetenként jó üzlet volt (106. oldal), a fejlett országokban már korábban is bírálat tárgyát képezte, hogy a kedvezményezettek „kiválasztási eljárásában olykor a politikai kapcsolatok uralták a befektetési szempontokat” (100. oldal). Ennek ellenére a régióban is ismertek példák, amikor „a kormányzati kötődés ... előnyt jelenthetett a források elnyeréséért folyó versenyben” (102. oldal).

A magyar helyzetet elemző 4. fejezet a műnek empirikus tapasztalatokkal leginkább alátámasztott része. Kiemeli, hogy „igen nehéz teljes képet alkotni arról, hogy az állam milyen szerepet játszik ... a kockázati-tőke-piac fejlesztésében” (113. oldal). A befektetések alakulását pl. az illetékes hatóságok (sokáig) nem adták közre. Így is kétségtelen, hogy a régióban „Magyarországon hozták létre ... a legnagyobb összegű tőkével ... a legtöbb kockázati-tőke-alapot” (88., illetve 192. oldal). Az ez okból igen jelentős volumenű források célszerű felhasználását azonban számos körülmény nehezítette. „Az EU-nak a befektetésre vonatkozó előírásai sok tekintetben nem harmonizáltak a kockázati tőke funkciójával” (156. oldal). „A kormányzat folyamatosan átszervezte az ... intézményrendszert, s ez nem kedvezett a piaci követelményeknek” ... teljesítésének. Elterjedt volt a közérdeknek nem megfelelő forrásfelhasználás, a befektetési szabályok megsértése, például a vidékinek álcázott fővárosi támogatás, a befektetők számára hátrányos beszállítókkal kötött szerződés, az odaítélt források egy részének „visszacsorgatása,” illetve a döntéshozók saját érdekeltségeibe való befektetés (157. oldal). Nem meglepő tehát, hogy – Karsai Judit művének a megírásáig – „az ágazatot érintő állami programok átfogó értékelésére ... nem került sor” (160. oldal).

A Jelölt könyvében nem, csak a téziszfüzetben, „Az értekezés új tudományos eredményei” címmel felsorakoztatott 17 állítás keretében tekinti át a leírtakat. Ezek többsége azonban,

² Nem felejtendő ugyanis, hogy közoktatásunkban, a nemzetközi gyakorlattól eltérően, nincs is gazdasági oktatás, és ezt számos szakmában a felsőfokú oktatás sem pótolja.

miként ezt a disszertáció hivatkozásai is mutatják, már ismert a szakirodalomban. A bíráló a következőket véli az elemzések új eredményeinek:

- Bár egyes fejlett államokban jól ismert, hogy az állami kockázati tőke-befektetések kormányzati támogatásakor nem elég csak a tőke kínálatát növelni, fontos új eredmény annak a megállapítása, hogy Közép-Európában a sikerhez a hagyományos piacgazdaságokban szükségesnél is fontosabb, sőt, nélkülözhetetlen a vállalatok, az „állam” és a két szféra közt közvetítő intézmények illetékeseinek a képzése is.
- Okvetlen jelentős tudományos eredmény a régió állami kockázati tőke-támogatási gyakorlatának jellemzésére hivatott, a Jelölt által összeállított információgazdag adatbázis.
- Számos ponton új annak (sokszor az adatbázis felhasználására épített) bizonyítása, hogy régióink kormányzati kockázati tőke-programjaiban a fejlettek támogatásainak mind a pozitív, mind a negatív vonásai megtalálhatók. Más szavakkal: hogy, bár az illetékesek törekedtek elfogadni az EU ajánlásokat, nem tanultak eleget a fejlettek korábbi hibáiból. Az adott piacon nem visszafogták, inkább erősítették az állam jogosítványait. Széles körben nem tették nyilvánossá a kialakuló folyamatokra vonatkozó információkat, és nem kísérelték meg az eredmények független ellenőrzését.

2. A disszertáció vitathatónak vélt elemei

A bíráló, aki az induló cégek esetében elsősorban nem a pénzügy, hanem az innováció kérdései iránt érdeklődik, az elemzéseknek (részben Karsai Judit által a 7. oldalon is jelzett) szűk körre koncentrálását véli a mű leginkább problematikus elemének. Természetesen nem vitatja, hogy a Jelöltnek joga van témája megválasztására, de úgy látja, hogy a megvalósult téma-szűkítés homályban hagyja a vizsgált téma több igen fontos gyakorlati összefüggését.

- A vizsgálódás sajátos korlátját adja, hogy az írás – egyes szakszerűtlen hazai jogi szövegek nyomán – legtöbbször³ szinonimákként használja a vállalat, illetve vállalkozás szavakat.⁴ A terminológiai zavarnak súlyos következménye van; t.i. elfedi, hogy a kutatás alig tér ki az igazi *vállalkozás* (az *entrepreneurship*) kérdésére. Megállapítja ugyan, hogy a vállalatok (*enterprises*) indulásánál világszerte is, de Közép-Európában mindenképp jelentős a kockázati tőke hiánya, de nem jelzi, hogy ez széles körben nem csak a cégek növekedésének, hanem a régióban élő munkaképes korúak gyenge vállalkozási hajlandóságának is fontos oka. Ez nehezíti azután a magvető tőke azon „befektetéseinek” a témakörbe sorolását és sajátos (többnyire döntéshozatali-) támogatási módjainak pontos bemutatását, amelyek a vállalatalapítást *előkészítő* személyek vállalkozási törekvéseit segítik. Pedig sokban⁵ a gyengeség eredménye a térségben állandó és égető hiány mind a technologiaigényes ipari beszállítók, mind a lakosság igényeit kiszolgáló kis bádigos, víz- és gázszerező, mélyépítő, lakatos cégek, vagy éppen a kisvendéglők terén.
- A vázolt kutatási korlátokat erősíti a kockázati tőkének azon forrásokra szűkítése is, amellyel egyes *intézményi*⁶ befektetők egészítik ki a vállalati kockázati tőkét. Ez ugyanis igencsak megnehezíti az induló cégek menedzsereit mind pénzzel, mind tanácsokkal támogató *személyeknek*, az ún. *üzleti angyaloknak* a tőke-kiegészítéseivel kapcsolatos

³ A kivételek egyike a 28., illetve 83. oldal egy címfordítása, de az elemzés még itt sem hívja fel a figyelmet arra, hogy ez esetben a vállalkozás szó értelmezése más, mint a szöveg további pontjain.

⁴ Ez egyedülálló a nemzetközi szaknyelvben, ahol a vállalat (*enterprise*) egy szervezet-típus megjelölése, a vállalkozás (*entrepreneurship*) ellenben egy üzleti tevékenység elhatárolását (valamely vállalat alapítását, vagy egy innováció bevezetését) jelenti.

⁵ Persze nem felejtethetők az egyéb okok, így egyrészt a menedzsment-tudás széles körű gyengesége, másrészt a túlzott bürokrácia, a nagy adók, a korrupció stb. sem. Gyakran ugyanis ez utóbbi okok a legnagyobb súlyúak, hiszen a gyenge vállalkozási hajlandóság ezek nyomán számos kis tőkeigényű ágazatban, pl. a bébiszitter piacon, vagy az idősgondozás terén is kialakult.

⁶ E korlátozást a 17. oldal elemzése rögzíti is.

részletekbe menő elemzéseket. Pedig e téma helyretétele szintén fontos lenne, hiszen a felkészült „angyalok” ritkasága fontos oka a régió kívánatosnál kevesebb versenyképes cégének is, a mégis megalapítottak gyakran túl lassú fejlődésének is, ugyanakkor van példa az említettek állami támogatására is.⁷

- A szigorodó szabályozás következményeire vonatkozó kutatási eredményeket pedig elsősorban a vizsgálódások terepének a kockázatitőke-kínálatra lehatárolása gyengíti. A kockázati tőke hiányának hatásai ugyanis nem a nagy kockázatú tőkét kínáló, végül is szerény „ágazatban,” hanem az e tőke kereslete terén, a gyors fejlődésre, *innovációkra* vállalkozó cégeknél a legsúlyosabbak.

A bíráló mindenképp javasolja, hogy a Jelölt a jövőbeli kutatásai során oldja fel e korlátokat.

3. A disszertáció formája.

Az értekezés formája a legtöbb ponton megfelelőnek ítéltető. A mű szerkezete világos, stílusa a nehéz pénzügyi téma ellenére közérthető, a közölt táblázatok áttekinthetők, az adatok hitelesek, a hivatkozások korrektek.

A bíráló rendben levőnek ítéli az elemzéseknek az „államot” nem ritkán élesen bíráló megfogalmazásait is. Egyrészt egyetért a vezetéselmélet azon álláspontjával, amely szerint a szervezetfejlesztés legfontosabb céljait többnyire éppen a hibák feltárása, és a felismert hibák kijavításának a tapasztalatai segítik.⁸ Másrészt ismeri a legelső ismert politikai mű, a szanszkrit Pancsatanttra tanítását, amely szerint a politika számára a hibák elhallgatása, a szolgálalkú hízélgés, illetve az önelégültség a legfőbb veszélyforrások.

Említésre méltó formai gond viszont a könyv félrevezető címe. A hidegháború vége óta aligha osztható ugyanis Európa keleti és nyugati részekre, hiszen világosan körvonalazódik a történelemből ismert kelet-közép-nyugat hármas felosztás. Nyugat-Európa a kontinens legfejlettebb államait, Kelet-Európa ma legtöbbször Oroszországot, Belaruszt, Ukrajnát és a kaukázusi államokat jelenti, s a köztük kialakuló térség országai, azaz a balti államok, a V4-ek, Horvátország, Macedónia, Szerbia, valamint Románia és Bulgária mindkét másik térség gazdaságaitól egyre jobban különböznek. A könyv címe ezért a Közép-Európa elnevezés rögzítésével pontosabban jellemezte volna az írás tárgyát (még akkor is, ha a műben Ukrajna egy-kétszer említésre került).

Nem igazán szerencsés az sem, hogy az összefoglaló a tézisfüzetbe került. S hasonló gond, hogy csak ez utóbbi dokumentumban, s kissé talán naivan szól az eredmények hasznosítási lehetőségeiről. Álláspontja szerint a kockázatitőke-piacról a disszertációban adott összefoglaló kép segítheti a döntéshozókat. Valójában azonban a témakörben az ismertetett hibák fő oka nem a régió döntéshozóinak a tájékozatlansága, hanem az, hogy a piaci szereplők értékrendjében a gazdasági fejlődés hátrább került a célszerűnél.

4. A bíráló nyilatkozata

A vázoltak alapján a doktori művet vitára alkalmasnak ítélem és javaslom e vita megszervezését.

Budapest, 2019. január 12.

dr. Papanek Gábor

⁷ Ilyen példák az elnevezésük szerint a vállalkozást (entrepreneurship) támogató, fent már említett programok.

⁸ Lásd pl.: **Argyris, C.** (1976): *Single-Loop and Double-Loop Models in Research and Decision-Making*. Administrative Science Quarterly. No. 3.