

Szent István Egyetem

**A TULAJDONOSI ÉRTÉK MÉRÉSE AZ
ÉRTÉKKÖZPONTÚ VÁLLALATIRÁNYÍTÁSBAN**

Doktori (PhD) értekezés

Írta:

Fónagy-Árva Péter

Gödöllő

2006

A doktori iskola

megnevezése: Gazdálkodás és Szervezéstudományok Doktori Iskola

tudományága: gazdálkodás és szervezéstudományok

vezetője: Dr. Szűcs István
egyetemi tanár, az MTA doktora
Szent István Egyetem, Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar,
Gazdaságelemzési és Módszertani Intézet

Témavezető: Dr. Székely Csaba
egyetemi tanár, az MTA doktora
Szent István Egyetem, Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar,
Vállalatgazdasági és Szervezési Intézet

.....

Az iskolavezető jóváhagyása

.....

A témavezető jóváhagyása

TARTALOMJEGYZÉK

BEVEZETÉS	1
I. IRODALMI ÁTTEKINTÉS	4
I.1. AZ ÉRTÉK DEFINÍCIÓI	4
I.2. A TULAJDONOSI ÉRTÉK MÉRÉSI MÓDSZEREINEK EREDETE, TÖRTÉNELMI FEJLŐDÉSE	6
I.2.1. A pénzügyi közgazdaságtan	6
I.2.2. A modern vállalat- és szervezetelmélet	7
I.2.3. Vállalatirányítás a nyolcvanas évektől	8
I.3. AZ ÉRTÉKKÖZPONTÚ VÁLLALATIRÁNYÍTÁS	9
I.3.1. Az értékközpontú szemlélet kialakítása	13
I.3.2. Az értékteremtő tényezők	13
I.3.3. Az értékközpontú vállalatirányítás folyamata	15
I.4. HELYETTESÍTŐ, KIEGÉSZÍTŐ, VAGY TÁMOGATÓ KONCEPCIÓK?	17
I.4.1. A tulajdonosok és az érintettek	18
I.4.2. Pénzügyi és nem pénzügyi nézőpontok	21
I.4.2.1. Az intellektuális tőke	21
I.4.2.2. A stratégia-központú szervezet	22
I.4.2.3. A kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer	23
I.4.2.4. Egyéb módszerek az intellektuális tőke mérésére	24
I.4.2.5. Az értékközpontú vállalatirányítás és a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószám- rendszer	25
I.4.2.5.1. A Balanced Scorecard és a tulajdonosi érték koncepció összekapcsolásának előnyei	26
I.4.3. A legjobb gyakorlat és a szint-összehasonlítás	27
I.4.4. Kockázatmenedzsment	27
I.5. A TULAJDONOSI ÉRTÉK MÉRÉSI MÓDSZEREI	29
I.5.1. Módszertani áttekintés	30
I.5.1.1. Egyperiódusú és többperiódusú mérések	31
I.5.1.1.1. Az előrejelzési időszak meghatározása	32
I.5.1.1.2. Maradványérték számítása	32
I.5.1.1.3. Finanszírozási hatások számítása, tőkeköltség kalkuláció	34
I.5.1.2. Mérőszámon alapuló és komplex módszerek	36
I.5.1.3. Hagyományos számviteli mérések és korszerű gazdasági mérések	36
I.5.1.4. Tőkeérték módszerek és maradvány-nyereség koncepciók	36
I.5.2. Hagyományos számviteli méréseken alapuló értékelés	38
I.5.2.1. A számviteli mutatók előnyei	38
I.5.2.2. A számviteli mutatók hátrányai	38
I.5.2.2.1. A megtérülési ráták alkalmazásának problémái	40
I.5.2.2.2. Az egy részvényre jutó eredmény és az árfolyam/nyereség ráta hátrányai	41
I.5.3. Számviteli korrekciók a valós érték megállapítása érdekében	42
I.5.4. Tulajdonosi érték elemzés	43
I.5.4.1. A tulajdonosi érték meghatározása	44
I.5.4.2. A szabad cash flow kalkulációja	45
I.5.4.3. A tulajdonosi érték megközelítés előnyei	45
I.5.4.4. A tulajdonosi érték megközelítés valós és téves kritikái	46
I.5.5. Hozzáadott gazdasági érték	47
I.5.5.1. A hozzáadott gazdasági érték meghatározása	49
I.5.5.1.1. Korrekciók a hozzáadott gazdasági érték számításában	50
I.5.5.2. A hozzáadott gazdasági érték és a hozzáadott piaci érték	54

I.5.5.3. A hozzáadott gazdasági érték használata, előnyei	55
I.5.5.4. Gondolatok a hozzáadott gazdasági érték módszer korrekt megítéléséhez	56
I.5.5.5. A hozzáadott gazdasági érték módosított változatai	56
I.5.5.5.1. Módosított hozzáadott gazdasági érték	57
I.5.5.5.2. Finomított hozzáadott gazdasági érték	57
I.5.6. Befektetés-arányos cash flow megtérülés	58
I.5.6.1. A befektetés-arányos cash flow megtérülés számítása	58
I.5.6.2. A befektetés-arányos cash flow megtérülés alkalmazásának előnyei	59
I.5.6.3. Néhány probléma a befektetés-arányos cash flow megtérülés alkalmazásával	60
I.5.7. Hozzáadott cash érték	60
I.5.7.1. A hozzáadott cash érték meghatározása	60
I.5.7.2. A tulajdonosi érték hozzáadott cash érték alapú meghatározása	62
I.5.7.3. A hozzáadott cash érték alkalmazásának előnyei, hátrányai	63
I.5.8. Értékmérési módszerek összehasonlítása	63
II. ANYAG ÉS MÓDSZER	66
III. A VIZSGÁLAT EREDMÉNYEI	68
III.1. ÁTTEKINTÉS A MAGYARORSZÁGON MŰKÖDŐ VIZSGÁLT VÁLLALKOZÁSOK TULAJDONOSI ÉRTÉKMÉRÉSI GYAKORLATÁRÓL	68
III.1.1. A vizsgált cégek általános gazdasági jellemzői	68
III.1.1.1. Ágazati besorolás	68
III.1.1.2. Tulajdonosok	68
III.1.1.3. Főbb gazdasági adatok	69
III.1.1.4. Alkalmazott vállalatirányítási eszközök	70
III.1.2. A tulajdonosi értékmérés jelenléte a vizsgált cégeknél	70
III.1.2.1. Stratégiai alternatívák, fúziók, akvizíciók értékelése	71
III.1.2.2. Projektek, beruházások értékelése	72
III.1.2.3. Teljesítménymérés	73
III.1.2.4. Értékmérés az ösztönzési rendszerben	74
III.1.2.5. Kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer alkalmazása	75
III.1.3. Összefüggések vizsgálata	76
III.1.4. A felmérés megállapításainak összegzése	77
III.2. ESETTANULMÁNYOK ÖSSZEFOGLALÁSA	79
III.2.1. A MOL Csoport	79
III.2.2. A Tiszai Vegyi Kombinát Rt.	81
III.2.3. A Wallis Csoport	82
III.2.4. A Continental Temic Hungary Kft.	82
III.2.5. A Béres Csoport	83
III.2.6. Az Allianz Hungária Biztosító Rt.	84
III.2.7. Esettanulmányok összegzése	85
III.3. MODELLÉPÍTÉS A TULAJDONOSI ÉRTÉK MÉRÉSÉNEK TÁMOGATÁSÁRA	87
III.3.1. A táblázatkezelő programok hiányosságai a tulajdonosi érték mérésében	87
III.3.2. A tulajdonosi érték mérésére fejlesztett modell bemutatása	88
III.3.2.1. A modell strukturális felépítése	88
III.3.2.2. Az input adatok bevitele a modellben	89
III.3.2.3. A modell funkció-moduljai	91
III.3.2.3.1. Az időperiódus beállítása	92
III.3.2.3.2. A maradványérték számítási módszerének kiválasztása	92
III.3.2.3.3. Szenárió-menedzser	93
III.3.2.3.4. A pénztöbblet- és hiány kezelésének beállításai	94
III.3.2.3.5. Finanszírozási alternatívák beállításai	95
III.3.2.3.6. Pénzügyi befektetési lehetőségek kezelése	96
III.3.2.3.7. Konzolidáció	97

III.3.2.4. A modell automatikusan generálódó jelentései	97
III.3.2.4.1. A modellben alkalmazott értékelési módszerek összehasonlítása	98
III.3.2.4.2. A modellben szereplő értékteremtő tényezők összehasonlítása	100
III.3.2.5. A modell előnyei	101
III.3.2.6. Összegzés	102
IV. AZ EREDMÉNYEK ÉRTÉKELÉSE	103
IV.1. EREDMÉNYEK, KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK A SZAKIRODALOM	
ÁTTEKINTÉSE ÉS SZINTETIZÁLÁSA ALAPJÁN	103
IV.2. EREDMÉNYEK, KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK AZ EMPIRIKUS	
VIZSGÁLATOK ALAPJÁN	107
IV.3. ÚJ KUTATÁSI EREDMÉNYEK	113
ÖSSZEFOGLALÁS	117
SUMMARY	119
MELLÉKLETEK	121
M1: Irodalomjegyzék	122
M2: A maradványérték számításának módszerei	133
M3: Finanszírozási hatások figyelembevételének, a tőkeköltség számításának módszerei	139
M4: A vizsgálat lefolytatásához alkalmazott kérdőív	149
M5: A vizsgálatban szereplő cégek gazdasági alapadatai	153
M6: A tulajdonosi értékközpontú módszerek alkalmazásának és a vizsgált cégek gazdasági	
alapadatainak kapcsolata	154
M7: Az értékközpontú vállalatirányítás értékelési feladatainak és a vizsgált cégek gazdasági	
alapadatainak a kapcsolata	155
M8: A tulajdonosi értékközpontú módszerek alkalmazási időtartamának és a vizsgált cégek	
gazdasági alapadatainak kapcsolata	156
M9: Részletes esettanulmány: A MOL Csoport	157
M10: Részletes esettanulmány: A Tiszai Vegyi Kombinát Rt.	169
M11: Részletes esettanulmány: A Wallis Csoport	177
M12: Részletes esettanulmány: A Continental Temic Hungary Kft.	188
M13: Részletes esettanulmány: A Béres Csoport	197
M14: Részletes esettanulmány: Az Allianz Hungária Biztosító Rt.	204
M15: Az e-VALEX modell strukturális felépítése	213
M16: A szcenárió-menedzser működésének logikai folyamata e-VALEX modellben	214
M17: Vezetői összefoglaló az e-VALEX modellben	215
M18: Felhalmozott nyereség kimutatása az e-VALEX modellben	216
M19: Pénzügyi ráták, mutatószámok az e-VALEX modellben	217
M20: Eredménykimutatás az e-VALEX modellben	218
M21: Mérleg az e-VALEX modellben	219
M22: Cash flow kimutatás az e-VALEX modellben	220
M23: Értékgenerátorok kimutatása az e-VALEX modellben	221
M24: Szabad cash flow kimutatás az e-VALEX modellben	222
M25: Hozzáadott gazdasági érték kimutatás az e-VALEX modellben	223
M26: Hozzáadott cash érték kimutatás az e-VALEX modellben	224
M27: Szabad cash flow alapú értékelés az e-VALEX modellben	225
M28: Inkrementális szabad cash flow alapú értékelés az e-VALEX modellben	226
M29: Hozzáadott gazdasági érték alapú értékelés az e-VALEX modellben	227
M30: Hozzáadott cash érték alapú értékelés az e-VALEX modellben	228

ÁBRÁK JEGYZÉKE

1. ábra: Az értékközpontú vállalatirányítás bevezetésének leggyakoribb indokai	11
2. ábra: Az értékteremtő tényezők és a mikrotényezők kapcsolata	15
3. ábra: Az értékközpontú vállalatirányítás koncepciója	16
4. ábra: Az értékközpontú vállalatirányítás folyamata.....	17
5. ábra: Az érték forrásainak változása az idők folyamán	21
6. ábra: A stratégia-központú szervezet alapelvei.....	22
7. ábra: A Balanced Scorecard a stratégiai menedzsment és a controlling folyamatában.....	24
8. ábra: Az értékközpontú vállalatirányítás és a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer integrációja.....	26
9. ábra: Stratégiai és működési kockázatok kezelése a vállalat üzleti tevékenységében.....	28
10. ábra: A tulajdonosi érték mérésének különböző esetei.....	30
11. ábra: Az értékmérési módszerek csoportosítása különböző szempontok alapján.....	31
12. ábra: A maradványérték jelentősége, súlya különböző iparágakban	33
13. ábra: A maradványérték fontosabb számítási módszereinek csoportosítása	34
14. ábra: A tőkeköltség számítási módszereinek csoportosítása.....	35
15. ábra: A tőkeérték módszerek és a maradvány-nyereség koncepciók csoportosítása.....	37
16. ábra: A tulajdonosi érték szabad cash flow alapú kalkulációja	44
17. ábra: A szabad cash flow kalkulációja.....	45
18. ábra: A hozzáadott gazdasági érték kalkulációja.....	49
19. ábra: A tulajdonosi érték hozzáadott gazdasági érték alapú meghatározása	55
20. ábra: A befektetés-arányos cash flow megtérülés számítása	58
21. ábra: A hozzáadott cash érték kalkulációja.....	61
22. ábra: A tulajdonosi érték hozzáadott cash érték alapú meghatározása.....	62
23. ábra: A vizsgált cégek ágazatok közötti megoszlása	68
24. ábra: A vizsgált cégek összesített tulajdonosi szerkezete	68
25. ábra: A vizsgált cégek kategorizálása különféle gazdasági adatok alapján	69
26. ábra: A vizsgált cégek gyakorlatában jelentkező értékmérési feladatok	70
27. ábra: A vizsgált cégek adózás előtti eredményének alakulása a külföldi tulajdoni hányad és az árbevétel-arányos megtérülés összefüggésrendszerében	71
28. ábra: Stratégiai értékelések számossága a vizsgált cégek gyakorlatában.....	71
29. ábra: Beruházások döntési kritériumaként alkalmazott mutatószámok számossága a vizsgált cégek gyakorlatában.....	72
30. ábra: Projektek, beruházások értékelésére alkalmazott mutatók a vizsgált cégek gyakorlatában.....	72
31. ábra: Teljesítménymérő mutatószámok számossága a vizsgált cégeknél.....	73
32. ábra: Teljesítménymérésre alkalmazott mutatószámok alkalmazási szintje a vizsgált cégeknél.....	73
33. ábra: Az ösztönzési rendszerben alkalmazott mérőszámok számossága a vizsgált cégek gyakorlatában.....	74
34. ábra: Az ösztönzési rendszerben alkalmazott teljesítmény-kritériumok a vizsgált cégeknél.....	75
35. ábra: A Balanced Scorecard rendszert alkalmazó cégek aránya a vizsgált cégek között.....	75
36. ábra: Az értékközpontú vezetés és a BSC integrációjának gyakorisága a vizsgált cégek gyakorlatában.....	75
37. ábra: Az e-VALEX modell vezérlőpultja	88
38. ábra: Tőkeköltség kalkulációja az e-VALEX modellben	90
39. ábra: Az időperiódus beállítása az e-VALEX modellben	92
40. ábra: A maradványérték számítási módszerének kiválasztása az e-VALEX modellben.....	93
41. ábra: Szenárió-kezelés az e-VALEX modellben.....	94
42. ábra: A pénztöbblet és -hiány kezelésének lehetőségei az e-VALEX modellben	95
43. ábra: Hosszú távú finanszírozás az e-VALEX modellben	96
44. ábra: Pénzügyi befektetések kezelése az e-VALEX modellben	96

45. ábra: Értékjelentés az e-VALEX modellben.....	99
46. ábra: FCF, EVA TM és CVA alakulásának összehasonlítása egy mintapéldában	100
47. ábra: A MOL Rt. legfontosabb érdekeltségei Közép-Európában	157
48. ábra: A MOL Rt. tulajdonosi szerkezete 2004.12.31-én.....	158
49. ábra: Az irányítási, kontrolling rendszer fejlődése a MOL Rt.-nél (I.).....	159
50. ábra: A kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer struktúrája a MOL Rt.-nél (I.)	160
51. ábra: A kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer struktúrája a MOL Rt.-nél (II.).....	160
52. ábra: Az irányítási, kontrolling rendszer fejlődése a MOL Rt.-nél (II.)	162
53. ábra: A hozzáadott gazdasági érték levezetése a MOL Rt.-nél.....	167
54. ábra: EVA TM -fa a MOL Rt. gyakorlatában.....	167
55. ábra: Kontrolling körfolyamat a TVK Rt.-nél	169
56. ábra: A jelentési rendszer elemei a TVK Rt.-nél	170
57. ábra: A vállalatértékelés folyamata a TVK Rt.-nél.....	171
58. ábra: A TVK Rt.-nél alkalmazott modellek hierarchiája, konszolidációs szintjei.....	173
59. ábra: A részvénytulajdonosi érték számításának sémája a TVK Rt. gyakorlatában.....	174
60. ábra: A Wallis Csoport irányítási alapelve	178
61. ábra: A Wallis Csoport üzleti egységeinek csoportosítása az irányítási koncepciók alapján	179
62. ábra: A Wallis Csoport érdekeltségeinek vállalati életgörbéje	180
63. ábra: A Wallis Csoport vezetői információs rendszerének felépítése.....	181
64. ábra: A kulcsmutatók kiválasztásának folyamata a Wallis Csoportban	181
65. ábra: Az értékközpontú modell és a kritikus teljesítménymutatók a Wallis Csoportban	182
66. ábra: A Wallis Autó Holding Rt. kulcsjelzőmutatói	183
67. ábra: A Wallis Csoport standard beszámoló-rendszere	184
68. ábra: A stratégiaalkotás és a Balanced Scorecard kapcsolata a Continental Temic Kft.-nél.....	189
69. ábra: A Continental Temic stratégiai térképe	190
70. ábra: A Continental Temic üzletágainak jelenlegi helyzete és a jövőbeli pozíciója a stratégiai akciók megvalósítása nélkül	191
71. ábra: A Continental Temic üzletágainak jelenlegi helyzete és jövőbeli célpozíciója.....	192
72. ábra: A stratégiaalkotás és a Balanced Scorecard kialakítása a Continental Temic Kft.-nél.....	193
73. ábra: A Balanced Scorecard bevezetésének folyamata a Continental Temic Kft.-nél.....	193
74. ábra: Egyéni BSC kártya a Continental Temicnél (előlap).....	194
75. ábra: Egyéni BSC kártya a Continental Temicnél (hátlap).....	194
76. ábra: Continental Vállalati Értékteremtés fa a Continental Temicnél	195
77. ábra: A Béres Csoport felépítése.....	198
78. ábra: A magyar biztosítási piac részesedésének alakulása.....	204
79. ábra: A díjbevétel megoszlása az Allianz Hungária Biztosító Rt.-nél.....	205
80. ábra: Az Allianz Hungária Biztosító Rt. szervezeti felépítése.....	205
81. ábra: Controlling körfolyamat az Allianz Hungária Biztosító Rt.-nél	206
82. ábra: A tervezési, az értékelési és a jelentési rendszer kapcsolata az Allianz Hungária Biztosító Rt.-nél.....	208
83. ábra: Teljesítmény értékelési rendszer az Allianz Hungária Biztosító Rt.-nél	209

TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

1. táblázat: Az érintettek és a hozzáadott érték	19
2. táblázat: A számviteli elvek különbözőségének hatása az értékelésre az egyes országokban.....	39
3. táblázat: A korrigált adóval csökkentett nettó működési eredmény számítása során előforduló gyakori korrekciók	51
4. táblázat: Az adózás utáni nettó működési profit gyakran előforduló korrekciói	52
5. táblázat: A befektetett tőke meghatározása során gyakran előforduló korrekciók	53
6. táblázat: Különböző értékmérési módszerek hasznossága különböző alkalmazási lehetőségek esetén.....	65
7. táblázat: Az esettanulmányok összegzése.....	86
8. táblázat: Az e-VALEX modell által kezelt maradványérték számítási módszerek	89
9. táblázat: Az e-VALEX modellben szereplő értékteremtő tényezők.....	101
10. táblázat: Az empirikus eredmények összegzése	112
11. táblázat: A Wallis Csoport által alkalmazott pénzügyi értékelési módszertan	185

RÖVIDÍTÉSEK JEGYZÉKE

RÖVIDÍTÉS	MEGNEVEZÉS IDEGEN NYELVEN	MEGNEVEZÉS MAGYAR NYELVEN
AEVA	Adjusted Economic Value Added	Módosított hozzáadott gazdasági érték
APM	Arbitrage Pricing Model	Arbitrált árfolyamok modellje
BSC	Balanced Scorecard	Kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer
CAPM	Capital Assets Pricing Model	Tőkepiaci árfolyamok modellje
CFROI TM	Cash Flow Return on Investment	Befektetés-arányos cash flow megtérülés
CVA	Cash Value Added	Hozzáadott cash érték
DCF	Discounted Cash Flow	Diszkontált cash flow
EBDIT	Earnings before Depreciation, Interest and Tax	Értékcsökkenés, kamat- és adófizetés előtti eredmény
EBIT	Earnings Before Interest and Tax	Kamat- és adófizetés előtti eredmény
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization	Kamat, értékcsökkenés és adózás előtti eredmény
EPS	Earnings per Share	Egy részvényre jutó nyereség
EVA TM	Economic Value Added	Hozzáadott gazdasági érték
FCF	Free Cash Flow	Szabad cash flow
g	Growth	Növekedés
KPI	Key Performance Indicator	Kulcsteljesítmény-mutató
IAM	Intangible Assets Monitor	Immateriális javak monitora
IRR	Internal Rate of Return	Belső megtérülési kamatláb
MVA	Market Value Added	Hozzáadott piaci érték
NOPAT	Net Operating Profit After Tax	Adózás utáni nettó működési eredmény
NOPLAT	Net Operating Profit less Adjusted Tax	Korrigált adóval csökkentett nettó működési eredmény
NPV	Net Present Value	Nettó jelentérték
OCF	Operating Cash Flow	Működési cash flow
OCFD	Operating Cash Flow Demand	Működési cash flow elvárás
PBT	Profit Before Tax	Adózás előtti eredmény
PI	Profitability Index	Jövedelmezőségi index
P/E	Price/Earnings	Árfolyam/nyereség ráta
REVA	Refined Economic Value Added	Finomított hozzáadott gazdasági érték
ROA	Return on Asset	Eszközarányos megtérülés
ROCE	Return on Capital Employed	Lekötött tőke arányos hozam
ROE	Return on Equity	Saját tőke arányos megtérülés
ROI	Return on Investment	Befektetés-arányos megtérülés
ROIC	Return on Invested Capital	Befektetett tőkével arányos hozam
RONA	Return on Net Asset	Nettó eszközarányos megtérülés
RV	Residual Value	Maradványérték
SFO	Strategy-Focused Organization	Stratégia-központú szervezet
SHV	Shareholder Value	(Részvény)tulajdonosi érték
SVA	Shareholder Value Analysis	(Részvény)tulajdonosi érték elemzés
TdB	Tableau de Bord	Francia irányítótábla
VBM	Value Based Management	Értékközpontú vállalatirányítás

BEVEZETÉS

Az 1980-as években a vállalatok üzleti környezete világszerte erőteljesen átalakult. A gazdasági, piaci viszonyok változása – magántőke térhódítása; piacok globalizálódása; nemzetközi verseny erősödése; információs forradalom – miatt újfajta kihívásokkal néznek szembe az üzleti vállalkozások. A magyar vállalatok privatizációja a politikai, gazdasági rendszer átalakításának egy fontos fázisa volt és a piacgazdasági működési modell nyújtotta előnyök kihasználási lehetőségének a kezdetét jelentette. Az életben-maradáshoz és fejlődéshez szükségessé vált a piaci igényekhez való alkalmazkodás, a megújuló termelési és technológiai szerkezet, az eladásösztönző értékesítési hálózat, a gördülékeny logisztikai hálózat, valamint az ezeket összefogó tulajdonosi, vezetői irányítási rendszer. Ettől az időszaktól kezdődően a magyar vállalatvezetők által feltett egyik leggyakoribb kérdés az, hogy mit vár el a tulajdonos. A kérdésre nem is olyan egyszerű a válasz, mert nem egyszer a tulajdonhoz jutott tulajdonosnak is fel kellett, fel kell fedeznie, hogy hogyan kell tulajdonosként viselkedni, milyen elvárásai lehetnek a vezetéssel szemben. A jelentősebb vállalatok túlnyomó része közvetlenül vagy közvetve befektetők tulajdonában van. A pénzügyi befektetők legfőbb célja, hogy a cég, amelyikbe tőkét fektettek be, növelje a saját értékét és ezzel a tulajdonosai vagyont, és mivel a szakmai befektetők túlnyomó része is pénzügyi befektetők tulajdonában van, így gyakorlatilag minden cégnek meg kell felelnie az értékteremtéssel kapcsolatos elvárásoknak. Ebből következően a stratégiai menedzsment jelenleg legaktuálisabb irányvonalai a tulajdonosi értékhez, illetve olyan módszerekhez kapcsolódnak, melyek célja a *tulajdonosi érték növelése*.

Kérdésként merül fel, hogy pontosan mit is tekintünk értéknek? Szövegkörnyezettől függően az érték szónak számos jelentése lehet, viszont amikor üzletemberek beszélnek értékről, egyre inkább az úgynevezett *tulajdonosi értéket* (*shareholder value*¹, *SHV*, egyes fordításokban *részvénytulajdonosi érték*, *részvényesi érték*, *részvényvagyon*) értik alatta, vagy a teljesítmény valamilyen hasonló értékalapú mutatójára gondolnak. A tulajdonosi érték a vállalat saját tőkeértékével egyenlő, amely a vállalat értéke és az adósságállománya piaci értékének különbsége, a vállalat értéke pedig mindaz a jövedelem, amit a vállalkozás üzleti tevékenységével hosszú távon, teljes élettartama során realizál, s amely a vállalkozáshoz forrást biztosítók rendelkezésére áll. A tulajdonosi érték létrehozása tulajdonképpen többletérték létrehozását jelenti: a vállalat számára forrásokat biztosító tulajdonosok a tőkeköltséget (az alternatív befektetések várható hozamát) meghaladó hozamot várnak, ez képviseli számukra a többletértéket.

Az üzleti tevékenységet folytató szervezetek alapvető célja tehát a fogyasztói igények tulajdonosi érték növekedésével párosuló kielégítése, aminek érdekében az üzleti vállalkozások elemzéséhez használatos módszereket az elemzők újragondolták, és összhangba hozták az értékteremtés követelményeivel. 1986-ban jelent meg Alfred Rappaport² *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance* (Részvényesi érték teremtése: A vállalati teljesítményértékelés új standardja) című könyve, amely a részvényesi érték szemléletmód elméleti alapjait tartalmazza. Ezen alapelvekre építve a könyv kiadását követő években több, részletesen kidolgozott, de részleteikben eltérő értékközpontú vállalatirányítási módszer jelent meg. Az *értékközpontú vállalatirányítás* az egész vállalati működést átható vezetői megközelítés, melyben minden döntést a vállalat értékének növelésére való törekvés szemléletében hoznak meg és hajtanak végre. A tulajdonosi értéket azonban csak úgy lehet növelni, ha definiálni és mérni tudjuk, amit növelni kívánunk.

A *mérés* tehát kulcsfontosságú valamennyi vállalkozás számára, mely fontosságának tényét több szakirodalomban is megtalálhatjuk neves kutatók által találóan megfogalmazva. Lord Kelvin³ gon-

¹ A 'shareholder' szó szerinti fordításban részvénytulajdonost jelent, de valójában a tulajdonos megfelelőjeként értelmezhető. Ennek oka, hogy az elnevezés az Amerikai Egyesült Államokból származik, ahol a tőkepiac jellemzője, hogy a vállalatok többségét a tőzsdén forgalmazzák, a tőzsdén kívüli, zárt cégek, illetve más társasági formában működő vállalatok aránya kicsi, így általánosságban a tulajdonost, mint 'shareholder' említik.

² A Northwestern University professzora, valamint - Carl M. Noble Jr. társaként - többek között az Alcar for Windows pénzügyi tervező, elemző szoftvert és a tőkeköltség kalkulálását támogató ATP! programcsomagot kifejlesztő Alcar Group alapítója.

³ Lord Kelvin (William Thomson, 1824-1907) angol fizikus, természettudós, a glasgow-i egyetem professzora. Az ő nevéhez fűződik többek között az abszolút, az anyagi minőségtől független hőmérsékleti skála bevezetése, valamint az Atlanti-óceán alatti kábelfektetéshez is felhasznált tükrös galvanométer feltalálása.

dolata szerint: „Ha mérni tudjuk, amiről beszélünk és számokkal kifejezni, akkor tudunk valamit róla, de ha nem tudjuk mérni, ha nem tudjuk számokkal kifejezni, akkor tudásunk szegényes és nem kielégítő.” Vagyis „amit nem tudunk mérni, azt nem is ismerjük igazán.” Harrington⁴ szavaival kifejezve: „A mérés kulcsfontosságú. Ha nem tudunk valamit mérni, akkor nem tudjuk irányítani. Ha nem tudjuk irányítani, akkor nem tudjuk menedzselni. Ha nem tudjuk menedzselni, akkor nem tudjuk fejleszteni.” „Amit nem tudunk mérni, azt menedzselni sem tudjuk.” („If you can't measure it, you can't manage it.”) Robert S. Kaplan⁵ és David P. Norton⁶ előző megfogalmazása 1996 óta immár szállóigévé vált a menedzsment szakirodalomokban. Altyn Clark, a Performance Center munkatársának definíciója szerint pedig „a mérés segítségével írható le az a rés, amely aközött van, amivel most rendelkezünk, és amit akarunk, lehetővé téve az olyan választásokat, amelyekkel közelebb kerülünk ahhoz, amit akarunk.”

A vállalkozások elemzésére, értékelésére a különböző értékelési helyzetekben világszerte számos módszert használnak. Az irodalomban létezik egyfajta konszenzus, mely szerint a vállalati teljesítménymérésre az egyedülálló legjobb megoldás a tulajdonosi értékképzés mérése; a jól teljesítő vállalatok több értéket képeznek valamennyi érdekcsoport (tulajdonosok; hitelezők; vállalatvezetés; alkalmazottak; ügyfelek és szállítók; a vállalat társadalmi környezete) számára, mint a szegényebben teljesítők. Arról viszont nem létezik egységes álláspont, hogy az értékképzés mérésére melyik módszert kell használni. Hiba lenne azt hinni, hogy egyetlen mérési, elemzési technika tökéletesen alkalmas mindenféle pénzügyi döntés támogatására. A valóság az, hogy valamennyi módszer hasznos lehet számunkra, de nem ugyanazon célok megvalósítására. Sok esetben a módszerek különböznek már az alapfeltételezések tekintetében is, következésképpen nem adják ugyanazokat a választásokat a vállalkozások teljesítményével, kilátásaival kapcsolatban. A lényegi kérdés tehát az, hogy ki tudjuk-e választani az adott cél megvalósítását leginkább támogató módszert, valamint rendelkezünk-e megfelelő mennyiségű és minőségű információval a módszer alkalmazásához.

Az 1990-es évek előtt a tulajdonosi érték diszkontált pénzáramlási modellek segítségével történő mérését elsősorban a *beruházások, akvizíciók értékelése* céljából használták. Ma a korszerűen működő vállalatok ezen túlmenően már a tulajdonosi érték alapú mutatókat beépítik a *tervezésbe* és az üzleti tevékenységet átfogó *teljesítményértékelésbe* is. A tulajdonosi értékképzés elemzése, mint módszer, felhasználásra kerül a komplex *stratégiai tervek készítése* során, és hozzájárul a *megvalósítás* sikeres menedzseléséhez. Az *értékközpontú vállalatirányítást* az értékorientált szemléletnek a vezetői és a tulajdonosi érdekeket ténylegesen összehangoló *ösztönzési rendszerbe* történő illesztése teszi teljessé.

A tulajdonosi értékre történő összpontosítás makrogazdasági szinten javítja a foglalkoztatottsági lehetőségeket, mivel a létrehozott érték elosztása több elkölthető jövedelmet visz a gazdaságba. Ez növelheti a fogyasztást, így újabb növekedési lehetőségeket és még több tulajdonosi értéket teremt a vállalatoknak. A körforgás halmozódó hatás mellett újraindul. Az alacsonyabb megtakarítási és befektetési szintet kompenzálja a tőke magasabb termelékenységéből adódó befektetési hozamnövekedés, és ez így együttesen nagyobb pénzügyi jólétet és életszínvonalat biztosít. Empirikus kutatások bizonyítják, hogy az országok makrogazdasági teljesítménye és a tulajdonosi értékmaximalizálás elvére épülő vállalatvezetés között szoros kapcsolat van. A tőkepiacok globalizálódásával azok az országok, ahol a gazdasági rendszer nem a tulajdonosi érték maximalizálására épül és ezáltal a befektetők alacsonyabb hozamot tudnak elérni, egyre inkább tőkehiánnyal találják szembe magukat, ami a világpiacon versenyben hátrányba kerülést és egyre inkább lemaradást okoz.

A *tulajdonosi értékteremtés* fogalma mára elfogadottá vált a világban, a hozzá kapcsolódó módszerek széles körben elterjedtek az Amerikai Egyesült Államokban, de egyre inkább népszerűvé és elfogadottá válnak Európában, Ausztráliában, sőt még Japánban is. A gazdasági, piaci viszonyok változása miatt a Magyarországon működő vállalkozások is újfajta kihívásokkal néznek szembe,

⁴ Diana R. Harrington, a Babson College pénzügy professzora, több mint 30 különböző tanulmány és könyv szerzője.

⁵ Robert S. Kaplan a Harvard Business School professzora, többek között a tevékenység-alapú költségszámítás (Activity Based Costing, ABC) atyja, és a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószám-rendszer (Balanced Scorecard, BSC) egyik megalkotója.

⁶ David P. Norton a Balanced Scorecard Inc. elnöke, és Robert S. Kaplan mellett a BSC másik fő alkotója.

ennek ellenére hazánkban még csak néhány innovatív vállalatnál lehet találkozni a tulajdonosi értékre összpontosító módszerek alkalmazásával, náluk is inkább egyes elemeiben, nem pedig teljes körűen bevezetve.

A fentiek motiváltak arra, hogy az értekezés keretein belül vizsgáljam a tulajdonosi érték mérésének módszereit, azok felhasználási lehetőségeit, a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás gyakorlati alkalmazhatóságát és alkalmazását.

A kutatás céljai

A kutatás alapvető célja, hogy rávilágítson a tulajdonosi érték növelésére összpontosító vállalatirányításnak, a vállalatnál felmerülő valamennyi döntés tulajdonosi értékre gyakorolt hatásának vizsgálatán alapuló meghozatalának időszerűségére, szükségességére. Ezen célkitűzésnek való megfelelés érdekében szükséges a tulajdonosi értékközpontú szemléletnek többek között a stratégiai alternatívák, akvizíciók, projektek, beruházások értékelésében, a teljesítménymérésben és az ösztönzésben betöltött szerepének vizsgálata.

Munkám indításakor és végzésekor annak céljai a következők voltak:

- a témához kapcsolódó hazai és külföldi szakirodalom áttekintése, az irodalomban szereplő tudásanyag szintetizálása, az átfedések és az esetleges hiányosságok feltárása,
- a különböző értékelési, mérési módszerek értékelése és összehasonlítása, azok előnyeinek, hátrányainak meghatározása, az egyes feladatok, problémák megoldására leginkább alkalmas technikák azonosítása,
- az írásos formában fellelhető esettanulmányok vizsgálata mind nemzetközi, mind pedig a szűkösen rendelkezésre álló hazai szakirodalom vonatkozásában,
- a különböző toplistákon előkelő helyen szereplő, Magyarországon működő vállalkozások jelenlegi gyakorlatának, a jellemzően használt megoldásoknak a felmérése és összevetése,
- a hazai gyakorlatban megtalálható hiányosságok, nehézségek, a továbblépési, fejlődési lehetőségek feltárása, és
- egy modell felépítése a külföldi és hazai szakirodalmi anyagok, a szakirodalomban fellelhető esettanulmányok, valamint gyakorlati tapasztalatok szintetizálásával.

A kutatás hipotézisei

Az empirikus kutatásaimmal kapcsolatban az alábbi hipotéziseket fogalmaztam meg:

- A különböző toplistákon előkelő helyen szereplő, Magyarországon működő vállalkozások jelenlegi gyakorlatában ha nem is teljességében, de részleteiben már megtalálhatók a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás alkalmazásának, a tulajdonosi érték mérésének egyes módszerei.
- A fent említett vállalati körben statisztikailag igazolható, szignifikáns kapcsolat van a tulajdonosi értékközpontú módszerek alkalmazásának ténye és a toplistákra kerülés kritériumának mutatószámai között.
- A Magyarországon működő vállalkozások között már vannak olyan innovatív, élenjáró cégek, ahol a tulajdonosi érték mérését, a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítást legalább bizonyos részterületeken olyan színvonalon végzik, hogy úgynevezett legjobb gyakorlatot folytató minta-cégek (best practice) lehetnek más vállalkozások számára.
- A tulajdonosi érték mérésére, a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás informatikai támogatására a hazai gyakorlatban elsősorban a standard táblázatkezelő szoftvereket (Microsoft Excel) használják, annak hátrányaival együtt. A táblázatkezelő szoftverek továbbfejlesztése révén jelentős mértékben javítható annak a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányításban történő alkalmazhatósága.

I. IRODALMI ÁTTEKINTÉS

I.1. AZ ÉRTÉK DEFINÍCIÓI

Napjaink szakirodalmában az értéknek különböző definíciói szerepelnek. Megjelenik az érték fogalma a marketing, a termelés, és más menedzsment területek publikációiban is, elsősorban a fogyasztói értéket (vevőérték, customer value) helyezve a középpontba. (Wimmer, 2000)

A marketing szakirodalomban az érték a *fogyasztói értékkel* azonos. A fogyasztói érték a teljes vevőérték és a teljes vevőérték költségének különbsége. A teljes vevőérték azoknak az előnyöknek az összességét takarja, melyet a vevő egy adott terméktől, vagy szolgáltatástól elvár. Ennek elemei a termék értéke mellett a kapcsolódó szolgáltatások, a személyzet és a vállalati imázs által képviselt értékek. A teljes vevőköltség a termék vagy szolgáltatás értékelése, beszerzése és használata során felmerülő költségeket jelenti, mely a pénzügyi költségeken túl a vevő idejét, energiáját, pszichikai költségeit is tartalmazza. (Kotler, 1998)

Érték az, amit a vevők hajlandóak kifizetni. (Porter, 1993) A *vevőérték* a vevő szubjektív véleménye arról, hogy egy termék vagy szolgáltatás milyen mértékben felel meg a várakozásainak. A fogyasztó olyan arányban hajlandó fizetni egy termékért, amilyen mértékben az igényeit kielégíti. A fogyasztói értékítéletet a termék jellemzői mellett annak megszerzéséhez kapcsolódó ráfordítások mértéke, vagyis az adott jószág által nyújtott többletérték is befolyásolja. (Dorgai, 2004) Magasabb érték abból származik, hogy ugyanazon terméket alacsonyabb költséggel képes előállítani a vállalat, vagy pedig abból, hogy képes a termékeit differenciálni (megkülönböztetni). (Czakó, 2003)

Amikor vevőértékről beszélünk a marketingben, akkor mindig az úgynevezett *észlelt értékről* van szó. A termék tényleges teljesítményének és a vevők által észlelt hasznosságának megkülönböztetése a vállalaton belül is fontos, hiszen a műszaki szakemberek a mérhető, paraméterekben megragadható funkciókban, teljesítményekben gondolkodnak, miközben a marketingesek a vevőt képviselve az ő – általában holisztikus – észleléseire hivatkoznak. (Reketye, 2004)

A fogyasztói érték elemeinek, dimenzióinak többféle csoportosítása is fellelhető az irodalomban. Így találkozhatunk többek között a használati érték, a hely és idő érték, valamint a tulajdon érték megnevezésekkel. A *használati érték* a termék azon tulajdonságaiból adódik, amelyek azt igénykielégítésre alkalmassá teszik, a *hely* illetve az *idő érték* azt jelenti, hogy a termék a fogyasztó számára ott, illetve akkor rendelkezésre áll, amikor a fogyasztói igény jelentkezik, a *tulajdon érték* pedig a fogyasztó számára a rendelkezési jogot, illetve annak megszerzhetőségét takarja. (Wimmer, 2000)

A vállalati pénzügyek képviselői az értéket a vállalat oldaláról értelmezik.

A két világháború közötti időszakra jellemző klasszikus vállalatértékelés a vállalat *belső értékét* (intrinsic value) kereste, amely mint *objektív érték* jelent meg. Objektív az az érték, amely semmilyen zavaró, vállalaton kívüli és/vagy az értékelő személyétől függő tényezőt nem tartalmaz. Ez az egydimenziós értékfelfogás a vállalatok számviteli információira alapozva határozta meg a vagyontértéket – ami egyenlő a vállalat materiális formában megjelenő vagyontárgyainak értékével –, nem törődve a vállalat jövőbeni jövedelemtermelő képességével.

Az 1960-as évek közepéig tartó, hozamértéken alapuló tanok az objektív érték értelmezése helyett *szubjektív értékről* beszélnek, amely különbséget tesz a vállalati belső érték és a piaci érték között. A szubjektív értékelmélet szerint a vállalati érték a döntéshozók szempontjai, preferenciái szerint változik. A szubjektív érték a vállalat számviteli információin kívül tükrözte a jövőre vonatkozó elvárásokat is. A vállalat belső értéke a hozamértékkel egyenlő, de a tényleges piaci értéke csak ritkán egyezik meg a kalkulált hozamértékkel.

Ezt követően a vállalatértékelés az 1980-as évek elejéig a vállalat belső értékére, illetve a *belső érték és a piaci érték* kapcsolatára hatást gyakorló tényezőket kereste. Felmerül az eladó és a vevő eltérő preferenciarendszerének kérdése és a vállalatértékelő személyének szerepe.

Az 1980-as évektől napjainkig terjedő időszakban a *piaci érték* került a középpontba a vállalati belső értékkel szemben. Alapvetően a piaci értéket befolyásoló tényezők megragadására és számszerűsítésére helyezik a hangsúlyt. (Ulbert, 1994)

A piaci érték koncepció a vállalat értékét a részvény-árfolyamokban tükröződő értékkel azonosítja, mivel hatékony tőkepiacon a részvényárfolyamok nemcsak a vállalat jelenlegi teljesítményét mutatják, hanem kifejezik a befektetők jövőbeni elvárásait is. Nem nyilvános társaságoknál a piaci érték az az érték, amelyet megfelelő információkkal rendelkező eladó és vevő a saját önértékét követve a tárgyalások során a részvények vagy vagyontárgyak értékére kialakít. (Dorgai, 2004)

A részvényesi értékmaximalizálás (tulajdonosi érték) koncepció alapján a *vállalat értéke* azon jövőbeli pénzjövödelmek tőkeköltséggel diszkontált jelenértéke, amelyet a vállalkozás üzleti tevékenységével hosszú távon, teljes élettartama során realizál, s amely a befektetőknek, forrásbiztosítóknak szabadon rendelkezésére áll.

A *tulajdonosi érték* a vállalat saját tőkeértékével egyenlő, amely a vállalat értéke és az adósságállománya piaci értékének különbsége. (Rappaport, 1986) A tulajdonosi érték szemléletmód követői is elismerik, hogy a tulajdonosi érték nem létezhet fogyasztói érték nélkül, vagyis a hosszú távú pozitív cash flow elégedett fogyasztókat feltételez. Ugyanakkor fordítottnak nem érvényesül automatizmus, mivel az elégedett fogyasztók és a fogyasztóknak szolgáltatott érték nem jelenti feltétlenül a tulajdonosi érték növekedését. (Wimmer, 2000)

A fogyasztó számára értéket létrehozó tevékenységek szisztematikus egymáshoz kapcsolódását fejezi ki az *értéklánc-koncepció*. A tevékenységek közé az alaptevékenységek (bejövő logisztika; működés (termelés; szolgáltatás); kimenő logisztika; marketing és értékesítés; ügyfélszolgálat) és az alaptevékenységek működését segítő támogató tevékenységek (a vállalat infrastruktúrája; emberi erőforrás menedzsment; technológia fejlesztés; beszerzés) tartoznak. A végső fogyasztó számára előállított érték általában több vállalat összekapcsolódó tevékenységének eredménye. (Porter, 1993)

A tulajdonosi értékkel, illetve a fogyasztói értékkel foglalkozó szerzők is láthatóan egyetértenek abban, hogy az érték forrása a *vállalati működésben* van. A tulajdonosi értéket középpontba állító szemlélet követői azonban sok esetben a pénzügyi, gazdasági értékelésen túl nem foglalkoznak részletesen az operatív szintű célok, illetve az érték alakulását befolyásoló tényezők részletesebb meghatározásával. A fogyasztói érték fontosságát hangsúlyozó marketing, logisztikai, termelési szakértők a fogyasztói érték mellett általában a nyereségesség kritériumát tűzik ki célul, ami a pénzügyi szakemberek szerint önmagában nem elegendő feltétele a tulajdonosi érték növelésének. (Wimmer, 2000)

A fogyasztói érték és a tulajdonosi érték kapcsolatára, az értékáramlás folyamatára mutatnak rá az *értékteremtés – értékmegőrzés – értékrealizálás* szakaszai. Az értékteremtés során a vállalat a tőkeköltséget meghaladó hozamot ér el, a további döntések, a forrásallokáció, a pénzgazdálkodás, a kockázatok kezelése stb. során a vállalatvezetésnek biztosítania kell a létrehozott érték megőrzését, az értékrealizálási szakaszban pedig a tulajdonosok árfolyam-nyereség vagy osztalék formájában realizálhatják befektetéseik hasznát. (Black et al., 1999)

Összefoglalóan elmondható, hogy az értékkel kapcsolatban a különböző irányból közelítő felfogások nem alkotnak egységes egészet. Egyetértés van az érték fontosságának hangsúlyozásában és annak elismerésében, hogy a tulajdonosi érték növelésének célja a fogyasztói érték egyidejű növelésén keresztül érhető el. (Dorgai, 2004)

A továbbiakban értékként – hacsak külön nem nevesítem – a Rappaport által megfogalmazott tulajdonosi értéket, vagyis a vállalat jövőbeli pénzjövödelmek tőkeköltséggel (a tőke alternatív hozamával) diszkontált jelenértékének és az adósságállománya piaci értékének a különbségét tekintem.

I.2. A TULAJDONOSI ÉRTÉK MÉRÉSI MÓDSZEREINEK EREDETE, TÖRTÉNELMI FEJLŐDÉSE

A tulajdonosi értékközpontú szemlélet elméleti gyökerei a klasszikus és neoklasszikus közgazdaságtanban is felfedezhetők (például abban a meghatározásban, mely szerint a vállalatok fő célja a *profitmaximalizálás*, ami a tulajdonos vagyonának maximalizálását is jelenti), de a kialakulásának folyamatát a pénzügyi közgazdaságtanban az 1950-es, 1960-as években bekövetkezett hatalmas fejlődés gyorsította fel.

I.2.1. A pénzügyi közgazdaságtan

A pénzügyi közgazdaságtan jelentős fejlődése a Nobel-díjas *Merton H. Miller*⁷ (University of Chicago) és a szintén Nobel-díjas *Franco Modigliani*⁸ (Massachusetts Institute of Technology) professzorok kutatásainak 1958-ban, 1960-ban és 1961-ben történt publikálásával kezdődött. A mikroökonómia elméletét először ők alkalmazták vállalati pénzügyi célokra, és bemutatták, miért a vállalat közgazdasági modelljét kell előnyben részesíteni a számviteli megközelítéssel szemben. Bebizonyították, hogy:

- a kulcsfontosságú értékteremtő tényező a gazdasági profit⁹ és a kockázattal közvetlenül arányos elvárt hozamráta,
- egy vállalat piaci értéke mindenkor racionális viselkedés következménye¹⁰, és
- a tőkeszerkezettel kapcsolatos kockázat a vállalat eszközeinek vagy üzletmenetének kockázatától függetlenül kezelhető.

Egyszerűbben fogalmazva arra világítottak rá, hogy miért a *pénzáramlások diszkontálása* az az eljárás, illetve miért a *nettó jelenérték* az a mutató, amely a piacok valódi működését tükrözi, következésképpen miért ez az a megközelítés, amit a vezetőknek alkalmazniuk kell, amennyiben törődnek döntéseik tulajdonosi vagyonra gyakorolt hatásával. (Ehrbar, 1998)

A *jelenérték szabályt* a Yale Universityn dolgozó amerikai közgazdász, *Irving Fisher* (1867-1947) 1930-ban kiadott művéig¹¹ vezethetjük vissza. Fisher elemzésében az az izgalmas felfedezés, hogy a jelenbeli és a jövőbeli fogyasztásra vonatkozó személyes preferenciák a tőkebefektetési kritérium szempontjából lényegtelenek. Arról, hogy mennyi legyen a beruházás, mindkét típusú befektetőnek (a mohónak és a takarékosnak is) azonos lesz a véleménye. Mivel azonos a beruházási kritériumuk, ezért együtt tudnak működni ugyanabban a vállalatban. A vezetők feladata pedig a nettó jelenérték maximalizálása. Ha ebben sikeresek, akkor biztosak lehetnek afelől, hogy a részvényesek érdekében cselekedtek. (Brealey – Myers, 1996, a)

Kiemelkedő jelentőségű a pénzügyi közgazdaságtan fejlődése szempontjából a *tőkepiaci árfolyamok modelljének* (Capital Asset Pricing Model, CAPM) megalkotása az 1960-as évek közepén, amely *William Sharpe*¹², *John Lintner* és *Jack Treynor* nevéhez fűződik. A modell azt az új gondolkodást vetette fel, hogy a befektetők által elvárt hozam a kockázattal van összefüggésben.

⁷ Merton H. Miller (1929-) amerikai közgazdász 1990-ben kapott Nobel-díjat a részvénytulajdonosok és a vállalat közötti kockázat megoszlásának vizsgálatáért.

⁸ Franco Modigliani (1918-) olasz születésű amerikai közgazdász 1985-ben kapott Nobel-díjat a lakossági megtakarítások vizsgálatában és a pénzpiacok elemzésében elért eredményeiért.

⁹ A gazdasági profit jelen esetben általános közgazdasági fogalom. Számítása során nem csak a bevételek és a számviteli szempontból elszámolható ráfordítások különbségét számszerűsítik, hanem ebből még levonják mindazon implicit költségeket, melyeket a számviteli eredmény nem tartalmaz, de olyan alternatív költséget jelent, amelyet az adott időszakban a gazdasági döntés során figyelembe kell venni. Tipikusan ilyen implicit költség a számviteli eredménykimutatásban nem szereplő tőkeköltség, és ilyen lehet egy adott alternatíva megvalósításának választása miatt meg nem valósítható lehetőség elveszett hozama is.

¹⁰ Itt azokra a vezető, irányító befektetőkre kell gondolni, akiknek a várakozásai döntően befolyásolják a részvényárak kialakulásának folyamatát.

¹¹ Fisher, I.: *The Theory of Interest*. Augustus M. Kelley Publishers, New York, 1965. (az 1930-as kiadás változatlan utánnyomása). Átvéve: Brealey – Myers, 1996, a)

¹² William Sharpe (1931-) Nobel-díjas amerikai közgazdász, aki 1990-ben kapta a díjat a tőkeforrások árának meghatározásáért, a részvényárfolyamok megbecsüléséért.

A CAPM alaptétele, hogy a saját tőke alternatív költsége a kockázatmentes befektetés hozamának és a vállalat szisztematikus kockázati tényezőjével megszorozott kockázati prémiumának összegével egyenlő. Képlettel kifejezve:

$$r_E = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Ahol:

r_E = saját tőke költsége

r_f = kockázatmentes hozam

r_m = a piaci portfólió várható hozama

β = piaci hozam hatása a részvény hozamára; a saját tőke szisztematikus kockázata

(Brealey – Myers, 1996, a)

A vállalati pénzügyek területének jelentősebb eredményeiből itt csak néhány került megemlítésre – a pénzügyi közgazdaságtan egyéb, nem kevésbé jelentős vívmányai közül néhány, annak terjedelme miatt az M3 mellékletben került elhelyezésre.

I.2.2. A modern vállalat- és szervezetelmélet

A pénzügyi közgazdaságtan intenzív fejlődése mellett a mikroökonómia továbbfejlesztésével markáns új irányzatok igyekeztek választ keresni a neoklasszikus iskola szűk feltételrendszere miatt megválaszolatlan kérdésekre. Igen jelentős irányzattá fejlődött a *piaci szerkezetek és a piac elégtelenségének* kutatása, amelyhez szorosan kapcsolódik a hatósági (állami) beavatkozás szerepének, mikroökonómiai sajátosságainak és következményeinek elemzése. Olyan neves tudósok fémjelzik ezt az irányzatot, mint M. Allais, W. Baumol, G. Stigler, H. Demsetz. A tökéletes informáltság és a tökéletes racionalitás feltételezéseinek feloldásával új megvilágításba került a gazdasági szervezetek döntési folyamatainak vizsgálata, s kifejlődött a *modern vállalat- és szervezetelmélet*. (Kopányi, 1997)

1975-ben egy *ügynökéletről* szóló, nagy hatású értekezés jelent meg *William Mackling* professzor (University of Rochester) és *Michael Jensen* (Harvard Business School) tollából. (Ehrbar, 1998) Az elmélet középpontjában a szerződés és annak a megbízó és a megbízott kapcsolatában betöltött szerepe áll. A megbízó (tulajdonos) céljai megvalósítása érdekében szerződött egy ügynököt (vállalatvezetőt), akire bizonyos feladatokat és döntési kompetenciákat ruház át, s a szolgáltatásért cserébe ellenszolgáltatást nyújt neki. Az elmélet feltételezi a szereplők egyéni haszonmaximalizáló viselkedését, de ebben az esetben az ügynök egyéni célrendszerétől függően cselekszik, ami nem feltétlenül jelenti azt, hogy az ügynök a megbízó érdekében jár el. (Baumol, 1995) A tulajdonosi és vezetési (menedzseri) funkciók szétválása miatt tarthatatlanná vált az egysíkú profitmaximalizáló viselkedés és az egyszemélyi döntés axiómája. A nagyvállalatok vezetői döntései nem tökéletesen informáltak, és személyes különérdekekkel rendelkező vezetők, vezetői csoportok együttműködésének eredményei, akik nem a profit maximalizálására, hanem a korlátozott információk és lehetőségek tudatában a problémák kielégítő megoldására törekszenek, azaz munkájukat korlátozott racionalitás jellemzi. (Kopányi, 1997) A vállalatvezető nem egyetlen célt tart szem előtt: a nyereségen kívül másra is törekszik. Ez végül az osztalékfizetés, s így ismét a nyereségérdekeltség háttérbe szorulásával jár: ezek helyett a menedzser például a beruházások felgyorsítását szorgalmazhatja. (Baumol, 1995) A részvényeseknek és a hitelezőknek bizonyos „megfigyelési költségeket” kell vállalniuk annak érdekében, hogy a vezetőket el tudják számoltatni. A vezetőség kordában tartását célzó rendszabályok hiányában a cégek nagy mennyiségű potenciális részvényesi vagyont pazarolnának el. (Ehrbar, 1998)

1986-ban *Michael Jensen* A szabad pénzáramlás ügynöki költsége (Free Cash Flow Agency Cost) című írásában bemutatta, hogy a fennálló vállalati struktúra mellett az úgynevezett szabad pénzáramlást (vagyis olyan pénzforrásokat, amelyek nem szükségesek a cég fennálló eszközszerkezetének és hozamának fenntartásához) hogyan használják az alacsony hozamú

projektek keresztámogatására A részvénytársaságok hanyatlása (The Eclipse of the Public Corporation) című 1989-es tanulmányában pedig azt ismertette, hogy a tőzsdén forgalmazott vállalatok miért jelennek meg a Kohlberg - Kravis - Roberts típusú struktúrákban, amelyek közelebb hozzák egymáshoz a tulajdonosok és a vezetők érdekeit. A Kohlberg - Kravis - Roberts egy *ügynökszervezet*, és a többi ilyenhez hasonlóan kiválasztja a végrehajtandó tranzakciókat, megoldja a finanszírozást, és gondoskodik egy jelentős tőkeinjekcióról is, ami a szerzett tulajdonhányad révén biztosítja az ellenőrzést a tranzakció során. Jellemzően arra kéri a befektetéseket működtető vezetőket, hogy saját pénzüikkel is hajtsanak végre tőkeemelést, és így szerezzenek kisebbségi tulajdont a cégben. (Ehrbar, 1998) A *hitelből történő kivásárlások* (leveraged buy out, LBO) és a hitel visszafizetésére koncentráló vezetők a pazarló befektetések felszámolásával hosszú távon a részvényesi értékmaximalizálást szolgálják. G. Bennett Stewart még a Jensen által javasolt mértéknél is tovább fejlesztette ennek az ügynöki problémának a megoldását, amikor az egész szervezet átható fegyelmező tényezőként használta a hitelt. Továbbvitte ezt a modellt azzal, hogy a cégek a hitelből finanszírozott kivásárlás módszerét egészen a szervezet alsó szintjéig alkalmazzák, így ösztönözve a vezetőket arra, hogy ne csak az aktuális többletet termeljék ki, hanem a várt jövőbeli többleteket is. (Stewart, 1991)

Az ügynöki probléma megoldására *Alfred Rappaport* négy olyan fontos tényezőt említ, amely a tulajdonosi érdekeknek megfelelő vállalatirányításra ösztönzi a vezetőket: a viszonylag nagy tulajdonosi részesedés, a tulajdonosi hozamhoz kötött vezetői javadalmazás, a külső felvásárlás fenyegetése és a vállalatvezetők munkaerőpiacán lévő verseny. (Rappaport, 1986)

1.2.3. Vállalatirányítás a nyolcvanas évektől

A nyolcvanas évektől kezdődően a különböző vállalatirányítási irányzatok kialakulását nagymértékben befolyásolta az üzleti környezet változása – végbement a magántőke térhódítása, a piacok globalizálódása és az információs forradalom. (Black et al., 1999)

Ettől az időszaktól kezdődően három irányzat gyakorlatilag teljeskörűen feloleli mindazon törekvéseket, amelyek folyamatosan támadták a hagyományos módszertanokon alapuló információs rendszereket. Ez a három irányzat a következő:

- Michael E. Porter versenystratégiára és versenyelőnyre vonatkozó elméletei,
- az úgynevezett stratégiai költségszámítás irányzata (ide tartoznak Robert S. Kaplan tevékenység alapú költségszámítás (Activity Based Costing, ABC) és kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer elméletei), valamint
- az Alfred Rappaport nevéhez fűződő úgynevezett tulajdonosi érték irányzat.

Mindhárom vizsgált terület kutatóinak alapvető célja volt a vállalati versenyképesség növelése. Porter esetében ez áll a stratégiaalkotás középpontjában, Kaplan a költséginformációk, illetve a stratégiaalkotást támogató mutatószámrendszerek jótékony hatásában bíz, míg Rappaport a tulajdonosok vagyonának maximalizálására összpontosító egyváltozós stratégia egyszerűségében látja a versenyképesség növelésének lehetőségét. (Fiáth, 2004)

Michael E. Porter könyvei a Versenystratégia (Competitive Strategy, 1980) és a Versenyelőny (Competitive Advantage, 1985) a stratégiai menedzsment tárgykörén belül egy új irányzatnak, az úgynevezett *pozícionálási iskolának* az alapjait fektették le. Porter – csakúgy, mint a legtöbb, vállalati stratégiával foglalkozó kutató – az iparág vonzerejét, a vállalat iparágon belül elfoglalt *versenyhelyzetét* és a *versenyelőny* forrásait tekinti a stratégiaalkotási folyamat alapvető elemeinek. (Rappaport, 2002) Porter elméletei mind az úgynevezett stratégiai költségszámítás, mind az úgynevezett shareholder value irányzat szerzői számára kiindulási alapot jelentettek. Kaplan tevékenység alapú költségszámítási módszertana Porter *értéklánc-elméletének* alapjaira épül, teljesen újraértelmezve a vállalati *költség-hierarchia rendszerét: a szervezetek helyére az üzleti folyamatokat állítva*. Rappaport elmélete a porteri *öttényezőös stratégia* alapján gondolja újra az értékteremtés menetét. (Fiáth, 2002)

Az 1980-as években több kutatócsoport, külön kiemelve a *Robert S. Kaplan* vezette csoportot, a hagyományos költségszámítási rendszer teljes körű megreformálására tett javaslatot. Érvrendszerük központi eleme, hogy a hagyományos költségszámítási rendszerek nem felelnek meg napjaink globális gazdasági környezetéből következő vállalatirányítási kihívásoknak, nem megfelelő, sőt félrevezető információt szolgáltatnak, teljes mértékben a számvitel előírásait követik, és kizárólag a vállalat belső folyamatainak leképezésére törekednek. (Kaplan – Cooper, 2001)

Szintén Robert S. Kaplan nevéhez fűződik a *kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer*, és az arra épülő *stratégia-központú szervezet* koncepció megalkotása. (Lásd részletesebben az I.4.2.2. és az I.4.2.3. fejezetekben.)

A harmadik irányzat az *Alfred Rappaport* nevéhez kötődő *tulajdonosi érték* módszertan körül rajzolódott ki. Ez az irányzat is elsődleges célnak tekinti a versenyképesség fokozását, amelyet elsősorban a vállalati célrendszer egyszerűsítésében vélt felfedezni. A tulajdonosok vagyonának növelése, mint mindenek fölött álló cél, az irányzat meghatározó képviselői szerint jelentősen leegyszerűsíti a döntési folyamatokat, és a teljes vállalati irányítási rendszert, ezáltal növeli a hatékonyságot, illetve a versenyképességet. (Rappaport, 1986) A nyolcvanas években még jóval kevésbé volt ismert a tulajdonosi érték fogalma, és a vállalatirányításban betöltött jelentőségéhez is sokkal több szkepticizmus társult. Ez a gondolat mára ugyan már „politikailag korrekté” vált, ugyanakkor gyakorlati alkalmazása nem mindig valósul meg teljes egészében. (Rappaport, 2002)

Összegzésképpen mindhárom vizsgált irányzatról elmondható, hogy alapvetően az Egyesült Államok kutatóinak szellemi terméke. Az amerikai gazdaság és a tőzsde szárnyalása a kilencvenes években jelentős mértékben tulajdonítható ezen módszertanok sikerének. (Fiáth, 2002)

A tulajdonosi érték módszertanának, a vállalatirányításban betöltött szerepének és gyakorlati alkalmazásának részletesebb ismertetése, feldolgozása képezi az értekezés fő témáját.

1.3. AZ ÉRTÉKKÖZPONTÚ VÁLLALATIRÁNYÍTÁS

A tipikus vállalati misszió gyakran tartalmaz egy általános célkitűzést: a vállalat, illetve a menedzsment maximalizálni kívánja a tulajdonosok számára a hozamot. A tulajdonosok hozamelvárá-sainak való megfeleléshez elsődlegesen az értékközpontú vállalatvezetési szemlélet kialakítására van szükség, amely feltételezi, hogy a menedzsment felismeri stratégiai érdekeinek és céljainak azonosságát a tulajdonosok érdekeivel, céljaival, és a közös érdek megvalósítására törekszik a vállalat értékének tartós és megfelelő értékű növelése révén. Az értéknöveléshez a vezetőség elkötelezettségén kívül szükség van egy olyan eszközszerre, amely mind stratégiai, mind operatív szinten, a napi gyakorlatban képes érvényre juttatni ezt a szemléletet. Ezen célok megvalósítására alkalmas eszközszer az *értékközpontú vállalatirányítás (Value Based Management, VBM)*.¹³

Az értékközpontú vállalatirányítás alapjait Rappaport (1986) fektette le könyvében. Az általa megfogalmazott elvekre épülve több, részletesen kidolgozott, de részleteikben eltérő értékközpontú vállalatirányítási módszer jelent meg. *Az értékközpontú vállalatirányítás egy, az egész vállalati működést átható vezetői megközelítés, melynek lényege, hogy minden döntést, a készletezéstől a karbantartásig, a termékfejlesztéstől a gyárépítésig olyan kritériumok alapján hoznak meg és úgy hajtanak végre, hogy a vállalat értékének maximalizálására koncentráljanak.* (Copeland, et al., 1999) Az értékközpontú vállalatirányítás nem egy egzakt módszer – a tanácsadó cégek maguk alakítják ki saját modelljeiket. (Turner, 2003, b)

Az értékközpontú vállalatirányítást legkönnyebben az értékmaximáló gondolkodásmód és ezen szemlélet tettekre váltásához szükséges vezetési eljárások és folyamatok házasságaként értelmezhetjük. Önmagában egyik elem sem hatékony, együtt azonban hatalmas és hosszantartó hatást gyakorolhatnak. *Az értékteremtés szemléletének kialakítása* mellett az értékközpontú vállalat-

¹³ Az értékközpontú, az értékalapú, és az értékorientált vállalatirányítás, illetve vezetés egymás szinonimájaként jelenik meg a különböző szakirodalmakban.

irányítás fontos sajátossága az, hogy megbízható elemzési keret áll a vezetés rendelkezésére a vállalat értékét leginkább befolyásoló *teljesítményváltók* meghatározásához. A *vezetési folyamatok és rendszerek* a vezetőket és más alkalmazottakat arra ösztönzik, hogy a szervezet értékét maximalizáló módon viselkedjenek. Ezen folyamatok és rendszerek tartalmazzák a *tervezést*, a *célkijelölést*, a *teljesítménymérést* és az *ösztönzési* rendszereket – ezekre minden szervezetnek szüksége van a működés során. Ezen eljárások akkor hatékonyak, ha a tervezés, költségvetés-készítés és más döntéshozatali folyamatok során a szervezeten belüli kommunikációt szorosan összekapcsolják az értéktéremtéssel. (Copeland et al., 1999)

Rappaport könyvének megjelenése óta, vagyis 1986-tól kezdődően az Amerikai Egyesült Államokban már széles körben elfogadottá vált az a gondolat, hogy a vállalatvezetők elsődleges feladata az érték növelése. A verseny és tőkepiacok globálissá válásával, a privatizáció térhódításával a tulajdonosi érték koncepció egyre inkább elismertségre tesz szert Nagy-Britanniában, a kontinentális Európában, Ausztráliában, sőt még Japánban is. (Rappaport, 2002) Empirikus kutatások – melyek legszélesebb köre az Egyesült Államokban, Angliában és Ausztráliában készült – bizonyították, hogy az országok makrogazdasági teljesítménye és a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás között szoros kapcsolat van.

Knight 270 olyan vállalat tőzsdei adatait vizsgálta, melyek valamilyen típusú értékközpontú vállalatirányítást alkalmaztak az 1990 és 1996 között időszakban, és azt tapasztalta, hogy ezek a cégek folyamatosan túlteljesítették a piaci átlagot. Egy másik, hasonló kutatás az 1986 és 1995 közötti időszakban vizsgálta az értékteremtő vállalatokat. Ezek a vállalatok a 7 év alatt 15-szörös hozamot értek el, szemben a S&P500 négyszeres megtérülésével. (Knight, 1998) Copeland et al. és a McKinsey Csoport a világ több országa makrogazdasági teljesítményének (az egy főre jutó GDP, a termelékenység) összehasonlítása és empirikus elemzése során arra a következtetésre jutott, hogy azon országok, ahol a gazdasági rendszer nem a tulajdonosi érték maximalizálására épül, a világpiaci versenyben mind jobban visszaesnek. (Copeland et al., 1999) Lukásik az Ázsia, Csendes-Óceán régióban iparági szakértők segítségével kiszámolta 19 vállalat jelenlegi tulajdonosi értékét, és összehasonlította az aktuális piaci árakkal. A kapott korreláció ($R^2 = 0,90$) meggyőző kapcsolatot mutatott az árfolyamok és a szakértők által becsült értékek között. (Lukásik, 2000)

Empirikus kutatások azt is bizonyítják, hogy a vállalat legfelső irányítását végző intézmények és mechanizmusok, azaz a vállalatkormányzás (corporate governance) módja, a vállalati tőkeszerzés eltérő jellegéből adódó különbségek befolyásolják azt, hogy a vállalat hogyan követi a tulajdonosok érdekeit. Az angolszász modellre a széttagolt tulajdonosi szerkezet jellemző, amely a tőzsdei kereskedésre épül. Nagy és likvid tőkepiacainak fő szereplői a kisztrésztulajdonosok és az intézményi befektetők, akik elsősorban maximális hozamot várnak el. A vállalatok feletti ellenőrzést meg lehet szerezni a tőzsdén, sokszor ellenséges jellegű vállalatfelvásárlási ajánlatok révén. Angliában a tőzsdén jegyzett első 200 vállalat teljes piaci kapitalizációja a GDP-nek mintegy 124 %-a, az Egyesült Államokban 94%-a, az Európai Unióban pedig 44%-a. A német rendszerben, amely Európa jelentős részére és módosult formában Japánra is jellemző, gyakori a kereszttulajdonlás, a tulajdonosi szerkezet kevésbé tagolt. Intézményi befektetők, főleg bankok a tulajdonosok, és erősebb a munkavállalói érdekvédelem. A részvénypiacok kisebbek és kevésbé likvidek, a vállalatok feletti ellenőrzés piaca kevésbé fejlett. (Black et al., 1999)

Harbula a francia modellt tanulmányozva (amely magában foglalja a német és a japán rendszer jellemzőit is) a külső és belső kontroll hiányából adódó erkölcsi kockázat (moral hazard) problémáját említi, mely szerint a menedzserek hajlamosak akkor is befektetni a vállalat szabad pénzáramlását, amikor azok kevesebb hasznot hoznak a tulajdonosok számára, mintha azokat kiosztaná közöttük osztalék formájában. A tulajdonosi kontroll hiánya és az eredményesség gyengesége között pozitív korreláció mutatható ki. (Harbula, 1999)

Copeland és Bughin 1997-ben végzett kutatást 20 ország 2700 vállalatának teljesítményét vizsgálva. A megelőző 10 évre vonatkozóan megfigyelték, hogy a vállalatok milyen megtérülést értek el tőkeköltségükhöz képest. Az eredmény szerint az európai uniós vállalatok Dánia kivételével átlago-

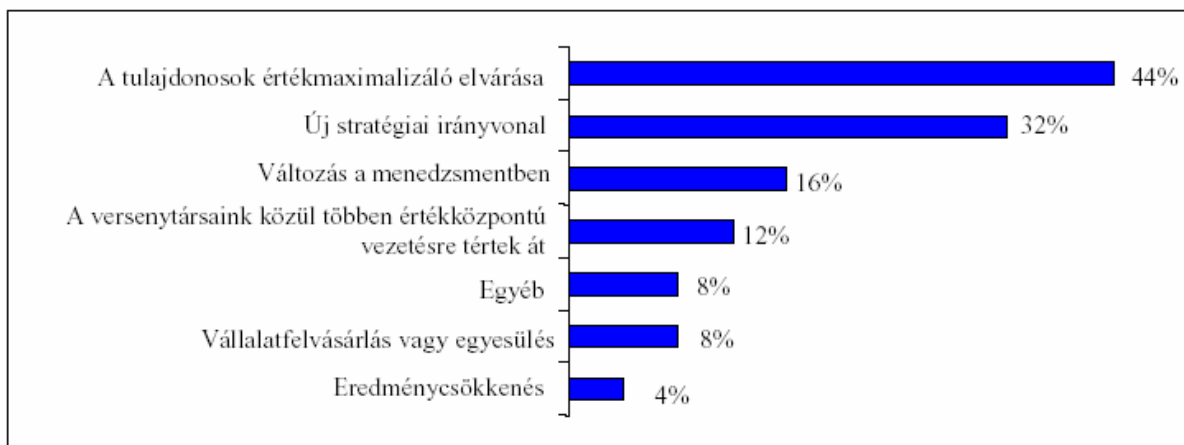
san tőkeköltség alatt teljesítettek, tehát értéket romboltak, a legjobb teljesítők pedig a távol-keleti régió ugrásszerűen fejlődő országai (Thaiföld, Hong-Kong) voltak. Az Európai Unió országainak lemaradását azzal indokolják, hogy a kontinentális Európában még mindig nem dőlt meg az a nézet, mely szerint a tulajdonosi értéket csak más érintettek hátrányára lehet növelni, ezért ezek az országok nem helyezik előtérbe a tulajdonosi érték maximalizálását. (Bughin – Copeland, 1997)

Black és társai szerint közeledni fog egymáshoz a kétféle részvénytulajdonlási rendszer. A német modellnek változnia kell, hiszen egyrészt a bankokra jövedelmezőségi nyomás nehezedik, melynek következtében a stratégiai tulajdonlás – melyek többsége jellemzően csökkenti a tulajdonosi értéket – aránya csökken, másrészt a részvénytulajdonlás globalizálódásának következtében könnyebb nagy külföldi befektetőket szerezni, ami miatt fokozottabban kerül előtérbe a tulajdonosi érték koncepció a vállalatoknál. Az Egyesült Államokban tehát nyilvánvaló a vállalatok értéknövelési kényszere a tulajdonosok részéről, de Európában is egyre jelentősebbek lesznek azok a körülmények, melyek kedveznek a tulajdonosi értéknövelési koncepciók erősödésének: aktív intézményi befektetők, a fúziók és felvásárlások számának növekedése és a globalizálódó tőkepiac. (Black et al., 1999)

Knight szerint az európai vezetők azt hozzák fel az értékközpontú vállalatirányítás elutasításának okaként, hogy Európában speciális kapcsolat van a vezetők, alkalmazottak és a tulajdonosok között. Az európai cégek nagy részét bankok és az azokhoz kapcsolódó vállalatok birtokolják kereszttulajdonlással, ami elszigeteli őket a piaci megmérettetéstől és a befektetők hozam iránti állandó nyomásától. Knight azonban úgy véli, hogy a tulajdonosi decentralizáció és a nagy, kereszttulajdonú holdingok felbomlása már folyamatban van, éppen ezért a vezetők nézete is meg fog változni. (Knight, 1998) Az intézményi befektetők gazdasági érték-elemző módszere eltolódik a nyereség alapú hozamszámítástól a várakozásokra, a kockázatra, a cash flow-ra alapozott, összetett mérési rendszerek felé. A PricewaterhouseCoopers által megbízott független elemző cég az ötven legnagyobb globális befektetési alap-kezelő tevékenységének kutatását, a részvények értékelésére alkalmazott eljárásaik vizsgálatát végezte el, s ez a kutatás is megerősítette, hogy a cash flow alapú közgazdasági modellek alapvető elemzési technikává nőttek ki magukat. (Black et al., 1999)

Az IFUA Horváth & Partners tanácsadó cég 25 közép-európai pénzügyintézetet vizsgált az értékközpontú vállalatirányítás elterjedtsége, illetve a koncepció gyakorlati alkalmazásának sikeressége szempontjából. A kutatás eredménye az értékközpontú szemlélet várható elterjedését igazolja - a tanulmány elkészítésében közreműködő társaságok több mint harmada (a biztosítói ágazat több mint fele) használ valamilyen értékközpontú mutatót. Megfigyelhető az a tendencia, hogy egyre inkább figyelembe veszik a tőke időértékét és tőkeköltségét. (Huba – Szegedi, 2003)

Azok a társaságok, amelyek az értékközpontú irányítást bevezették, a bevezetés legfontosabb okának a tulajdonos értékmaximalizáló elvárását nevezték meg. Az értékközpontú vállalatirányításra történő áttérés leggyakoribb indokait az 1. ábra foglalja össze.



1. ábra: Az értékközpontú vállalatirányítás bevezetésének leggyakoribb indokai

Forrás: Huba – Szegedi (2003)

Az IFUA Horváth & Partners tanácsadó cég vizsgálatában szereplő pénzintézetek 82%-a meg van arról győződve, hogy az értékközpontú vállalatirányítás még erőteljesebb szerephez fog jutni céjüknel az elkövetkező néhány évben. (Huba – Szegedi, 2003)

A Magyarországon érvényes tendenciákat meghatározza, hogy hazánk fejlődő piac. Az értékpapírpiac alapvető jellemzője az, hogy kicsi, és rövid múltra tekint vissza. Az intézményi befektetők befolyása a közelmúltban erősödött, ami kedvezően hat a cash flow alapú elemzések előretörésére. (Black et. al., 1999)

Magyarországon vállalatok tőkeszerzésére jellemző, hogy általában nem kötvények, hanem banki hitelek formájában valósul meg, a megtakarítások végső forrása pedig a lakosság. Nem a tőzsdei vállalatok dominálnak, hanem a – részben külföldi vállalati befektetők, részben magyar magánszemélyek általi – zártkörű tulajdonlás jellemző. Az inflációs hatások lényegesek és befektetői körönként eltérő módon jelentkeznek. Mivel a befektetők adózása nem egységes (a magyar befektetőknek a társasági befektetéseiken adóköteles inflációs árfolyamnyeresége keletkezik, miközben a befektetéseiket erős valutában nyilvántartó külföldi befektetőknek ilyen inflációs adókötelezettsége nem vagy elenyésző mértékben keletkezik), a befektetők szintjén azonos várt adózott reálhozam a vállalatok szintjén eltérő tőke költségekben jelenik meg. A magasabb tőke költségek következtében a magyar tulajdonú vállalatok az elmúlt évtizedben folyamatosan versenyhátrányban voltak Magyarországon. (Az infláció csökkenésével a 90-es évek elejére jellemzően 2-4 százalékponttal magasabb tőke költségek körülbelül 50 bázisponttal magasabb tőke költségre mérséklődött.) (Radó, 2003)

Az utóbbi években több hazai kutatás vizsgálta a magyar tőke piacon érvényesülő tendenciákat.

Ormos és Szabó az 1994-1999 közötti időszakban vizsgálta a magyar tőke piac fejlettségét 17 vállalat havi eredményei alapján. A tőke piaci árfolyamok modelljének empirikus tesztelése alapján megállapították, hogy a CAPM a magyar tőke piacon elfogadhatóan, bár a fejlettebb, nagyobb múlttal rendelkező tőke piacokhoz képest sokkal gyengébben írja le a valóságot. (Ormos-Szabó, 1999)

Dorgai a magyar tőzsdei vállalatok 1997-1999. évi adatainak elemzése alapján megállapította, hogy a magyar tőke piacon a vállalati teljesítményt összefoglaló pénzügyi mutatók és a részvényárak változása közötti kapcsolat esetleges. A vizsgálati eredmények megegyeznek a nemzetközi kutatások eredményeivel abban a tekintetben, hogy a hagyományos piaci mutatók (például: P/E, M/B) semmilyen korrelációs kapcsolatot nem mutattak ki a hozamráttákkal (ROI, ROE, ROA) valamint az EPS-el. Hatékony tőke piacon azonban közepes erősségű kapcsolat van a cash flow mutatók és a részvényárfolyam között, a magyar tőke piacon ez a kapcsolat az eredmények alapján nem érvényes. (Dorgai, 2002)

Hollóné az első nyilvános kibocsátók körében végzett vizsgálatot 23 vállalat (a BÉT 1999-ben regisztrált cégeinek 35%-a) adatai alapján, és megállapította, hogy mindössze a vállalatok 31%-a esetében mutatható ki a tőzsdei lét teljes időintervallumát tekintve erős kapcsolat az EPS és a piaci ár között. (Mértéke: 0,500 – 0,986 között ingadozik a vizsgálatban szereplő részvények esetében.) (Hollóné, 2001)

Juhász az üzleti érték és a könyv szerinti érték eltérését vizsgálta a Bloomberg pénzügyi adatszolgáltató adatbázisában szereplő 4108 vállalat (31 ország, 31 különféle iparágból) 1999-2002 közötti időszakra vonatkozó adatai (kiegészítve a Magyar Külügyminisztérium külgazdasági elemzésének adataival) alapján. Megállapította, hogy a vállalatok könyv szerinti és piaci értéke között szignifikáns különbség van (Magyarországot kivéve), és a különbség az utóbbi években nőtt. A különbségre hatással vannak az ország és a régió specifikus hatásai, az iparági jellemzők, valamint az infláció is. (Juhász, 2004, b)

Turner az „A” kategóriában lévő hazai tőzsdei vállalatok esetében azt vizsgálta, hogy van-e kapcsolat az 1997-2002 időszakra vonatkozóan a vállalat által teremtett érték, valamint az árfolyamnyereség és az osztalék összegeként meghatározott teljes részvényesi megtérüléssel kifejezett érték között. A magyar tőzsdei befektetők köre a vizsgált időszakban, hosszú távon visszaigazolta a vállalatok értékteremtő képességét, a tőke költségek feletti megtérülést. (Turner, 2003, c)

Nem nehéz megjósolni, hogy a jövő a tulajdonosi értéknövelésről, a vállalati értéknövelő stratégiákról fog szólni, a vállalati értéknövekedés, ezen belül is a tulajdonosi értéknövekedés válik a vállalati gazdálkodás kulcskérdésévé. „Ez az út az, amellyel a magyar vállalati szféra követheti célrendszerében, magatartásában a világ fejlettebb régióinak fő csapásirányát. A 70-es évek pénzügyi forradalma után, a 80-as, 90-es években a vállalatok tulajdonosi, részvényesi értéknövelése került a középpontba. Ma már értéknövelésről, mint menedzsmentmódszerről van szó, s a különböző szerzők felfogása jórészt csak abban tér el egymástól, hogy a teljesítménymérést pénzügyi mutatószámokon túl mennyiben kell más, nem pénzügyi teljesítménymutatókra építeni.” (Reszegi, 2004, p. 4.) „Kétségtelen az, hogy a szemléletet, a módszerek gyakorlati alkalmazását tanulni és gyakorolni kell, éppen azért, hogy holnap értékesebb legyen vállalatunk.” (Reszegi, 2004, p. 14.)

I.3.1. Az értékközpontú szemlélet kialakítása

Az értékközpontú vállalatirányítás alapeleme az érték maximalizálásának a vállalat végső pénzügyi céljaként történő megragadása. Önmagában azonban pénzügyi (pénzben megfogalmazott) adatokra építve nem lehet vállalatot irányítani, a felsővezetésnek tudnia kell, hogy a pénzügyi cél milyen súlyú más célokhoz képest. Az értékteremtés szemlélete biztosítja a felsővezetés tagjainak egyetértését abban, hogy a végső pénzügyi cél az érték maximalizálása, és azt, hogy egyértelmű, világos szabályokkal rendelkezzenek azon kérdés eldöntéséhez, hogy más célok, mint például a foglalkoztatottság vagy a környezetvédelem, mikor élvezhetnek elsőbbséget az értékmaximalizálással szemben.

Általánosságban a vállalatnak két célcsoporttal kell rendelkeznie, a felsővezetőket vezérlő *pénzügyi célokkal* és a teljes szervezet teljesítményét ösztönző, *nem pénzügyi célokkal*. Ezen célok sok más lehetséges terület mellett tartalmazhatják a fogyasztói elégedettséget, a termékinnovációt és az alkalmazottak elégedettségének célját is. Ezeket nem tekintjük az értékmaximalizálásnak ellentmondó céloknak. Általában a pénzügyi szempontból legsikeresebb vállalatok többsége a fogyasztók és az alkalmazottak elégedettsége mellett az innováció területén is kiemelkedő teljesítményt nyújt. (Copeland et al., 1999)

I.3.2. Az értékteremtő tényezők

Az értékközpontú szemlélet kialakítása mellett az értékközpontú vállalatirányítás fontos részét jelenti az, hogy alaposan megértsük, melyek a vállalat üzleti értékét befolyásoló *kulcsfontosságú értékteremtő tényezők* (különböző szakirodalmakban találkozhatunk az *értékokozók*, *értékgenerátorok*, vagy angolszász terminológiával a *value driver* megnevezésekkel is). (Turner, 2003, b) A definíciók alapján értékteremtő tényezőnek tekintünk minden olyan változót, tényezőkombinációt, elemi munkafolyamatot (stratégiai, vezetői döntés; működési, finanszírozási, befektetési tényező; gazdasági, iparági, versenytársi hatás), amely befolyásolja a vállalat értékét. Az értékteremtő tényezők egyértelműen meghatározzák a vállalat működésének azon területeit, melyek hatással vannak az értékteremtés folyamatára, közös keretet adnak a vállalaton belüli folyamatok áttekintésére. (Rappaport, 1986)

Ezen tényezők feltárása azért fontos, mert a szervezet csak közvetett módon képes hatni az értékre, az értékteremtő tényezők bármelyikében bekövetkező javulás viszont a vállalat értékét már közvetlenül növeli. A szervezet olyan területekkel kapcsolatosan tudja kifejteni tevékenységét, amelyekkel befolyásolhatja például a fogyasztók elégedettségét, a költségeket, a tőkelekötést stb., ezek viszont már közvetlen hatással vannak az értékre. Az értékteremtő tényezők ismerete szükséges ahhoz is, hogy a felsővezetés megértse a szervezet többi részének a szerepét, ezeket felhasználva alakíthassa ki elvárásait, ezen tényezők alakulására vonatkozóan felelősséget tudjon hozzárendelni azon személyekhez, akik elősegíthetik a szervezet céljainak elérését. Az értékteremtő tényezőknek a működési, befektetési és finanszírozási döntésekkel történő összekapcsolása a vállalati érték és a vezetői döntések között kapcsolatot teremt. (Copeland et al., 1999)

Az értékteremtő tényezők azonosítása a *vállalati értéklánc*ból kiindulva történhet. Leggyakrabban használt elemzési módszer a porteri értéklánc. A részvényesi érték koncepció az értékteremtést igen széles, a vállalat minden területére kiterjedő feladatként határozza meg: az operatív vezetés legalsó szintjétől – a munkapadtól a felsővezetésig – a stratégia megalkotásáig, az értékesítési, termelési, fejlesztési, finanszírozási és befektetési döntésekig minden szintet és tevékenységet átfog. Az *értéklánc*elemzést követve látható, hogy a vállalati működés összes funkciója hozzá tud járulni az értékteremtéshez, az értékteremtő tényezők hatásának mindegyike tükröződik a szabad cash flow-ban. (Rappaport, 1986)

Az értékteremtőket hatékony felhasználásuk érdekében rendszerezni kell, meghatározva a kulcs tényezőket, az értékre legnagyobb hatást gyakorló változókat. A részvényesi értékmaximalizálás szempontjából kulcskérdés a konkrét, az adott vállalatra leginkább jellemző értékteremtők megtalálása, optimális kombinációjuk kialakítása. Az első lépés minden vállalat számára saját értékteremtő tényezőinek azonosítása. Az értékteremtő tényezőket olyan mélységig kell részleteznünk, ahol a vonalbeli vezetés közvetlen ellenőrzése alatt álló döntési változók és az értékteremtő tényezők összekapcsolhatók egymással. (Copeland et al., 1999) Az értékmutatókkal szemben támasztott fontos követelmény, hogy jól korreláljanak a tulajdonosi értékben bekövetkezett változásokkal, de ne hasson rájuk a részvényárfolyamok változékonysága. (Turner, 2003, a)

Az értékteremtők listája természetesen időről időre változik, ezért felülvizsgálatra szorul. A vállalat értékteremtő listájának stabilitása függ az iparágától és az életciklustól is. Nem lehet általánosan meghatározni egy minden vállalatra érvényes értékteremtő tényező rendszert, de van hét makrotényező, mely a piac alapvető hozam/növekedés/kockázat követelményeihez igazodva végsősoron meghatározza bármely vállalat értékét. Ezen értékteremtő tényezők:

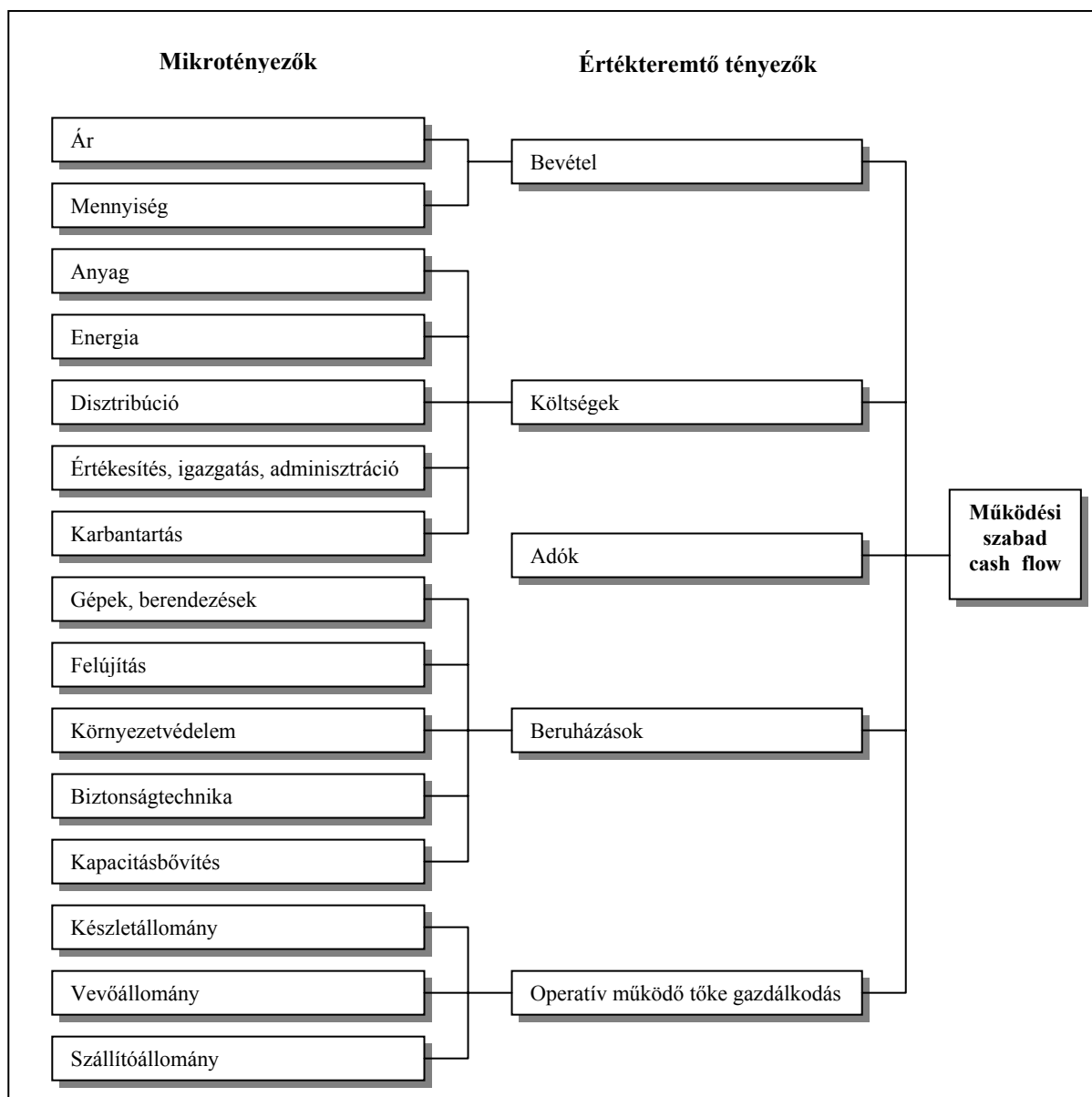
1. értékesítés nettó árbevételének növekedési üteme,
2. működési eredményráta (üzemi, üzleti tevékenység eredménye az értékesítés nettó árbevételéhez viszonyítva),
3. fizetett társasági adó (a működési eredményráta-ra kiszámolt fizetendő társasági adó, nem veszi figyelembe a kapott kamatokra jutó adótöbbletet és a fizetendő kamatok utáni adópajzsot),
4. működő tőke igény,
5. tárgyi eszköz beruházás,
6. tőkeköltés,
7. versenylényök fennállásának időszaka.

(Rappaport, 1986)

A felsorolt értékteremtő elemek pénzben kifejezett tényezők, melyek alakulását az operatív működésre vonatkozó, valamint a befektetési és a finanszírozási döntéseink keresztül befolyásolhatja a menedzsment. Minden vállalatnak meg kell találnia azokat a tényezőket (köztük a működési szint kulcselemeit), melyeken keresztül befolyásolható az értékteremtés. (Wimmer, 2000)

A fenti értéktényezőket kell a vállalatoknak – minden rendkívüli tételtől megtisztítva – meghatározott stratégia mellett *mikrotényezőkre* bontani, amelyek jól tükrözik a vállalat működési tevékenységét. (Rappaport, 1986)

Az értékteremtő tényezők és a mikrotényezők kapcsolatát szemlélteti a 2. ábra.



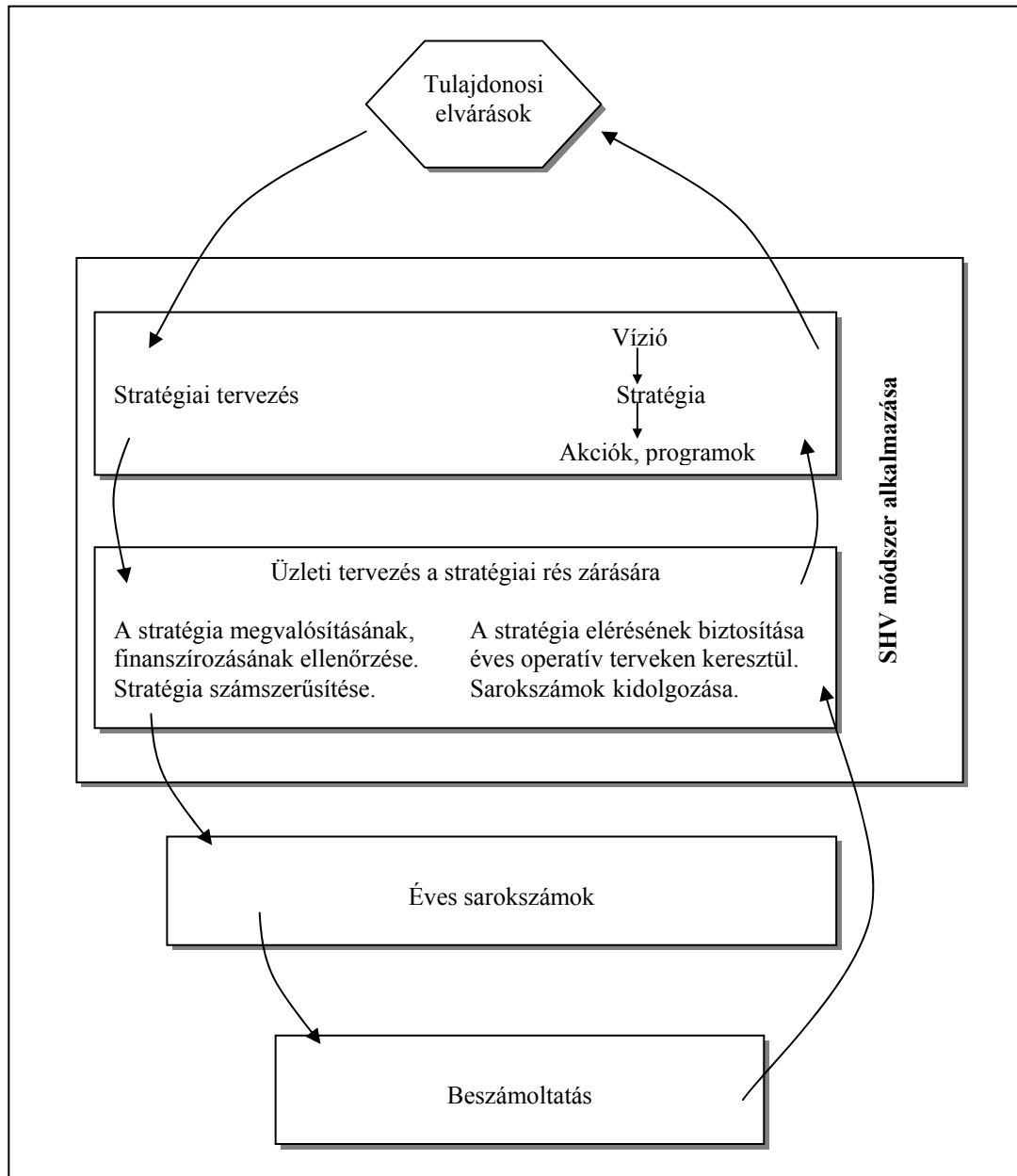
2. ábra: Az értékteremtő tényezők és a mikrotényezők kapcsolata

Forrás: Noble (2000)

I.3.3. Az értékközpontú vállalatirányítás folyamata

Az értékmaximalizáló szemlélet kialakítása és az értékteremtő tényezők azonosítása csak a megteendő út felét jelenti. A vezetőknek olyan eljárásokat is ki kell alakítaniuk, amelyek ezt a szemléletet élővé teszik a vállalat mindennapi tevékenysége és a döntéshozatal során. A termelési vezetőknek is úgy kell tekinteniük az érték alapú gondolkodást, mint a döntéshozatal fejlettebb módszerét. Ahhoz, hogy az értékközpontú vállalatirányítás igazán hatásos legyen, a vállalaton belül az összes döntéshozóra ki kell terjednie.

Az értékközpontú vállalatirányítás folyamatának kiindulópontját a tulajdonosi elvárások jelentik. (3. ábra)



3. ábra: Az értékközpontú vállalatirányítás koncepciója

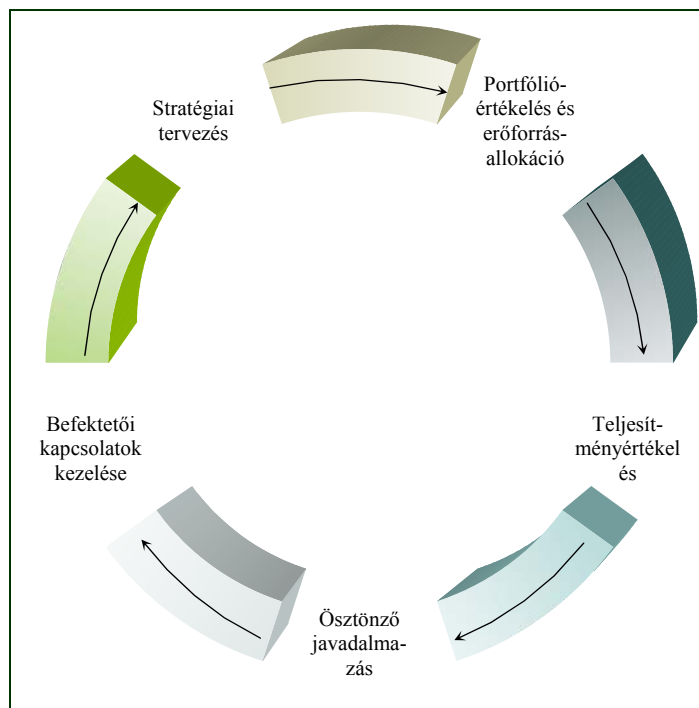
Forrás: IFUA Horváth & Partner Consulting Kft. (1998)

A következő négy kulcsfontosságú vezetési tevékenység együttesen vezérli és irányítja az értékorientált vállalatirányítás adaptálását a szervezetben:

1. a stratégiák kialakítása,
2. a célkijelölés,
3. az akciótervek/költségtervezés és
4. a teljesítménymérő/ösztönzési rendszerek.

(Copeland, et al., 1999)

Az értékközpontú vállalatirányítás folyamatát szemlélteti a 4. ábra.



4. ábra: Az értékközpontú vállalatirányítás folyamata

Forrás: Rappaport (2002)

Először a vállalat kidolgozza a stratégiáját a vállalati érték maximalizálása érdekében, majd a stratégiát a kulcsfontosságú értékteremtő tényezőkben kifejezett rövid és hosszú távú teljesítménycélokra fordítják le. Ezt követően meghatározzák a célok elérése érdekében a körülbelül 12 hónapban megteendő lépéseket, kialakítják az akcióterveket és a költségterveket. Végül a teljesítmény és a célok összevethetősége és az alkalmazottak célokhoz kötött ösztönzése érdekében megfelelő teljesítménymérő és ösztönzési rendszereket illesztnek a folyamatba. Ezek az elemek integrálják a szervezet egészét – a vállalati szintet, az üzleti egységeket és a funkcionális tevékenység szintjét. Ha a vállalat el kívánja érni az értékteremtésre vonatkozó céljait, a stratégiáknak és a teljesítménycéloknak a szervezetben lefelé haladva konzisztenseknek kell lenniük.

Az értékközpontú vállalatirányítás a szervezeti hatékonyság növelésének kulcsfontosságú eleme lehet, tekintettel arra, hogy egyértelmű és pontos teljesítménymérő, azt az értéket biztosítja a vállalat számára, amelyre felépíthető a szervezet. Az elmúlt években a sajtó és a gazdasági szakkönyvek számos új megközelítést kínáltak a szervezeti teljesítmény növelésére, a teljes körű minőségirányítás (total quality management, TQM), a szervezeti struktúra lelapítása, a hatáskör kiterjesztése, az üzleti folyamatok újraszervezése (Business Process Reengineering, BPR) és más elvek felhasználásával. Az egyes irányzatok kiemelt figyelmet fordítanak a vállalati értéklánc egyik vagy másik elemére, a szervezeti struktúrára, a minőségre, ezáltal hozzájárulhatnak az értéknöveléshez, ha az értékteremtés szempontjából nem is tekinthetők integrált, komplex módszereknek. (Copeland et al., 1999)

1.4. HELYETTESÍTŐ, KIEGÉSZÍTŐ, VAGY TÁMOGATÓ KONCEPCIÓK?

A tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás koncepciója az Amerikai Egyesült Államokban már széles körben elfogadottá vált, és egyre inkább elismertségre tesz szert Nagy-Britanniában, a kontinentális Európában, Ausztráliában, sőt még Japánban is. Ugyanakkor nem mindenki ismeri el a tulajdonosi érték szemléletének a piacgazdaságban betöltött fontos forrásallokációs szerepét. Gyakran írják e szemlélet számlájára a csalódottsághoz és a bizonytalansághoz vezető, szervezetátalakítással

és létszámcsökkentéssel telt éveket, a politikusok pedig önérekkövetéssel, az éppen aktuális részvényárfolyamok tekintetében pedig rövidlátással vádolják a felsővezetőket. (Rappaport, 2002)

A szakirodalomban két jelentősebb irányzat bontakozott ki, melyek a tulajdonosi érték mérésére fókuszáló vállalatirányítás vélt vagy valós hibáira világítanak rá, és ezen hibákat kiküszöbölő megoldásokat ajánlanak. Az egyik irányzat az összes érdekcsoport (stakeholder) elvárásait egyaránt figyelembe vevő koncepció, amely a részvényesi értékmaximalizálás elméletét a működés túlzott leegyszerűsítésének tekinti, és hívei szerint kizárólagosan a tulajdonosi értékre való fókuszálás nem fogja valamennyi érintett érdekét figyelembe venni, a javát szolgálni. A másik megközelítés, amivel a különböző szakirodalomban gyakorta szembeállítják a részvényesi értékmaximalizálás elméletének követőit, azt rója fel hibaként, hogy a koncepció kizárólag csak a pénzügyi szegmensre fókuszál, és nem vesz tudomást a szervezet teljesítményét ösztönző, a szervezetet működtető egyéb nézőpontokról.

I.4.1. A tulajdonosok és az érintettek

Az érték, az értékteremtés, az érték-alapú vállalatvezetés fogalmai egyre szélesebb körben ismertek, ugyanakkor gyakran különböző közelítéseket takarnak. Az érintettek jólétét előtérbe helyező gazdálkodás, illetve a tulajdonosi érték növelésére irányuló szemlélet hívei egyaránt az „érték-alapú” vagy „érték-központú” vállalatvezetés kifejezést használják. (Wimmer, 2000) A szakirodalomban folyik a vita arról, hogy kizárólag a tulajdonosi értéket előtérbe helyező koncepció (shareholder value) a követendő irány, vagy a többi érintett érdekét is egyaránt figyelembe vevő stakeholder value szemlélet az üdvözítő. (Rappaport, 2002)

A tulajdonosi értékelmélet és az érintett elmélet egyrészt egymás kiegészítői, másrészt egymás alternatívái. A tulajdonosi érték koncepció iránymutatást ad arra, hogy hogyan növelhetjük vállalatunk értékét, amely bizonyítottan az anyagi jólét növekedéséhez vezet. Az érintett koncepció ugyanakkor rávilágít az érintettek szerepére, amelynek figyelembevétele hozzájárulhat az érték növeléséhez. Mindkét elmélet egyetért abban, hogy a vállalat alapvető célja túlmutat a tulajdonosok nyereségének rövid távú maximalizálásán, viszont a vállalat célját különbözőképpen definiálják. A tulajdonosi érték elméletének képviselői szerint a vállalat célja tulajdonosi értéket teremteni törvényes és tisztességes módszerekkel, az érintett elmélet pedig a vállalatok társadalmi felelősségét hangsúlyozza. (Ónodi, 2004) Környezetvédők, társadalmi aktivisták és fogyasztóvédők az 1960-as évek óta hangoztatják, hogy a vállalatoknak „társadalmilag felelősnek” kell lenniük, és a tulajdonosi érdekek mellett a szélesebb közösség érdekeit is szolgálniuk kell. Az 1990-es években a vállalat-kormányzásról szóló viták gyakran hivatkoznak „az érintettek érdekeinek kiegyensúlyozására”, és arra, hogy egy vállalat alapvető célja túlmutat a tulajdonosok nyereségének maximalizálásán. (Rappaport, 2002) A vállalat az érintettek széles körének tartozik felelősséggel, ezért nem maximalizálhatja kizárólagosan egyetlen érintett, a tulajdonosok jólétét, hanem valódi célja az érintettek érdekeinek koordinációja kell, hogy legyen. (Freeman, 1984)

A vállalati gyakorlat során is előfordul, hogy a vállalati tevékenység által valamiképpen érintettek különböző, önmagukban legitim igényeket támasztanak a céggel szemben, amelyeknek mind lehetetlen megfelelni. Tehát az etikai normák alkalmankénti áthágása önmagában nem elfogadhatatlan a felelős vállalat koncepciója alapján sem. Az azonban elfogadhatatlan, hogy a vállalat jogi és etikai felelősségét szisztematikusan alárendelje a profítételeknek, illetve csak akkor juthassanak érvényre, ha a vállalat fennmaradása szempontjából ez fontossá válik. Az ilyen gyakorlat abból indul ki, amit a felelős vállalat koncepciója kétségbe von, hogy a piaci, vállalati tevékenység más értékeknek, normáknak és céloknak van alárendelve, mint egyéb társadalmi tevékenységek, és hogy ez utóbbiak érték-, norma- és célrendszere csak annyiban bír relevanciával a piac számára, amennyiben fennmaradása érdekében ez szükséges. (Boda, 1997)

Pataki és Radácsi olyan angolszász eredetű vállalkozásokat mutatnak be példaként, amelyek bizonyos önkéntes etikai kötelezettségvállalás mellett profitorientált vállalkozásként sikeresen működnek. A stakeholder kapitalizmust (azaz a vállalati tevékenység által érintett csoportok érdekeit is

figyelembe vevő kapitalizmust) bemutatva amellelt érvelnek, hogy a piacgazdaság logikáján belül vállalkozói szemlélettel lehet a közjót szolgálni. Amíg a modern korban a nemzetállam minden felett állt, addig ma, a posztmodern korban, az üzleti vállalkozások a meghatározóak a társadalom egészét tekintve, éppen ezért kell az üzleti vállalkozásoknak felelősen, etikusan viselkedniük. (Pataki – Radácsi, 2000)

A két elméletből különböző vállalatvezetői gyakorlat következik, az eltérő társadalmi szerepből adódóan eltérő lesz a menedzserek értékelésének módja. A tulajdonosi érték elmélete egyértelműen a diszkontált CF modell mellett kötelezi el magát, az érintett elmélet viszont nem rendelkezik egységesen elfogadott döntési mechanizmussal. Az érintett elmélet képviselői is elismerik, hogy az érintett koncepció érvényesítése során sokkal nehezebb a menedzserek önérdék követő magatartásának felismerése és büntetése, hiszen a menedzserek mindig állíthatják azt, hogy valamilyen érdekcsoport érdekeit szolgálják, míg saját hasznukat és nyereségüket növelik. (Ónodi, 2004)

A *stakeholder value értékelési* elve az, hogy a vállalat egy társadalom, egy állam, egy város része, melyben különböző érdekek érvényesülnek. A vállalat minden érintettjével (tőketulajdonos; munkatársak; menedzserek, város, állam stb.) meghatározott, speciális viszonyban van. A vállalat értékelése a stakeholder értékrendszere szerint e viszonyok értékeléséből és logikus összegzéséből áll. A számszerű stakeholder value értékelés egyik fontos alapösszefüggése a pénzáramlás, a cash flow. A stakeholder értékelés célja a stakeholder value added – a különböző érdekeltek által teljesített értéktermelés megállapítása. Az értékelés menete nem egységes, de több vállalat-típusra vannak használható modellek. A stakeholder-viszony értéknövekmény-számítás alapjául szolgáló információk forrásai minden számítási módszernél nagyjából azonosak. A számítás alapadatai a vállalatoknál rendelkezésre állnak, de az értékelés az általában nyilvánosságra hozott adatokból vállalaton kívül állók által is elvégezhető (1. táblázat). (Udvardi, 2001)

1. táblázat: Az érintettek és a hozzáadott érték

Stakeholder	Stakeholder value added	Cash Flow számok forrása
Tőketulajdonos	Shareholder Value Added (Economic Value Added/ Shareholder Value)	Jól elérhető információk.
Személyzet	Employee Value Added	A vállalaton belül egyszerűen elérhető, kívülállók számára nehézségekkel, de beszerezhető.
Külső tőketulajdonos	Creditor Value Added	Információk jól elérhetők.
Állam	Stateholder Governmental Value Added	Vállalaton belül egyszerűen, kívülállók számára utánajárással elérhető.
Vevők	Customer Value Added	Vállalaton belül jól elérhetők, kívülállók csak alapos benchmarking alapján tudják becsülni.
Beszállítók	Supplier Value Added	Az információk a vállalaton belül egyszerűen, kívülállók számára utánajárással érhetőek el.
Szomszédok	Neighbours Value Added	Kivülállók számára nem érhetőek el, vállalaton belül megkaphatók.

Forrás: Udvardi (2001)

A tulajdonosi érték koncepció követői szerint a vállalatvezetésnek elsődlegesen arra kell törekednie, hogy a rábizott tőke értékét maximalizálja. Ha egynél több érdekcsoport is felelősségre vonhatja, akkor előbb-utóbb választani kénytelen, és csak további kritériumok figyelembevételével tud dönteni arról, hogy az egymással ütköző érdekek közül melyiket preferálja. Megvalósítandó-e egy beruházás, amely növeli a vagyoneértéket és kedvez a vásárlóknak, viszont az alkalmazotti létszám csökkenésével jár? Érdekkonfliktus esetén választani kell, és az érdekhordozói szemléletű vállalatvezetés nem nyújt segítséget e döntéshez. Ha a shareholder value szemléletet tesszük az első helyre, akkor egyértelmű a döntés. *Ha egy vállalat a részvényesi értékre összpontosít, akkor valójában figyelembe veszi az összes többi érintett szempontjait is.* Egyik érintettnek sem előnyös, ha a vállalat

rosszul teljesít, függetlenül attól, hogy egyébként milyen további érdekeket kíván kiszolgálni. Egy gyengélkedő vállalat nem képes fenntartani munkahelyeket, alkalmazottainak csak jóval szerényebb feltételeket kínálhat, nem képes kiszolgálni a fogyasztókat, nem tud felvállalni karitatív tevékenységeket stb. Az igazán jelentős és tartós eredmények nem annak köszönhetőek, hogy jó tetteket akarunk végrehajtani, hanem mert jól dolgozunk – küldetésünk valójában az, hogy hosszú távon gondolkodva értéket teremtsünk azok számára, akik tulajdonosai a vállalatnak. (Black et al., 1999) Akik szűk látókörűnek tekintik azt a célt, hogy mindenekelőtt a tulajdonosi érték maximalizálására kell törekednie egy vállalatnak, figyelmen kívül hagyják azt a tényt, hogy alapvetően *a tulajdonosok vállalják a legtöbb kockázatot*, és csak a vállalat összes érintettjének (alkalmazottak, fogyasztók, szállítók, környezet stb.) a kielégítése után jutnak hozzá saját jövedelmükhöz. (Turner, 2003, b) A részvényeseknek, mielőtt saját követelésüket realizálják, a többi érintett követelését kell kielégíteniük. A fogyasztókat elégedetté kell tenniük, a munkavállalókat ki kell fizetniük, a hiteleket törleszteniük kell, az adókat be kell fizetniük. (Copeland, et al., 1999)

Az „érintettmegközelítés”, mely a vállalat összes érintettjének érdekét igyekszik kiegyensúlyozni, a vállalatvezetők számára könnyebben igazolhatóvá teszi a gazdaságtalan diverzifikációt vagy egy hanyatló iparágban történő túlzott befektetést. Ezeket a lépéseket a tulajdonosokat leszámítva nagy valószínűséggel támogatja minden érintett. Az alkalmazottak számára ez több munkahelyet jelent, de csak rövid távon. A beszállítók további üzletekre számíthatnak, és a vállalat megnövekedett méretéből következően a helyi közösség is nagyobb adóhoz jut. A társadalmi szempontokon alapuló üzleti döntések akár még személyes megdicsőülést is jelenthetnek a vezérigazgató számára. A valóságban azonban éppen ezek a – tulajdonosi érdekeket hátrасoroló – döntések indítják el a felvásárlások és az átszervezések sokat szidott korrekciós mechanizmusát. (Rappaport, 2002)

A vállalatvezetésnek figyelembe kell vennie a vállalatnak a tulajdonosok hosszú távú érdekei szerinti irányításához a vállalat többi érintettjének érdekeit, mivel nem hozhatnak létre tartós tulajdonosi jólétet egyszerűen a többi érintett kihasználásával, hiszen a rossz hírnév hosszú távú költségei szinte mindig felülmúlnak bármilyen rövid távú előnyt. Ha a vállalat megpróbál túl alacsony béreket fizetni, nem lesz képes olyan képzett munkásokat alkalmazni, amilyeneket akar és igényel¹⁴. Ha túl lassan fizeti szállítóit, azok emelni fogják az áraikat vagy azonnali fizetést kérnek majd. Ha termékei nem érik el az ígért minőséget, a fogyasztók a versenytársak felé fordulnak. Az okos vezetők megértik azt, hogy a tulajdonosok számára történő tisztességes hozam biztosításához a legjobb módszer, ha minden érintettel jól bánnak.¹⁵ (Ehrbar, 1998)

Nincs bizonyíték arra, hogy a magasabb termelékenység a munkaerőre nézve káros következményekkel járna. (Copeland et al., 1999) A McKinsey Group által végzett felmérésében empirikus bizonyítékokkal szolgálnak arra, hogy a növekvő tulajdonosi érték nem ellentétes a többi érintett hosszú távú érdekével és *hosszú távon a részvényesi érték maximalizálása minden érintett érdekét szolgálja*. (Bughin – Copeland, 1997)

A vállalat etikai és társadalmi felelősségének határait lehetetlen teljes precizitással meghatározni. A bonyolult társadalmi interakciók újabb és újabb, előre nem látható helyzeteket produkálhatnak, ráadásul ezek értelmezése, erkölcsi megítélése sem magától értetődő. Ugyanakkor a vállalati felelősség egyéb területei – mint például a pénzügyi felelősség – sem determináltak. Nehezen húzható meg a határ a felelőtlen spekuláció és az ígéretes üzleti lehetőségek kihasználása között. A gazdasági, akár csak az etikai felelősség érvényre juttatása is megfontolt döntéseket, körültekintő mérlegelést és időnként némi bátorságot kíván. A felelősség fogalma éppen erre a mozzanatra utal: döntéseinkért, tetteinkért jót kell állnunk önmagunk és mások előtt, legyen szó akár pénzügyi, akár etikai kockázatokról. (Boda, 1997)

¹⁴ Magyarországon a jelenlegi nagy mértékű regionális munkanélküliség miatt ez nem feltétlenül helytálló megállapítás, azonban hiába tud az adott cég jól képzett dolgozókat alkalmazni, a nyomott bérekkal rendszerint párosuló rossz munkahelyi légkör következtében Ők sem tudnak igazán jó teljesítményt nyújtani.

¹⁵ Persze nem minden vezető okos és néhányuk megpróbál az egyik vagy a másik csoportból hasznot húzni. Éppen ezért vannak, akik számára a részvényalapú szemlélet nem elfogadható, mert a részvénytulajdonosi érdeket hangsúlyozza más érintett csoportok (stakeholder) érdekeivel szemben.

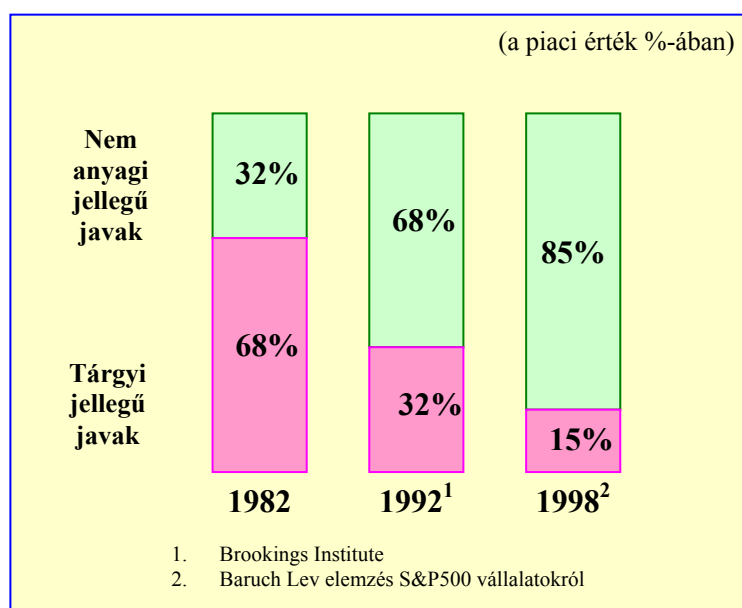
Felmerül tehát a kérdés, hogy kell –e választani a két elmélet között? Mindkét elméletnek megvan a maga nagyon fontos szerepe a gazdaságban. A termelékenység, a gazdasági hatékonyságot egyértelműen a tulajdonosi érték elméletének követése szolgálja jobban. Az érintett elmélet viszont jelentős szerepet vállalhat a társadalmi normák megfogalmazásában. Az alternatív vállalkozásoknak kiemelkedő szerepük van az útkeresésben, az új termelési, fogyasztási szokások kialakításában. (Ónodi, 2004)

I.4.2. Pénzügyi és nem pénzügyi nézőpontok

A tulajdonosi érték szemlélet kritikájaként szokták említeni, hogy kizárólag a pénzügyi nézőpontra összpontosít, és nem vesz tudomást a szervezet teljesítményét ösztönző, a szervezetet működtető egyéb nézőpontokról. Emiatt a szakirodalomban nemcsak az érintettek elméletével, hanem a stratégia-központú szervezet elvei szerint történő működést favorizáló menedzsment filozófiával, az intellektuális tőke mérésére és menedzselésére fókuszáló módszerekkel is gyakorta szembe szokták állítani.

I.4.2.1. Az intellektuális tőke

Napjainkban az információs korszak mind a termelő, mind a szolgáltató vállalatoktól új képességeket követel meg a versenyképes működés sikerkritériumaiként. Az érték forrása az idők folyamán a tárgyi jellegű eszközökről áttevődik a nem anyagi jellegű javakra (5. ábra)¹⁶, melyekből bonyolult az értékképzés, mivel ezen úgynevezett szellemi erőforrásoknak *közvetett hatása van a pénzügyi eredményre*. (Például: a képzés, a dolgozói morál, az információtechnológia színvonala kihat a szolgáltatás minőségére, ami befolyásolja a vevők bizalmát, amely nagymértékben hat a bevételek alakulására.)



5. ábra: Az érték forrásainak változása az idők folyamán

Forrás: Norton (2000, a)

Az anyagi javakba, tárgyi eszközökbe való befektetés és ezek hatékony működtetése helyett tehát a nem anyagi javak mobilizálására és hasznosítására való képesség vált döntő tényezővé. Emiatt szükséges az, hogy a cég rendszeresen vizsgálja intellektuális tőkéje¹⁷ értékét. (Edvinsson –

¹⁶ Az arány persze szektoronként jelentősen eltérhet, hiszen például az acéliparban jóval kisebb a nem anyagi jellegű javak jelentősége, mint a gyógyszeriparban, az élvezeti cikkek piacán, vagy a bankszektorban.

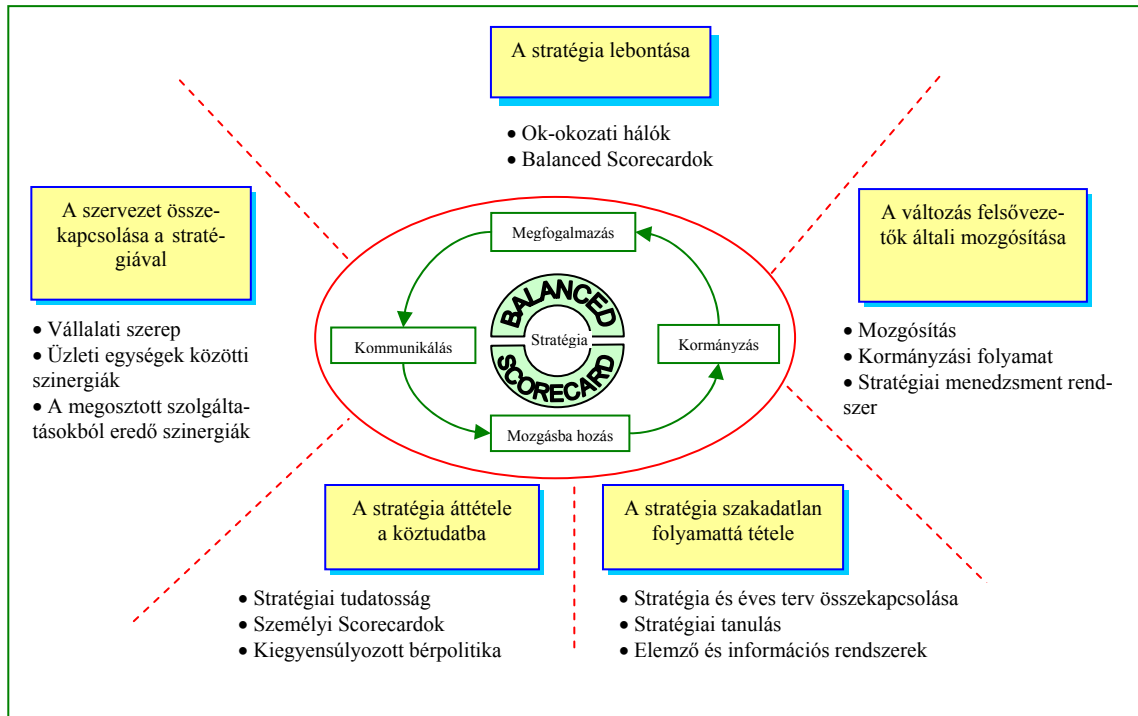
¹⁷ Az intellektuális tőke (Intellectual Capital) elnevezést Leif Edvinsson használta a világon először 1993-ban az immateriális javak (Intangible Assets) terminológia helyett.

Malone, 1997) Az intellektuális tőke típusainak vizsgálata képessé tesz minket arra, hogy általános szinten megértsük az intellektuális tőke pénzügyi eredményekké konvertálásának mikéntjét. Az intellektuális tőke legfontosabb alkotóelemei az emberi és tudás-tőke, a strukturális tőke, a vezetési tőke és a cég kultúrájának, valamint értékeinek összessége.¹⁸ Az emberi és tudás-tőke a cégnél rendelkezésre álló szakembergárda képességeinek, minőségének, tudásának és cég iránti elkötelezettségének együttese. A strukturális tőke jelenti a cégen belül kialakult kapcsolatok minőségét és működési hatékonyságát, a szervezeti rugalmasságot és hatékonyságot, továbbá a cég külső kapcsolatrendszerének, a vevőkkel és a beszállítókkal kialakított együttműködésének színvonalát. A vezetői tőke magában foglalja a vezetői képességeket, a vezetés minőségét, kreativitását, vezetési, szervezési és irányítási, valamint értékteremtő képességét. A szervezeti kultúra és értékrend pedig azt fejezi ki, hogy mi a cégnél a fontos, hogy milyen értékek szerint működik a cég, és hogyan kapcsolódnak egymáshoz az egyének, a részlegek, illetve a vezetés és a beosztottak különböző szintjei. (Csath, 2000)

Az érték növelése érdekében a vállalatvezetés egyik legfontosabb feladata az intellektuális tőke hatékony menedzselése, a menedzselhetőség érdekében pedig az intellektuális tőke mérése. Az intellektuális tőkéből történő értékképzés segítése, vagyis az intellektuális tőke pénzügyi tőkévé való átalakításának stratégiai szintű menedzselése, valamint az egyéb, a stratégia kivitelezését akadályozó nehézségek leküzdése érdekében szükség van a stratégia-központú szervezetek kialakítására.

I.4.2.2. A stratégia-központú szervezet

A stratégia-központú szervezetek elvei szerint történő működés egy alapos, beható új menedzsment filozófia, amely erős hatást tud gyakorolni a jövőbeni versenyképességre, jövedelmezőségre, és képessé teszi a szervezeteket arra, hogy hathatósabban mozgósítsák a stratégia megvalósítását. A stratégia-központú szervezet alapelveit szemlélteti a 6. ábra.



6. ábra: A stratégia-központú szervezet alapelvei

Forrás: Norton (2000, a)

A sikeres stratégia-központú szervezet kulcstényezői:

¹⁸ Az intellektuális tőke egyéb csoportosítási lehetőségeiről lásd: Fónagy-Árva (2003)

- a stratégia lebontása, egy legjobb gyakorlatot tükröző (best practice) kiegyensúlyozott stratégiai mutatószám-rendszer kiépítése;
- a szervezet összekapcsolása a stratégiával, egy Balanced Scorecard szemlélettel átszött szervezet ésszerű kialakítása a szinergiák mentén;
- a stratégia áttétele a köztudatba, a stratégia megvalósítása iránti felelősségérzet kialakítása valamennyi dolgozóban;
- a stratégia és az éves terv összekapcsolása
- a stratégia szakadatlan folyamattá tétele a visszacsatolás, elemzés és tanulás útján;
- irányító team a változás mozgósítására, amely a siker legkritikusabb feltétele.

(Norton, 2000, a)

A stratégia-központú szervezetek kialakításával, működésének fenntartásával elérhető az, hogy valamennyi üzleti és nem üzleti vállalkozás küldetése, jövőképe és stratégiai céljai ne csak formális megnyilvánulások legyenek, hanem a Balanced Scorecard diszciplína alkalmazásán keresztül realizálásra is kerüljenek. (Fónagy-Árva – Zéman, 2004)

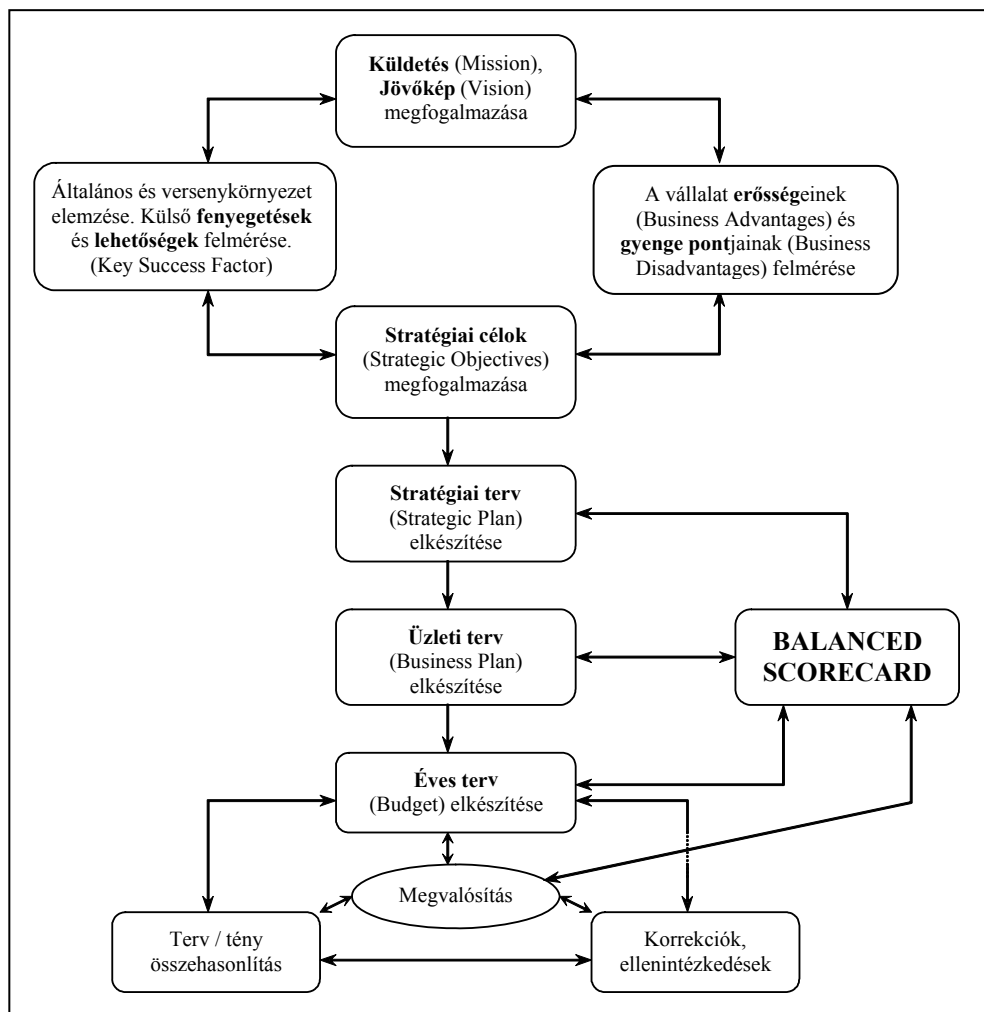
1.4.2.3. A kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer

A koncepciót Robert S. Kaplan és David P. Norton mutatta be 1992-ben az Amerikai Egyesült Államokban.¹⁹

A Balanced Scorecard olyan vállalatirányítási módszer, amely segít a stratégiát célokká, mutatókká, elvárásokká és akciókká lebontani, támogatja ezek egyértelmű és világos kommunikálását a munkatársak felé, jelentősen megnövelve ezzel a stratégia sikeres megvalósításának esélyeit. A BSC klaszikus formában négy *nézőpont* köré szerveződik. A Scorecard vállalati képet nyújt a szervezet átfogó teljesítményéről a *pénzügyi* mutatószámokkal integrált egyéb kulcsteljesítmény-mérők (úgy mint *vevő* perspektívák, *belső folyamatok*, *tanulás és fejlődés*) révén. Egyensúlyt teremt a rövid távú és a hosszú távú mutatók, a pénzügyi és a nem pénzügyi mutatók, a visszatekintő és az előrejelző mutatók, valamint a külső és a belső teljesítményelemek között. A Balanced Scorecardon szereplő minden egyes mutató egy olyan *ok-okozati lánc* egy-egy láncszeme, amely közvetíti az üzleti egység stratégiájának lényegét a szervezet felé. A helyesen kialakított BSC a célok és a mutatók olyan rendszerét alkotja, amelyben az egyes mutatók kapcsolatban állnak egymással és egyértelművé teszi, hogy az egyes mutatók javítása csak a többivel való kölcsönhatásban történhet. Olyan mutatókat alkalmaz, melyek közvetlenül vagy közvetve, de kapcsolódnak a pénzügyi eredményekhez.

A Balanced Scorecard olyan eszköz, amely működésének igazi értelmét és előnyét akkor képes betölteni, ha a vállalatirányítási rendszer részévé tesszük. Ez a mindennapi életben azt jelenti, hogy a BSC-nek komplex rendszert kell képeznie a stratégiaalkotással, a teljesítményméréssel, az ösztönzési rendszerrel, valamint kapcsolódnia kell a controlling folyamatokhoz, megerősítést kell nyernie a kultúrában, és lehetőséget kell biztosítania a kommunikációra a felsővezetés és a munkatársak között. (7. ábra)

¹⁹ A Balanced Scorecard – röviden BSC – kifejezést elsőként Robert S. Kaplan és David P. Norton használta a Harvard Business Review 1992. évi január-februári számában. Azóta világszerte megvalósították vállalatoknál, stratégiai üzleti egységeknél, funkcionális szolgáltató egységeknél, szervezetek százainak egyedi szintjeinél, a magán és az állami szektorokban egyaránt. Az üzleti vállalkozásoknál történő alkalmazás mellett lehet más területeken is vele találkozni. (Alkalmazzák a bűnüldözésben és a sportban – mint például a német VfB Stuttgart labdarúgócsapatánál - is.) Ezt a módszert 1997-ben a Harvard Business Review az előző 75 év egyik legfontosabb üzleti fejlesztésének minősítette. A Bain&Company 1999-ben publikált áttekintése azt mutatja, hogy a világon vizsgált 1000 cég több mint 50%-ánál alkalmazták a BSC-t, és erős a megelégedés a felhasználók között. A Fortune jelentése alapján 10 szervezet közül 9-ben meghiúsul a stratégia megvalósítása, és a kudarcok mintegy 70%-ában a tényleges probléma nem a rossz stratégia, hanem a rossz megvalósítás. Ezzel szemben a BSC alkalmazói nemcsak sikeresen megvalósítják a stratégiájukat, de azt gyorsan, mérhetően és nagy szakértelemmel teszik.



7. ábra: A Balanced Scorecard a stratégiai menedzsment és a controlling folyamatában

Forrás: Fónagy-Árva – Zéman (2001)

A BSC konkrét célokká, kézzelfogható mutatókká bontja le az üzleti egység küldetését és stratégiáját egy felülről lefelé irányuló (top-down) folyamat során. Emellett minden cél mellé az annak eléréséhez szükséges akciókat társít, az akciók mellé pedig felelősöket, határidőket rendel. A BSC ezzel a komplexitást csökkenti, illetve azok számára teszi érthetővé a jövőképet, a stratégiát, akik a végrehajtásért felelősek. A BSC a felelősség és a határidő hozzárendelésével jogosultságot teremt a beszámoltatásra, a felelősségre vonásra, míg az akciók sorozata a stratégia megvalósításának alapját teremti meg.²⁰

1.4.2.4. Egyéb módszerek az intellektuális tőke mérésére

Az intellektuális tőke mérésével sokan kísérleteztek és számos eszközt fejlesztettek ki. A módszerek többsége azonban kevés gyakorlati eredményt hozott, viszont számos sikeres is napvilágot látott. A sikeresnek tekinthető módszerek a Balanced Scorecard kivételével jobbra regionálisan váltak sikeressé.

A francia „irányítótábla” vagy „műszerfal” (Tableau de Bord, TdB) francia vállalatok által évtizedek óta használt, a vállalati siker kritikus jelzőszámait tartalmazó jelentési rendszer, amely a kritikus – különösen a fizikai változóként megragadható – sikertényezők azonosításával nyújt segítséget az alkalmazottaknak.

²⁰ A BSC különböző nézőpontjaiban szereplő célok, mutatószámok, elvárások és akciók, valamint az ok-okozati háló gyakorlati példán keresztül történő bemutatása megtalálható a következő tanulmányban: Fónagy-Árva (2003)

Az immateriális javak monitora (Intangible Assets Monitor, IAM) és a Skandia Navigátor elsősorban Svédországban, illetve Skandináviában terjedt el. Az *immateriális javak monitora* Karl-Erik Sveiby nevéhez kötődik, melynek előzményeként Sveiby vezetésével egy svéd munkacsoport 1987-ben kifejlesztette, majd 1988-ban svéd nyelven publikálta az immateriális javak családfa jellegű csoportosítását és a vezetéssel kapcsolatos elméletet. Az úgynevezett Konrad-teória skandinávia-szerte elterjedt – 1995-ben már több mint 40 svéd vállalat mérte és jelentette az immateriális javait ezen alapelvekkel összefüggésben. 1994-ben ezt a teóriát fejlesztette tovább Sveiby menedzsment információs célokra, kialakított hozzá egy saját fejlesztésű prezentációs formát, és elnevezte 'Immateriális javak monitorá'-nak.

A *Skandia Navigátor* egy svéd pénzügyi szolgáltató vállalat által az intellektuális tőke mérésére kidolgozott mutatószámrendszer. Leif Edvinsson 1993-ban kombinált két korábban fejlesztett rendszert, amikor is a Balanced Scorecard prezentációs formát alkalmazta a Konrad-teóriához. Ennek publikációjában találkozhatunk először a világon az immateriális javak (Intangible Assets) számveteli kategória helyett az intellektuális tőke (Intellectual Capital) megnevezéssel.

Mindegyik módszernek vannak előnyei, hátrányai, és mindegyik módszernek vannak olyan elemei, amelyek jól használhatók más módszerek kiegészítésére, javítására, tökéletesítésére.²¹ (Fónagy-Árva – Zéman, 2004)

Összegzésképpen elmondható, hogy az előzőekben ismertetett, a stratégia megvalósítását szolgáló, valamint az intellektuális tőke mérését és menedzselését támogató egyéb módszerek alkalmazása segítségével megvalósítható a teljesítmény mérésének átfogó és kiegyensúlyozott megközelítése, és elérhető az, hogy valamennyi üzleti és nem üzleti vállalkozás küldetése, jövőképe és stratégiai céljai ne csak formális megnyilvánulások legyenek, hanem realizálásra is kerüljenek. Nem vitatható tehát ezen módszerek hasznossága. Kérdésként merül azonban fel, hogy az értékközpontú vállalatirányítás módszertanának ellentmondóak-e a fentiekben ismertetett elvek, vagyis a nem pénzügyi szegmensekre történő fókuszálás?

1.4.2.5. Az értékközpontú vállalatirányítás és a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószám-rendszer

A vállalat végső célja általában valamilyen módon pénzügyi célok formájában (tulajdonosi érték, nyereség, megtérülés stb.) fogalmazódik meg, de önmagában pénzügyi (pénzben megfogalmazott) adatokra építve nem lehet vállalatot irányítani. (Wimmer, 2000)

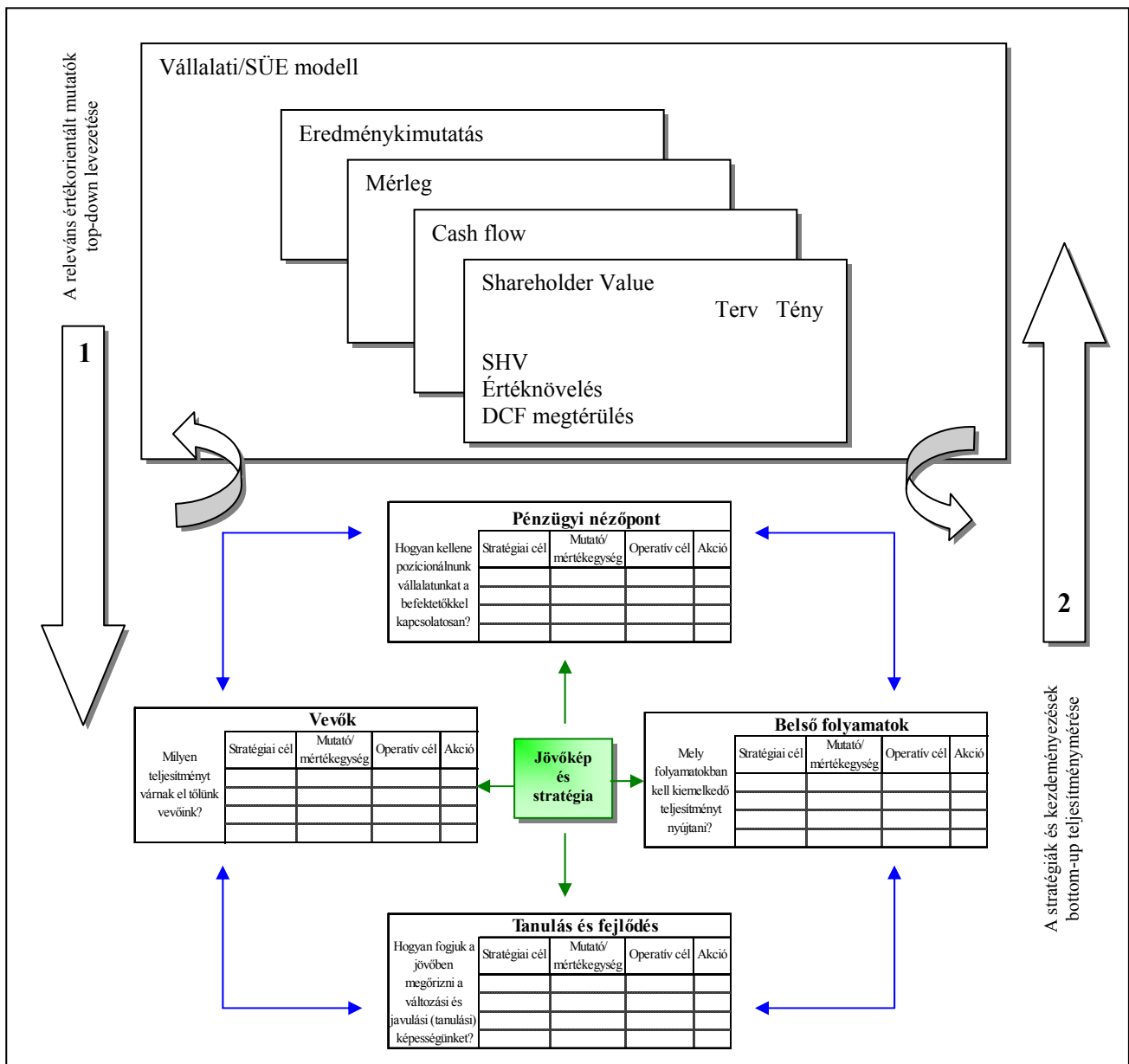
Az értékközpontú vállalatirányítás első lépése az érték maximalizálásának a vállalat végső pénzügyi céljaként történő megragadása. A vezetésnek azonban tisztában kell azzal lennie, hogy a pénzügyi cél más célokhoz képest milyen súlyt képvisel. Általánosságban a vállalatoknak két célcsoporttal kell rendelkezniük: a felsővezetőket vezérlő pénzügyi célokkal és a teljes szervezet teljesítményét ösztönző, a vállalatoknál az alkalmazottak viselkedésének befolyásolására és lelkesítésére szolgáló nem pénzügyi célokkal, mint például az alkalmazottak elégedettségének a célja. A nem pénzügyi célok nem tekinthetők az értékmaximalizálásnak ellentmondó céloknak – a pénzügyi szempontból legsikeresebb vállalatok a nem pénzügyi célok megvalósításának területén is kiemelkedő teljesítményt nyújtanak. (Copeland et al., 1999)

Az értékközpontú vállalatirányítás fontos részét jelenti az, hogy feltárjuk a kulcsfontosságú értékteremtő tényezőket, beazonosítsunk minden olyan változót, tényezőkombinációt, elemi munkafolyamatot (stratégiai, vezetői döntés, működési, finanszírozási, befektetési tényező, gazdasági, iparági, versenytársi hatás), amely befolyásolja a vállalat értékét, meghatározzuk a vállalat működésének azon területeit, melyek hatással vannak az értékteremtés folyamatára. (Rappaport, 1986)

Az értékközpontú vállalatirányítás elvei nem mondanak ellent a nem pénzügyi célok megvalósítására való törekvésnek. Ellenkezőleg, *a két irányzat összevonása, integrálása a megvalósítás javára*

²¹ Az egyes módszerek leírása és összehasonlítása megtalálható a következő publikációkban: Fónagy-Árva (2003); Fónagy-Árva – Zéman (2004)

szolgál. Az értékközpontú vállalatirányítás és a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer integrációját szemlélteti a 8. ábra.



8. ábra: Az értékközpontú vállalatirányítás és a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer integrációja

Forrás: Uwe (1998)

1.4.2.5.1. A Balanced Scorecard és a tulajdonosi érték koncepció összekapcsolásának előnyei

A Balanced Scorecard támogatja a stratégiaalkotást a stratégiai célok, mérőszámok levezetésével, célok és intézkedések összerendelésével pedig a stratégia működésbe hozását. A stratégia megvalósítását célzó akciók mellé felelősöket, határidőket rendel, mellyel jogosultságot teremt a beszámoltatásra, a felelősségre vonásra, míg az akciók sorozata a stratégia megvalósításának alapját teremti meg. Egyértelművé teszi az ok-okozati viszonyokat, és meghatározza, hogy egy vállalkozás csúcsmutatójának növeléséhez a különböző nézőpontokból milyen stratégiai célok megvalósítására van szükség, amelyek közvetlenül vagy közvetve kapcsolatban vannak a pénzügyi teljesítménnyel. Az ok-okozati viszonyok meghatározásával és érzékenységvizsgálatok, szimulációk segítségével a vállalat különböző szintjein azonosíthatók az értékorientált vállalatirányításnak (is) részét képező értékgenerátorok.

Az értékorientált mérőszámoknak a Balanced Scorecard nem pénzügyi teljesítménymutatóival történő összekapcsolása révén jelentősen növelhető az elsődlegesen megfogalmazott pénzügyi célok elérésének valószínűsége. Más szavakkal megfogalmazva a Balanced Scorecard pénzügyi nézőpontjában a tulajdonosi érték megfelelő mutatószámait alkalmazva a pénzügyi célok valós értékmérő formát öltenek, és nem áll fenn annak a veszélye, hogy az értéket nem pontosan mutató, félrevezető képet adó pénzügyi érték elérésére motiválják a szervezet működtetését végző szereplőket.

I.4.3. A legjobb gyakorlat és a szint-összehasonlítás

A globalizálódó világ, az élesedő versenyhelyzet alapvető, komoly, nagy léptékű és hosszú távú változást igényelnek. Ez a szervezetek tagjaitól újfajta helyzetértékelést, gondolkodást és viselkedést kíván. Érdemes körülnézni a világban, hogy mit tesznek a gazdasági verseny élmezőnyében lévő vállalatok. Ha a hosszú távú versenyképességünket meg kívánjuk őrizni, sőt fejlődést, növekedést biztosító stratégiát akarunk megvalósítani, nincs más választásunk, mint a világ követése szakmában és vezetésben, vagyis egy úgynevezett *tanuló vállalat* kialakítása. A tanuló vállalat kialakítására megoldás az élvonalbeli vállalatoknál bevált úgynevezett *legjobb gyakorlat* (best practice) tanulmányozásának és hasznosításának korszerű módszere, a benchmarking. A benchmarking szisztematikus és szakadatlan mérési folyamat, ami folyamatos szint-összehasonlítást jelent azáltal, hogy saját folyamatainkat mérjük össze a legjobb gyakorlatot folytató cég folyamataival, hogy saját teljesítményeink javítása érdekében lépéseket tehesünk.

A helyesen végzett benchmarking számos fázison keresztül megy végbe. Először beazonosítjuk, hogy mit kell változtatni, ezután partnert választunk az összehasonlításhoz²², majd megvizsgáljuk tevékenységét. A megfelelően végzett benchmarking megvilágítja azokat a területeket, amiket fejleszteni kell, lehetővé teszi a vállalatok számára, hogy teljesítményüket a legjobb gyakorlattal hasonlítsák össze, majd folyamatos fejlődési programokat fejlesszenek ki. (Evans, 1997) Újabban egy „hátratekintő benchmarking” (inkább egy „follow up gap analysis”, egy „utólérési réselemzés”) is terjed a vállalatok vezetésének gyakorlatában: ez azt figyelmeztet, hogy nem csökkent-e a távolság a saját vállalat és a versenyben ezt követő vállalatok között – vagyis nem nőtt-e meg a saját vállalat számára az utólérés és a versenyképesség-vesztés kockázata. (Hoványi, 2006)

Összegzésképpen elmondhatjuk, hogy a benchmarking hatékony támogató módszere lehet a különböző tulajdonosi értékmérési módszerek bevezetésének, az értékközpontú vállalatirányítás kialakításának, gyakorlati alkalmazásának, viszont egy nehézségre fel kell készülnünk. Nevezetesen arra, hogy a legjobb gyakorlatként (best practice) kiszemelt partnerek nem mindegyike lesz készséges a gyakorlati tapasztalatok megosztásában, mivel a versenyelőnyt magában hordozó tulajdonságuk miatt üzleti titokként kezelik ezeket a témákat.

I.4.4. Kockázatmenedzsment

A tulajdonosi érték maximalizálására való törekvést hatékonyan támogathatja, ha a vállalkozások felépítenek és működtetnek egy vállalati kockázatmenedzsment (Risk Management) rendszert. A kockázatmenedzsment rendszerben a kockázatelemzés és -kezelés folyamatához tartozik a *kockázati tényezők azonosítása*, a *kockázatok kvalitatív elemzése*, a *kritikus tényezők kiválasztása*, a meghatározott értékhatár felett a *kockázatok kvantitatív elemzése*, valamint a kritikus tényezők kezelésére *kockázatkezelő javaslatok megfogalmazása*, *végrehajtása*, a *végrehajtás ellenőrzése* (vagyis kockázat-kontrolling tevékenység végzése). Az üzleti kockázatelemzés célja az, hogy egy vállalat stratégiai és üzleti döntései következményeként fellépő külső és belső, pozitív és negatív hatású kockázati tényezőket feltárja, és azok hatását matematikai módszerekkel számszerűsítse.

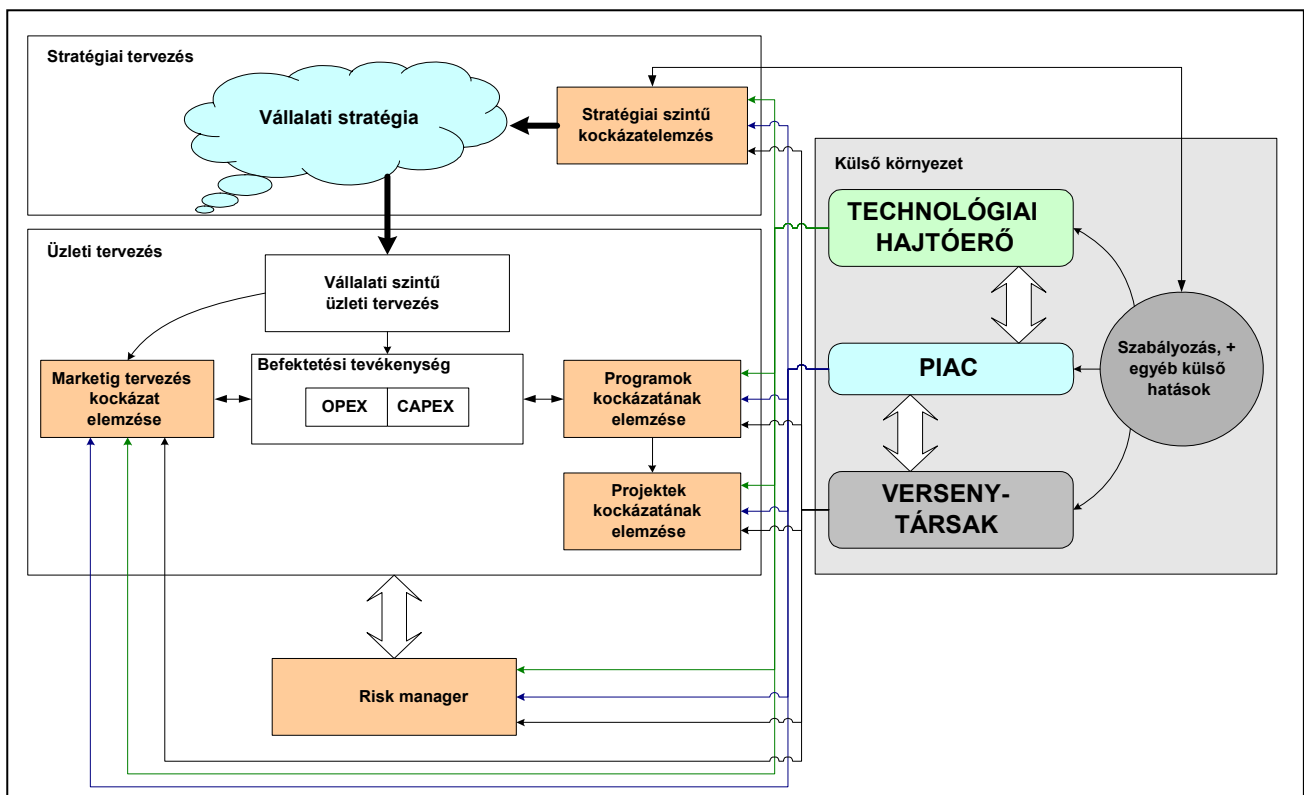
Az üzleti döntések előkészítése során a tervezés több szintjén van létjogosultsága a különböző kockázatelemzési módszerek alkalmazásának, úgymint:

²² A benchmark partnerek kiválasztásának korszerű, többváltozós matematikai-statisztikai módszereken alapuló megvalósítására módszertani példaként lásd a következő publikációkat: Fónagy-Árva (2001, a) és Fónagy-Árva (2001, b).

- a stratégiai célok megfogalmazásához a várható piaci, technológiai trendekkel, a versenytársak stratégiájával, a szabályozásokkal és az egyéb külső hatásokkal kapcsolatosan a tervezés időszakában rendelkezésre álló információk feldolgozásával,
- az árstratégia kialakítása során versenypiaci környezetben – a versenytársak várható árstratégiáját is figyelembe véve – a szolgáltatók árversenyének játékelméleti modellezése kapcsán,
- a stratégiaalkotáshoz használt SWOT elemzés elvégzése során a stratégiai irányelvek kialakítását befolyásoló kockázati tényezők feltárása és értékelése során²³,
- a stratégia megvalósítása során például a BSC mutatók értékelése kapcsán²⁴,
- a különböző stratégiai tőkebefektetésekkel kapcsolatos döntések során azzal kapcsolatban, hogy mikor, milyen időütemezéssel valósuljon meg a befektetés (reálopció és a játékelmélet együttes alkalmazása),
- az értékesítési tevékenységgel összefüggésben felmerülő árbevétel és költségek nagyságát befolyásoló kockázati tényezők feltárásával és értékelésével a vállalat környezetében rejlő kölcsönhatások modellezése és ezáltal az üzleti terv megalapozottságának növelése révén,
- a beruházási költség tervezése során a beruházási programok döntés-előkészítése kapcsán²⁵. Ennek egyik gyakorlati megvalósulása a beruházási portfólió optimalizálása, például a végrehajtandó beruházások prioritási sorrendjének meghatározásához.

(Fekete, 2004)

A stratégiai és működési kockázatoknak a vállalat üzleti tevékenységében történő kezelését szemlélteti a 9. ábra.



9. ábra: Stratégiai és működési kockázatok kezelése a vállalat üzleti tevékenységében

Forrás: Fekete (2004)

²³ A kockázatok feltárása alapvetően a külső környezetből jövő fenyegetésekre koncentrálódik, de természetesen az elemzést végző vállalkozás belső működéséből eredő gyengeségek illetve a külső környezetben rejlő lehetőségek (pl. mennyire tud élni egy vállalat a lehetőségekkel) kockázatzivsgálatára is ki kell terjedni.

²⁴ A BSC mutatószámok meghatározása során az egyes kategóriákat úgy kell kialakítani, hogy a kockázatelemzés során feltárt kockázati tényezők mindegyike valamelyik kategóriába besorolható legyen. Amennyiben a kockázatelemzés és -kezelés rendszeres időszakonként kerül elvégzésre, a BSC modell adatbázisa kiegészül egy kockázati adatbázissal, amelyet folyamatosan frissíteni kell.

²⁵ Ennek egyik gyakorlati megvalósulása a beruházási források elosztása során a beruházási portfólió optimalizálása, pl. a végrehajtandó beruházások prioritási sorrendjének meghatározásához.

A vállalatok részéről egyre inkább megfogalmazódik az igény, hogy stratégiai és üzleti döntéseik alátámasztására, a kockázatok modellezésére matematikai eszközöket is alkalmazzanak, kapcsolatot teremtve ezáltal a döntések és a döntések várható következményei között. Mindezt olyan piaci környezetben szeretnék elérni, ahol versenytársak is jelen vannak, akik szintén a saját hasznukat kívánják növelni. A fenti célok eléréséhez szükséges, hogy a vállalatok üzleti tervezési folyamatukban feltárják és értékeljék a versenypiaci környezetben rejlő kockázatokat is, azaz működésük során figyelembe vegyék a versenytársak várható stratégiáját is. (Konkoly – Fekete, 2004)

A kockázatelemzés elmaradásának, illetve a rosszul elvégzett kockázatelemzésnek a hátrányait az utóbbi években jól szemléltették a már létező vállalatok felvásárlásának, vagy az azokkal való összeolvadásnak (merger and acquisition, M&A) a tapasztalatai – például a Daimler és a Chrysler, vagy a Hewlett-Packard és a Compaq esetében. Ezekben az esetekben számos tényező akadályozta az új „összevont” vállalat hatékony működtetését a gyökeresen különböző vállalati kultúrától az eltérő szervezeti és irányítási rendszereken át a vezetők és a munkatársak ellenállásáig. Vagyis az új versenyfeltételekkel szinte kikényszerített M&A akciók belső kockázata is fokozta a nagy- és óriás-vállalatok számára az üzleti élet bizonytalanságát. (Hoványi, 2006)

A kockázatelemzés megvalósítását indokolja, hogy a vállalat tőkeszerkezete átalakulóban van. A tangible (látható) tőkeelemek (például tárgyi eszközök) mellett egyre nagyobb jelentőséggel bír az intangible (láthatatlan) tőkeelemek (ügylettőke, szervezeti tőke, munkatársak kompetenciája) súlya. Tendenciaként állapítható meg, hogy a láthatatlan tőkeelemek súlya a jövőben (különösen a nagy innovációs igényű iparágakban) egyre nő. A láthatatlan tőkébe történő befektetés kockázata azonban magasabb, mint a tárgyi eszközökbe történő befektetés. Gondoljunk például csak arra, hogy a vállalat alkalmazottaiba történő tudásbefektetés nagy része elvész, ha az adott alkalmazott megváltik a befektetést eszközöző vállalattól. Ugyanakkor az egyre erősödő versenyben egy vállalat csak akkor lehet versenyképes, ha a láthatatlan tőke nagyságát meghatározó tőkeelemek színvonalára is figyel, ezért elengedhetetlen az ilyen típusú befektetésekhez tartozó kockázatok feltárása és értékelése. (Fekete, 2004)

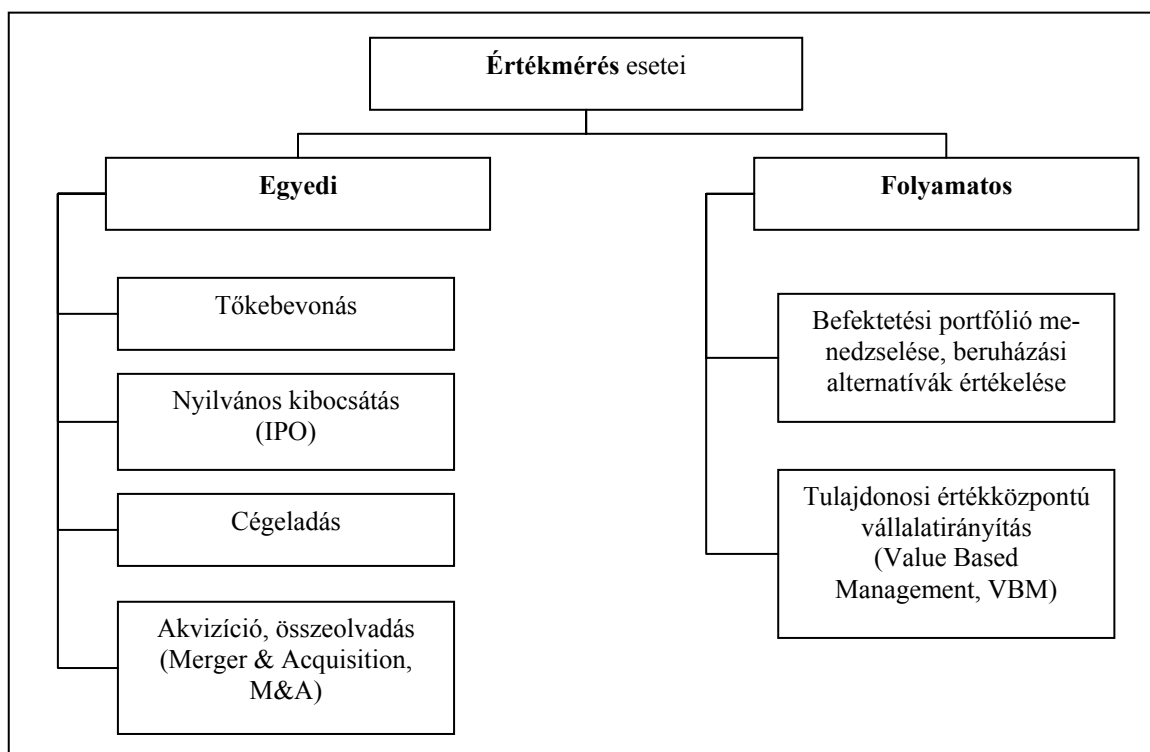
Összegzésképpen elmondható, hogy az 1.4.2. pontban ismertetett, a stratégia megvalósítását szolgáló módszerek – stratégia-központú szervezet; kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer –, az intellektuális tőke mérését és menedzselését támogató egyéb módszerek, valamint a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás alkalmazásának nagyon hasznos támogatója lehet a kellő hozzáéréssel megvalósított kockázatmenedzsment.²⁶

1.5. A TULAJDONOSI ÉRTÉK MÉRÉSI MÓDSZEREI

Napjainkban a vállalatok tulajdonosi értékének meghatározására sokféle esetben szükség lehet – beszélhetünk egyedi, tranzakciós helyzetekben történő értékelésről, valamint folyamatos értékelésről. Folyamatos értékelést végezhetünk a vállalati érték menedzselése, a tulajdonosi érték maximalizálása és a különböző befektetési, beruházási lehetőségek értékelése, az alternatív befektetések közötti választás céljából. Egyedi értékelésre sor kerülhet tőkebevonáskor (mekkora tulajdonrész kerüljön átadásra?), nyilvános kibocsátáskor (mennyire értékeli majd a piac?), cégeladáskor (mennyit érhet meg a vevőjelölteknek?) és akvizíció, összeolvadás kapcsán (mennyit érhet meg a vásárlónak?). (Fónagy-Árva et al., 2003) Két cég összeolvadásánál a tulajdonosoknak dönteniük kell arról, hogy mennyi legyen a részvéncsere aránya a korábbi társaságok tulajdonosainak különböző részvényei után. Ugyanez a kérdés feltehető egy szétváló társaság esetén is: egyik vagy másik jog-

²⁶ A kockázatmenedzsment gyakorlati alkalmazásának tekintetében a Magyar Telekom Rt. (korábban Matáv Rt.) tekinthető élenjárónak Magyarországon. Dr. Fekete István, a kockázatkezelés vezető hazai szakértője – úttörő értékű doktori értekezését is ebben a témában írta – a Magyar Telekom Rt.-nél 2001-ben kísérleti jelleggel készített egy módszertant a társaság bevételeit érintő kockázati tényezők mindenre kiterjedő szisztematikus feltárására és értékelésére. Az eljárás gyakorlati alkalmazását követően elvégzett terv-tény elemzés alapján megállapítást nyert, hogy a termékportfólió túlnyomó hányadában a tényszámok teljes mértékben visszaigazolták a módszertan alkalmazásának eredményeit. A Magyar Telekom Rt.-nél kialakított üzleti kockázatelemzési módszertan hasznosságának mérésére költség-haszon elemzés készült, amely bizonyíthatóan azt mutatta, hogy a számszerűsíthető haszon felülmúlta a felmerült költségeket, egy esetben pedig a haszon a költségek tízszeresét érte el.

utód társaságban a régi tulajdon milyen átváltása mellett kapnak tulajdonrészt a korábbi társaság tulajdonosai. (Copeland et al., 1999) (10. ábra)



10. ábra: A tulajdonosi érték mérésének különböző esetei

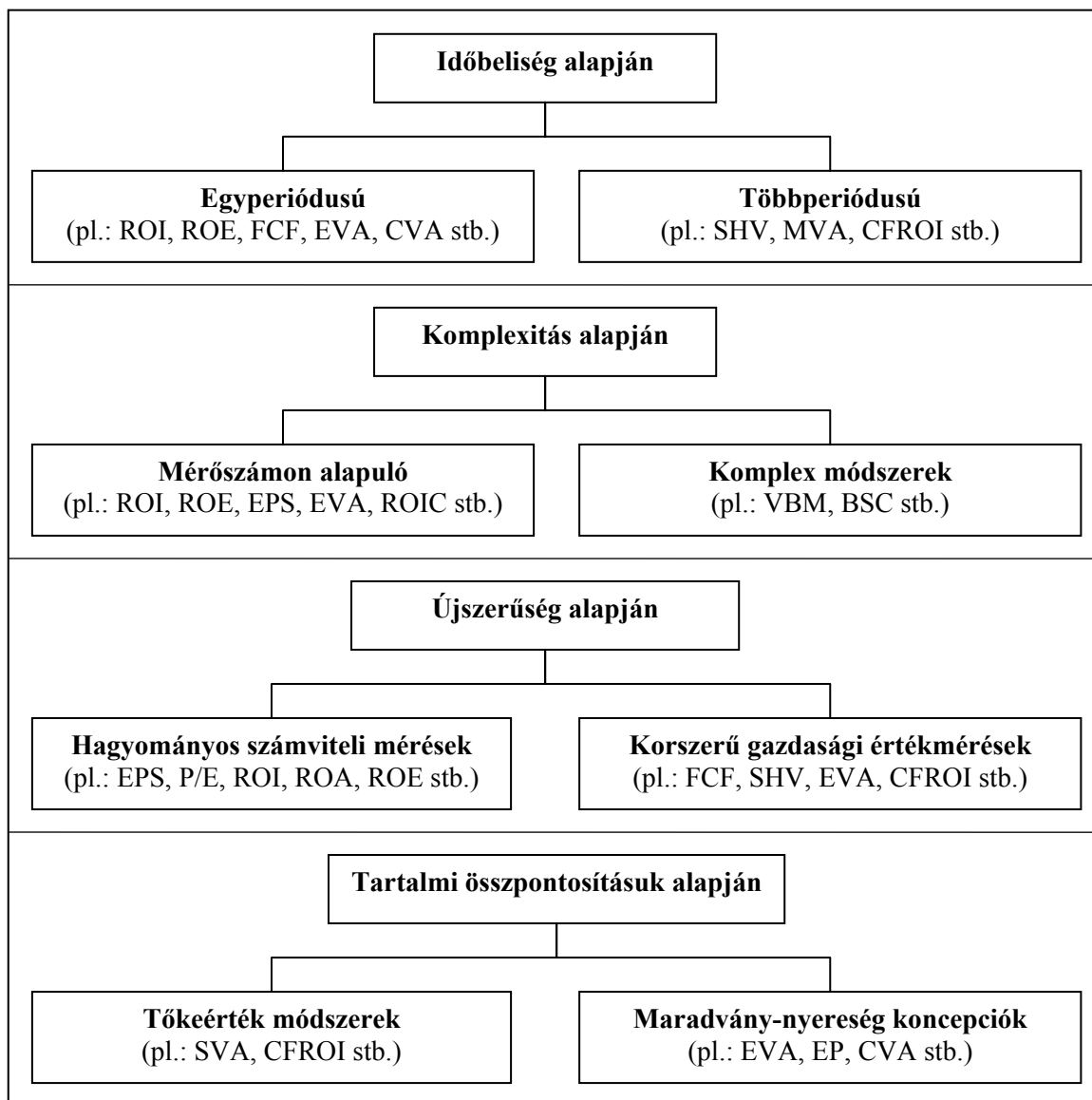
Forrás: Fónagy-Árva et al. (2003)

Az egyedi, tranzakciós helyzetekben történő értékelés kétoldalú, egyrészt az eladó, másrészt a vevő oldaláról történik. Folyamatos értékelés esetén pedig az értékelés rendszerint egy oldalról, a vállalat oldaláról kerül megvalósításra – a vállalat igyekszik minden döntését úgy alátámasztani, hogy megvizsgálja, az adott döntés a lehető legnagyobb mértékben szolgálja-e a tulajdonosi érték növekedését. Persze ha ez a döntés összefügg például egy beruházás megvalósítása esetén hitelfelvétellel, akkor az értékelés kétoldalúvá válik, mivel a hitelt nyújtó is igyekszik arról meggyőződni, hogy a kihelyezett tőkéjét vissza tudja kapni a hitelt felvevőtől.

I.5.1. Módszertani áttekintés

Az értékmérési módszerekkel foglalkozó irodalmat tanulmányozva az eljárások szövevényes halmozásával találkozhatunk, melyeket különböző tanácsadó cégek és/vagy iskolák hoztak létre. A különböző módszerek határfokáról az információk meglehetősen korlátozottak, figyelembe véve azt is, hogy az eredeti szerzőknek erős üzleti érdeke fűződik a kutatások eredményeihez az eljárások hasznosságának vonatkozásában. Valamennyiük azt erölteti, hogy használjuk az ő egyéni koncepciójukat, az egyéni koncepciójuk betűszavát, mozaikszavát, habár a módszer nem nagyon különbözik a versenytársak mérési módszereitől, sok-sok hol egyértelműen, hol nehezebben észrevehető átfedést tartalmaznak, nehezítve a felhasználók számára az adott cél elérését támogató módszer kiválasztását és annak alkalmazását. Ugyanakkor a módszerek számos pontban eltérhetnek egymástól: különböző cash flow-val számolnak, értelmezési különbségek lehetnek a diszkontáláshoz használandó tőkeköltség meghatározásában, eltérhetnek az alkalmazott eredménymutatók és vagyonsmutatók vonatkozásában is. Valamennyi módszer hasznos lehet számunkra, de nem ugyanazon célok megvalósítására. A lényegi kérdés tehát az, hogy ki tudjuk-e választani az adott cél megvalósítását leginkább támogató módszert, valamint rendelkezünk-e megfelelő mennyiségű és minőségű információval a módszer alkalmazásához. (Fónagy-Árva, et al., 2003)

Az értékmérési módszereket a könnyebb áttekinthetőség érdekében többféleképpen csoportosíthatjuk, melyet a 11. ábra szemléltet.



11. ábra: Az értékmérési módszerek csoportosítása különböző szempontok alapján

Forrás: Saját összeállítás

1.5.1.1. Egyperiódusú és többperiódusú mérések

Az értékmérési módszereket *időbeliségük alapján* – mint a fenti ábra is mutatja – két nagy kategóriára bonthatjuk, úgymint egyperiódusú mérések és többperiódusú mérések.

Az *egyperiódusú mérések* egy jól meghatározott, viszonylag rövid időtartamra – a vállalati értékmérések gyakorlatában rendszerint egy évre – fókuszálnak, és azon belül igyekeznek egy mutatószámban meghatározni a vállalat teljesítményének az értékét.

A *többperiódusú mérések* az egyperiódusú mérésekkel ellentétben több éves időtartamot átfogva, azt vizsgálva próbálnak minél korrektebb és egzaktabb véleményt mondani a tulajdonosi értékkel kapcsolatban. A többperiódusú módszerek lényege röviden az, hogy az alkalmazói meghatároznak egy előrejelzési időszakot, amelyre tételes kalkulációt végeznek (vagyis minden periódusra végeznek egy egyperiódusú mérést), ezt követően valamilyen módszerrel meghatározzák az explicit előrejelzési időszakot követő időszak értékét, az úgynevezett maradványértéket, majd pedig az így

előállított értékeket (az explicit előrejelzési időszak értékei + maradványérték) összegezhetővé tesszük egymással, azaz egy adott periódus értékére számítják át.

A többperiódusú mérések kapcsán tehát három fontos feladat kerül előtérbe (természetesen az egyperiódusú mérések megvalósítása mellett):

- a részletes előrejelzési időszak meghatározása
- maradványérték számítása
- az egyes periódusok értékei összeadhatóságának biztosítása – finanszírozási hatások figyelembevétele, tőkeköltség, diszkontráta meghatározása.

1.5.1.1.1. Az előrejelzési időszak meghatározása

Az előrejelzési időszak két részből áll, az első a *részletes előrejelzési időszak*, a második pedig a vállalat várható élettartama a részletes előrejelzési időszak után. Az első időszakra részletes prognózisok készülnek minden, a cégértéket meghatározó tényezőre, míg a fennmaradó élettartamra egy képlet szolgál segítségül az érték (az úgynevezett *maradványérték*) kiszámítására²⁷.

A hosszú távú tervezés egyik kulcskérdése annak megválasztása, hogy mi az az időhorizont, amire közvetlen cash flow számítást végzünk, s mi az, amit az úgynevezett maradványértékben jelenítünk meg. Az első előrejelzési időszaknak olyan hosszúnak kell lennie, hogy a periódus végére a vállalat helyzete, a szabad cash flow értéke egy stabil szintet érjen el – így egyszerű matematikai modellel jól közelíthető. Amennyiben lehetőség van rá, úgy célszerű ahhoz az időtávhoz igazítani, amíg a versenytársak fennállnak, és így tőkeköltség feletti hozamot tud teljesíteni. (Novotni, 2003)

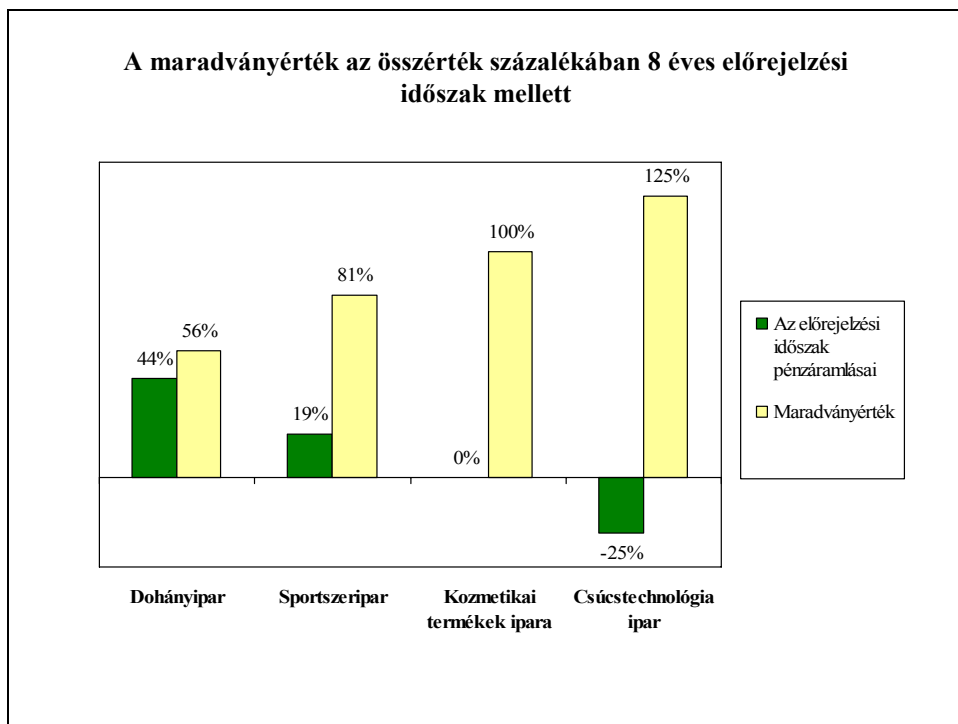
Általában 5-10 évre érdemes előre elkészíteni a cash flow becslését, a tervezési periódus hossza azonban erősen iparágfüggő. (Tanács, 2001) Vannak vállalkozások, akik kevesebb, mint 3 év alatt valósítják meg a stratégiájukat (például az elektronikai cégek), és vannak, akik 20 év fölött (például a természeti erőforrásokat kiaknázó cégek). A tervezési periódus meghatározásakor mindenképpen figyelembe kell venni az iparágban megfigyelhető esetleges ciklikusságot, illetve az előrejelzések várható pontosságát. Ciklikus iparágakban – mint a petrokémia – általános gyakorlat, hogy a tervezési időhorizont legalább egy ciklust átfog. A vegyiparban például ezek a ciklusok tipikusan 5-7 év hosszúak, ezért a célszerűnek tűnő időhorizont – teret engedve az előrejelzés bizonytalanságainak is – 10 év. (Fónagy-Árva – Zéman, 2000) A telekommunikációs szektorban a gyors ütemű fejlődést figyelembe véve nem célszerű túl hosszú tervezési időszakot kijelölni, 5-6 év elegendő lehet üzleti egységenként (természetesen a termék életciklusától és az adott szűkebb iparágtól függően ez változhat). (Tanács, 2001)

1.5.1.1.2. Maradványérték számítása

A maradványérték (Residual Value, RV)²⁸ a részletes előrejelzési időszakot követő periódusok együttes értékét jeleníti meg egyetlen számban kifejezve, más szavakkal a maradványérték megegyezik a vállalat (üzletág, projekt stb.) tervezési időszak végére becsült értékével. A maradványérték alkalmazására azért van szükség, mert egy bizonyos időn túl nagyon nehéz – vagy egyszerűen lehetetlen – pontosan meghatározni, hogy mekkora pénzáramlásokat fog majd realizálni a vállalat, és a kapott eredmény pontossága nem lenne összhangban a befektetett munkával. Bármilyen értékelésről legyen is szó, a maradványérték megbízható előrejelzése elengedhetetlen, mivel a maradványérték gyakran a vállalat összértékének igen jelentős hányadát adja. A 12. ábra négy különböző iparág esetében mutatja be, hogy a maradványérték milyen hányadot képvisel a vállalat összértékéből.

²⁷ A maradványértéket elvileg kizárjuk igen hosszú (75 éves, vagy még hosszabb) előrejelzési időszak megválasztásával, amikor is az explicit előrejelzési időszak utáni érték elhanyagolhatóan kicsi. Valószínűleg az ilyen hosszú előrejelzés elnagyolt lesz, a munkaráfördítés nem áll összhangban a kapott eredmény pontosságával, ezért a gyakorlatban nem is igazán kerül alkalmazásra. A képlettel számítható megoldások legalább ilyen jól működnek és sokkal kevesebb ráfordítást igényelnek.

²⁸ Egyes irodalmakban találkozhatunk a végérték (Terminal Value) kifejezéssel is a maradványérték megfelelőjeként.

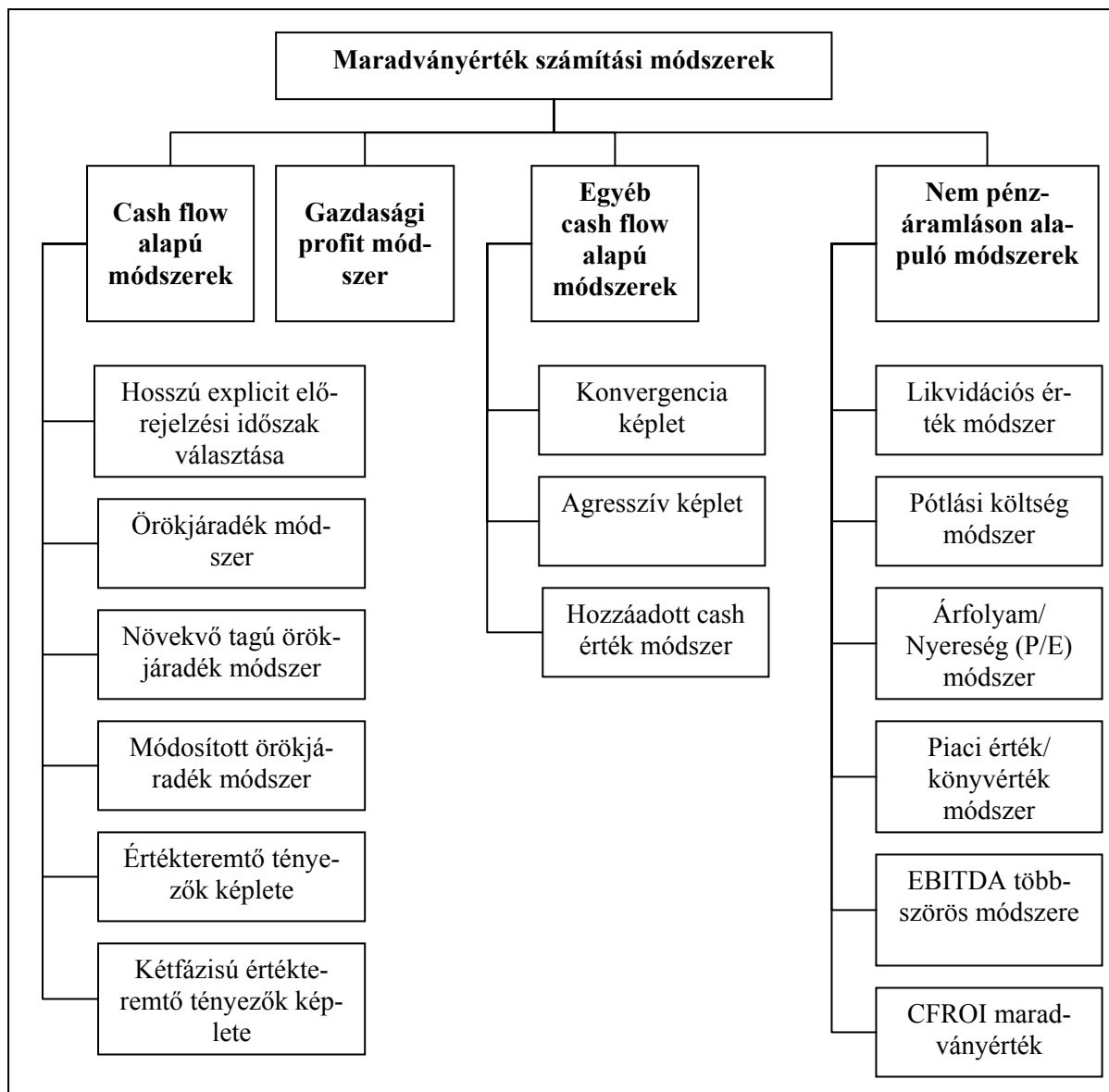


12. ábra: A maradványérték jelentősége, súlya különböző iparágakban

Forrás: Copeland et al. (1999)

Ha a maradványértékek nagyon magasak, az nem feltétlenül jelenti azt, hogy a vállalat értékének döntő része csak a maradványérték időszaka alatt realizálható. Gyakran ez csak annyit jelent, hogy az első években a vállalathoz beáramló pénzeket a tőkekiadások és a működő tőkébe eszközölt befektetések ellensúlyozzák – ezeknek a befektetéseknek azonban a későbbi években magasabb cash flow-hoz kell vezetniük. (Copeland et al., 1999)

A maradványérték számítására mind az elméletben, mind a gyakorlatban számos módszer terjedt el, melyek közül az alkalmazásra került mindig az adott vállalkozás adottságai, sajátosságai határozzák meg. A maradványérték számításának fontosabb módszereit, annak csoportosítását szemlélteti a 13. ábra.



13. ábra: A maradványérték fontosabb számítási módszereinek csoportosítása

Forrás: Saját összeállítás

Az egyes maradványérték-számítási módszerek ismertetése, értékelése annak terjedelme miatt az M2 mellékletben található.²⁹

1.5.1.1.3. Finanszírozási hatások számítása, tőkeköltség kalkuláció

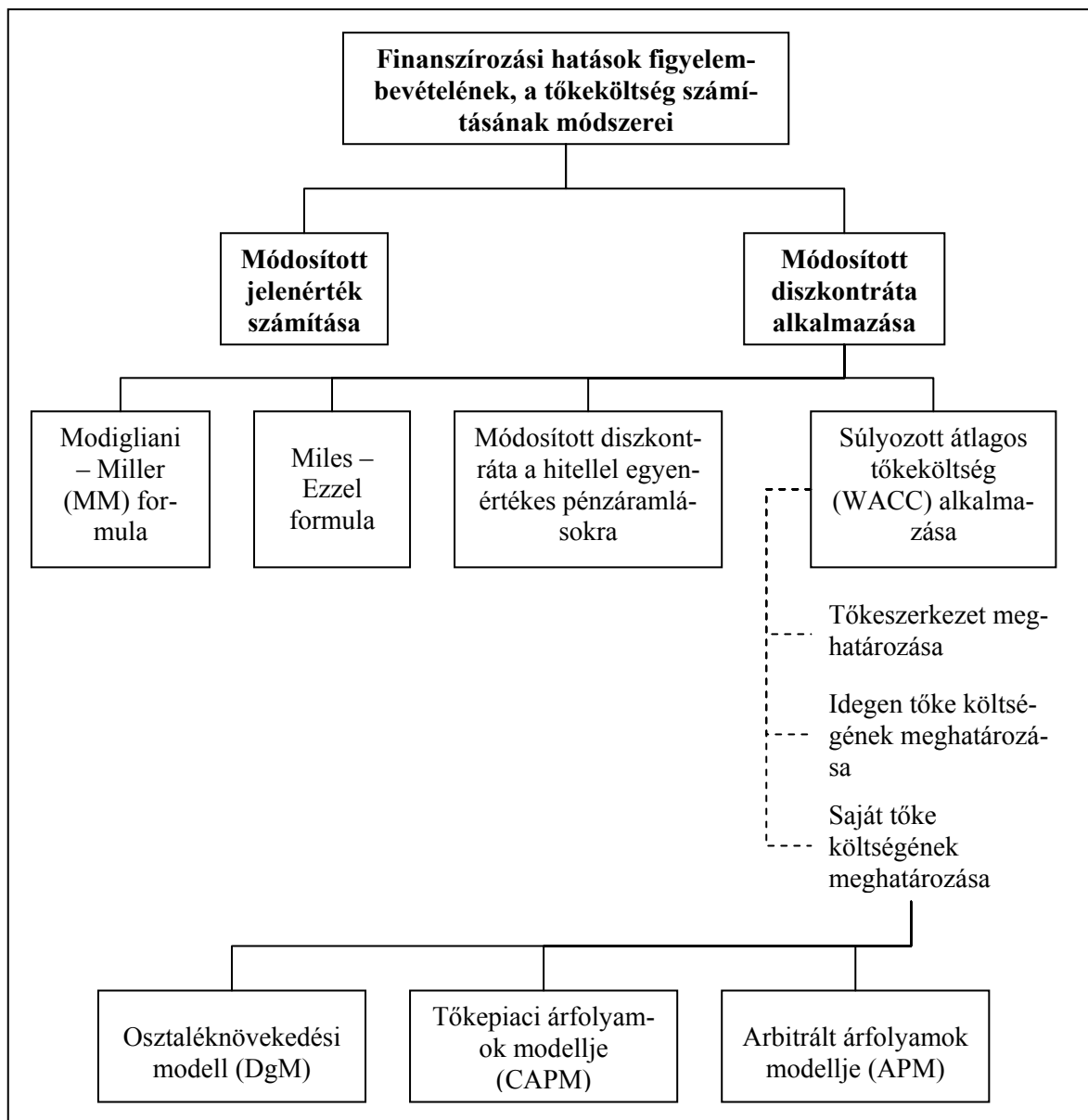
A többperiódusú mérések esetében az egyes periódusokban meghatározott értékeket közös alapra kell hoznunk az értékek összegezhetsége érdekében.³⁰ Ennek során figyelembe kell vennünk a finanszírozási hatásokat, úgymint a forrásbiztosítók (saját vagy idegen tőke) alternatívaköltségét és a forráshoz történő hozzájárulásuk mértékét, a kamat miatti adómegettakarítást, a tranzakciós költségeket, az esetleges speciális finanszírozási hatásokat (például állami finanszírozás), stb. A finanszírozási hatások figyelembevételének alapvetően két módját különböztetjük meg: a módosított jelenérték, illetve a módosított diszkontráta alkalmazását. A *módosított jelenérték*

²⁹ Logikailag a maradványérték számításának módszere ebbe a fejezetbe tartozik, részletes tanulmányozására azonban az I.5. fejezet áttekintése után érdemes visszatérni, mivel az abban szereplő ismeretek sok esetben szükségesek az érthetőséghez.

³⁰ Azon pénzügyi alapelvek ismeretében, mely szerint 'többet ér ma 1 Ft, mint holnap 1 Ft, ráadásul ha a mai 1 Ft biztos, a holnapi pedig bizonytalan', ez az állítás nem szorul magyarázatra.

meghatározása során az alapeset nettó jelenértékét (tökéletes tőkepiacokat és tisztán saját tőkéből való finanszírozást feltételezve) módosítjuk a finanszírozási hatások jelenértékével, míg a *módosított diszkontráta* alkalmazása során a cél egy olyan tőkeköltség meghatározása, amelynek segítségével egyetlen lépésben ki lehet számítani a jelenértéket.³¹ (Brealey – Myers, 1996, a)

A fontosabb módszerek áttekintését mutatja a 14. ábra.



14. ábra: A tőkeköltség számítási módszereinek csoportosítása

Forrás: Saját összeállítás

A fenti ábrán szereplő módszerek ismertetése, értékelése a terjedelem miatt az M3 mellékletben található.³²

³¹ A standard DCF modell nem foglalt világosan állást arról, hogy valójában milyen tényezők határozzák meg a diszkontrátát, és nem foglalkozott a diszkontráta számításával. A diszkontálást egy adott konstans diszkontráta, pl. 10% alkalmazásával végezték.

³² Az egyes módszerek részletes ismerete az értekezés ezen szakaszában nem feltétlenül szükséges a továbbhaladáshoz, részletes tanulmányozására viszont az I.5. fejezet áttekintése után érdemes visszatérni.

1.5.1.2. Mérőszámon alapuló és komplex módszerek

A *komplexitás mértéke alapján* a módszereket két csoportra oszthatjuk – lásd 11. ábra – úgymint a mérőszámon alapuló módszerek és a komplex módszerek.

A vállalati értéket közvetlenül növelő, *mérőszámon alapuló* koncepciók valamilyen érték alapú mérőszám segítségével mérik a tulajdonosi érték-teremtés nagyságát, ami azt jelenti, hogy a vállalat által adott időszakban teremtett értéket egyetlen mérőszámba sűrítik, amelynek növelése áll a továbbiakban a módszer középpontjában. A mutató tehát egyszerre értéknövelő módszer és teljesítménymérő eszköz. (Turner, 2003, a)

Ezzel szemben a *komplex módszerek* olyan összetett értéknövelő eljárások, vállalatirányítási koncepciók, melyek a vállalat egész stratégiáját áthatják. Komplex módszerek közé tartozik többek között az I.3. fejezetben bemutatott értékorientált vállalatirányítás, vagy az I.4.2. fejezetben ismertetett stratégia-központú szervezet és a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer koncepciók.

1.5.1.3. Hagyományos számviteli mérések és korszerű gazdasági mérések

Az értékmérési módszereket azok *újszerűsége alapján* két csoportra bonthatjuk – lásd 11. ábra – úgymint hagyományos számviteli mérések és korszerű gazdasági értékmérések.

A *hagyományos számviteli mérések* a számviteli beszámolókból (eredménykimutatás, mérleg, tőzsdői jelentések) kalkulálható különböző mutatószámokból állnak. Ezeket beszámolási és ellenőrzési célokra fejlesztették ki, és zömében ma is ezekre a célokra használatosak. A számviteli mutatók számos hiányossággal rendelkeznek (például: túlzottan a múltra és rövid periódusra fókuszálnak; nem veszik figyelembe a kockázatot vagy a pénz időértékét; sok számviteli adat elsősorban az eredménykimutatásra összpontosít, és kis hangsúlyt fektet a részben a mérlegből levezetett cash flow-ra stb.), melyek ismertetését a 1.5.2. fejezet tartalmazza részletesebben.

A *korszerű gazdasági értékmérések* éppen a hagyományos számviteli mérések hiányosságait igyekeznek kiküszöbölni valamilyen módon, több-kevesebb sikerrel. A korszerű gazdasági mérések részletes ismertetésére az 1.5.4.-1.5.8. fejezetekben kerül sor.

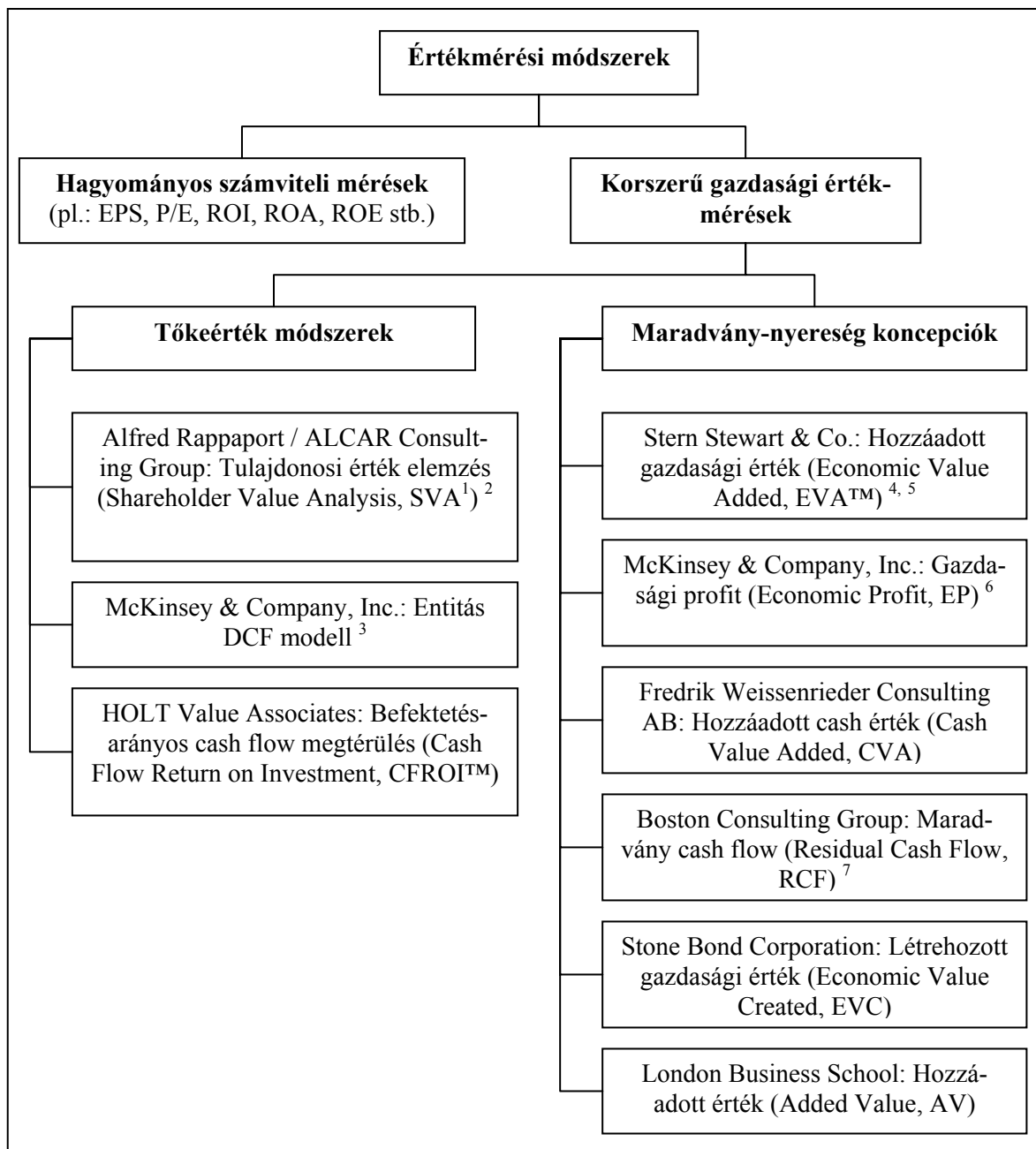
1.5.1.4. Tőkeérték módszerek és maradvány-nyereség koncepciók

Az értékmérési módszereknek *tartalmi összpontosításuk alapján* – mint a 11. ábra is mutatja – két nagy csoportját különböztetjük meg, egyrészt a tőkeérték módszereket, másrészt a maradvány-nyereség koncepciókat.

A *tőkeérték módszerek* nem tételeznek fel nyitó tőkét vagy nyitó vagyonomérleget, hanem az egyes periódusokban elérhető teljes hozam (praktikusan cash flow) meghatározására összpontosítanak. Az előrejelzések alapján azt keresik, hogy a vállalat miként változik, fejlődik majd a következő években, és ezeknek a változásoknak milyen hatása van a jelenlegi vállalati értékre.

A *maradvány-nyereség* koncepciók a befektetett tőke után elvárt hozam fölötti hozamra fókuszálnak, és annak a meghatározását, mérését, követését tekintik a módszer kulcstényezőjeként. (Persze a vállalat értékének meghatározásakor egy későbbi fázisban a befektetett tőkét is figyelembe veszik.)

A fontosabb tőkeérték módszerek és maradvány-nyereség koncepciók összefoglalását tartalmazza a 15. ábra.



15. ábra: A tőkeérték módszerek és a maradvány-nyereség koncepciók csoportosítása

Forrás: Fónagy-Árva et al. (2003)

¹ Különböző szakirodalmakban találkozhatunk az SVA megnevezéssel a hozzáadott részvénytulajdonosi érték (Shareholder Value Added) rövidítéseként is, ami az EVATM mérőszámmal azonosítható. Ugyanakkor a tulajdonosi érték elemzés megfelelőjeként alkalmazzák a Shareholder Value (SHV) megnevezést is.

² Az elemzés az úgynevezett szabad cash flow modellt alkalmazza az értékelés során, amely a korábbi, kevésbé kidolgozott DCF modell továbbfejlesztett változata. (A standard DCF modellt eredetileg kifejezetten befektetési döntések támogatására dolgozták ki, és nem foglalt világosan állást arról, hogy valójában milyen tényezők határozzák meg a diszkontrátát.)

³ A tulajdonosi érték elemzés koncepcióhoz hasonlóan az entitás DCF modell is az FCF módszert alkalmazza az értékelés során.

⁴ Emellett találkozhatunk a gazdasági eredmény, vagy gazdasági járadék megnevezésekkel is.

⁵ Léteznek különböző módosított változatai az infláció okozta torzítás orvoslására, úgymint a módosított hozzáadott gazdasági érték (AEVA), amely az eszközök pótlási értékét használja a könyv szerinti érték helyett, valamint a finomított hozzáadott gazdasági érték (REVA) módszer, amely piaci értéket használ ugyanerre a célra.

⁶ Nem tartalmaz lényegi eltérést a hozzáadott gazdasági érték módszerhez képest.

⁷ Találkozhatunk a hozzáadott cash érték (CVA) megnevezéssel is, de a módszer nem azonosítható a Fredrik Weissenrieder-féle CVA modellel. A BCG CVA modellje a CFROITM egyfajta továbbfejlesztése, amelyben a CFROI ráta tőkeköltséggel történő összehasonlításával olyan többlethozam határozható meg, amely hasonlít az EVATM elemzésben használatos marzshoz.

(Fónagy-Árva et al., 2003)

A vállalati értékmérési módszerek átfogó csoportosítása után néhány kiemelt módszer – melyek jellemzően rendelkeznek egyperiódusú és többperiódusú mérésmóddal is – részletesebb ismertetése, előnyeinek és hátrányainak tisztázása, a különböző értékelési megoldások összehasonlítása következik. Az értekezésben kiemelt figyelmet kapnak a számviteli mérések hátrányainak kiküszöbölésére törekvő fontosabb módszerek, úgymint a Rappaport (1986) által publikált tulajdonosi érték elemzés, a Stewart (1991) által leírt hozzáadott gazdasági érték technika, a HOLT Value Associates befektetés-arányos cash flow megtérülés megközelítése, valamint Ottosson – Weissenrieder (1996, a, b) hozzáadott cash érték módszere.

I.5.2. Hagyományos számviteli méréseken alapuló értékelés

A számviteli mutatókat jelentési és ellenőrzési célokra fejlesztették ki, és még napjainkban is ezek adják a fő felhasználási területüket. A számviteli mutatók sok információval ellátnak az üzlet múltbeli teljesítményéről, emellett gyakran használják azokat döntési kritériumként a különböző időtávú tervek készítésénél. A szorzószámok becslésén keresztül többek között például az árbevétel, a könyv szerinti érték vagy az adózás előtti működési eredmény tehető az értékelés alapjává, ahol elsősorban piaci összehasonlító adatok felhasználásával az adott jellemző többszörösében határozzák meg az értéket. A számviteli mérést szolgáló mutatók közé tartoznak többek között a számviteli eredmény-kategóriák, az egy részvényre jutó nyereség, az árfolyam/nyereség ráta, valamint a különböző megtérülési ráták.

I.5.2.1. A számviteli mutatók előnyei

A fő előnyei a számviteli mutatóknak, hogy *könnyű a kiszámításuk, a szükséges adatok könnyen elérhetőek, széles körben ismertek és könnyen kommunikálhatók.* A könnyű kommunikálhatóságnak köszönhetően a számviteli mutatókat gyakran használják jelentéseknél, mind belül a menedzsment, mind kívül a befektetők számára. A számviteli mutatók sok részletében leírják a tényeket, és egyfajta tájékoztatást adnak a vállalat múltbeli teljesítményéről és a jelenlegi helyzetéről. (Wensing, 2001)

I.5.2.2. A számviteli mutatók hátrányai

Kérdésként merül fel, hogy a hagyományos számviteli mutatók mennyire képesek jól informálni a tulajdonosokat, alkalmasak-e a különböző stratégiák értékelésére, illetve a vállalati teljesítmény mérésére, és valóban tükrözik-e a vállalat gazdasági értékének változását?

A vállalatok számviteli teljesítménye nem egyezik meg a gazdasági teljesítményükkel. A befektetők nem a kimutatásokban szereplő számviteli profit alapján ítélik meg a vállalatokat, hanem befektetésük hozama alapján. Tőzsdei vállalatoknál a részvényár változása és az osztalék együttes értéke határozza meg ezt a hozamot, magántársaságoknál a vállalat piaci értéke (mely különböző eljárásokkal kiszámítható) és a hitelek különbsége adja a tulajdonos befektetésének valós értékét, és ezt hasonlítja az eredeti befektetés értékéhez. A befektetők döntéseit a kockázatra, a vállalat jövőbeni teljesítményére vonatkozó várakozások irányítják. A befektetők hosszú távon gondolkodnak, a számviteli eredmények megszépítése nem növeli, sőt inkább csökkenti a befektetők bizalmát.³³ (Rappaport, 1986)

A számviteli mutatók *múltra és rövid periódusra fókuszálnak*, utólagos, késői információkat szolgáltatnak. A számviteli információk általában csak a havi zárást követően állnak rendelkezésre az operatív döntésekhez, így inkább visszaigazolásra, mint döntéstámogatásra épülnek. Sok számviteli adat *elsősorban az eredménykimutatásra összpontosít*, és *kis hangsúlyt fektet* a részben a mérlegből levezetett *cash flow-ra*. (Wensing, 2001) Azok a vállalatok, amelyek az adott év nettó eredményére koncentrálnak, rövidlátó szemléletről tesznek tanúbizonyságot, és hajlamosak a mérlegben, az

³³ Például az Egyesült Államokban empirikus kutatás igazolta, hogy készletértékelésnél a FIFO-ról LIFO-ra történő áttérés, ami a számviteli eredményt csökkenti, a részvényárfolyamokat emelte. (Copeland, et al., 1999)

egyres tőkeelemekben rejlő lehetőségek – mint például a forgótőkével való gazdálkodás vagy a tőkekiadások hatékonysága – elhanyagolására. (Copeland et al., 1999)

A számvitelben *keverednek a különböző értékelési eljárások*, a mérleg bekerülési értéken veszi számba az eszközöket és forrásokat, az eredménykimutatásban azonban a bevétel piaci értéken szerepel, a költségek egy része múltbeli, befektetési értéken (például: értékcsökkenési leírás, ELÁBÉ), más része piaci értéken jelenik meg (például az igénybe vett szolgáltatások). Különösen magas inflációjú környezetben a bevétel, az eszközök és a közvetlen költségek eltérő értékelésű számbavétele torz képet mutat a vállalatról, inflációs látszatnyereség keletkezik, amit az állam megadóztat. (Radó, 2004)

A számvitel *egyoldalúan kezeli a kockázatot*. Az óvatosság elve értelmében nem lehet eredményt kimutatni, ha az árbevétel, bevétel pénzügyi realizálása bizonytalan, de az előre látható kockázatot, feltételezhető veszteséget értékvesztés, illetve céltartalékképzés formájában el kell számolni. A kockázat mértékének, típusának megállapítása központi kérdés bármely eszköz értékelésénél. Minden vállalatnak számolnia kell a tevékenységből eredő üzleti kockázattal és a saját tőke/hitel finanszírozásból eredő pénzügyi kockázattal. Hitelből történő finanszírozás esetén nő a részvényesek kockázata – a befektetők nemcsak a vállalat üzleti kockázatáért várnak el prémiumot, hanem a pénzügyi kockázatért is. (Rappaport, 1986; Mills, 1998. Átvéve: Dorgai, 2003)

A hagyományos mutatók általában *nem kapcsolódnak a vállalati stratégiához*, vagyis hiányzik a stratégiai szemlélet. A mutatók általában *aggregált szinten jelennek meg*, így nem alkalmasak az operatív szint teljesítményének a megítélésére, nem mutatják meg az eredményt befolyásoló tényezők hatásait. (Dorgai, 2003)

A számviteli információk egyik további problémája az *alternatív számviteli módszerek léte*, amely az összehasonlíthatóság lehetőségét akadályozza. Az eredmény kiszámításához többféle – egyaránt elfogadható – számviteli módszer is használható. Széles körben ismert példája ennek a LIFO vagy a FIFO készletértékelési eljárás használata az értékesítés közvetlen költségének számítása során, vagy pedig az értékcsökkenés elszámolásának különféle módszerei. (Rappaport, 2002) Az egyes országok számviteli eredményszámítási módszereinek különbözőségét jól mutatja a Henley Management College egyik kísérlete, melyet a kilencvenes évek elején végeztek. A kísérlet résztvevői különböző országokból származó menedzserek voltak, akiknek azt a feladatot adták, hogy egy vállalat gazdálkodásának alapvető adatai alapján számítsák ki a cég üzleti eredményét saját országuk könyvelési elveinek megfelelően. A kapott számadatokat a 2. táblázat mutatja.

2. táblázat: A számviteli elvek különbözőségének hatása az értékelésre az egyes országokban

(millió ECU-ben)

	A legvalószínűbb nettó nyereség	Maximális nettó nyereség	Minimális nettó nyereség
Belgium	135	193	90
Németország	133	140	27
Spanyolország	131	192	121
Franciaország	149	116	121
Olaszország	174	193	167
Hollandia	140	156	76
Anglia	192	194	171

Forrás: Black et al. (1999)

Jól látható a táblázatban, hogy egy adott vállalat alapadatai alapján országonként jelentősen eltérő eredmény-adatok kalkulálódnak. Ugyancsak szemléletes az is, hogy egy adott országon belül is igen széles az eredménytartomány – a német menedzserek és elemzők számára például 27 és 140 között minden számérték elképzelhető profitadatként. (Black et al., 1999)

A számviteli mutatók további problémája, hogy *nem veszik figyelembe a tőkeigényt* – a számviteli eredmény és a gazdasági érték változásának kapcsolatát megzavarja az, hogy a vállalat működését

séhez szükséges forgótőke-lekötést és befektetett eszköz-lekötést nem veszik figyelembe az eredményszámítás során. Ugyancsak a számviteli kimutatások hátránya a *pénz időértékének figyelmen kívül hagyása*, ami egy további fontos oka annak, hogy az eredménymutatók nem képesek a gazdasági érték változását mérni. Alapgondolat az, hogy egy ma kézhez kapott Ft többet ér, mint holnap, mivel a mai Ft befektethető és kamatoztatható. (Rappaport, 2002)

1.5.2.2.1. A megtérülési ráták alkalmazásának problémái

Az eredménynövekedés – különösen inflációs periódusokban – nem jelent garanciát a tulajdonosi érték növekedésére. Ez a felismerés vezetett a számviteli alapú megtérülési ráták, mint a pénzügyi teljesítmény standard jelzőszámainak népszerűségéhez. (Rappaport, 2002) A különböző cégek a különböző megtérülési rátákat különböző formulákkal kalkulálják és különbözőképpen is nevezik, úgy mint a befektetés-arányos megtérülés, saját tőke arányos megtérülés, eszköz-arányos megtérülés, nettó eszköz arányos megtérülés stb. (Mäkeläinen, 1998, a) A problémát azonban ezek a mutatók sem oldják meg, mivel vesznek egy megbízhatatlan számlálót, és ezt egy olyan nevezőhöz viszonyítják, amelyet ugyanaz a számviteli folyamat állított elő. (Rappaport, 2002)

A megtérülési ráták fő hiányossága valamennyi esetben az, hogy a *maximalizálásuk nem maximalja szükségszerűen a tényleges megtérülést* a tulajdonosok számára. *Viszonylagos mérés* mivoltuk és a *kockázati tényező hiánya* miatt a hozamráták nem felelnek meg a működés korrekt irányításának – a tőke helytelenül allokálható csak a hozamráták alapján. A tulajdonosok azt szeretnék, hogy a cég ne a százalékot maximalizálja, hanem az abszolút megtérülést a tőkeköltség felett. A hozamráták nem tájékoztatják a tulajdonosokat arról, hogy a vállalat tulajdonosi vagyont képez, vagy éppen pusztítja azt. (Mäkeläinen, 1998, a)

A megtérülési ráták közül az egyik legismertebb és leggyakrabban használt mutató a *befektetések hozama* (ROI), amit 1919-ben fejlesztett ki a DuPont vegyipari konszern. A mutatószámrendszer alap gondolata az, hogy nem a nyereségmaximalizálás – mint abszolút értéknagyság – az elérendő cél, hanem az „össztőke-megtérülés” relatív értéke. Ezt az értéket a DuPont-rendszer csúcsmutatóként definiálta és további mutatókra bontotta. A legfőbb célérték ilyen számtani felbontása a vállalati eredmény főbb befolyásoló tényezőinek szisztematikus elemzését teszi lehetővé. (Horváth, 1997) A DuPont mutatószámrendszer széles körben elterjedt és ma is sok vállalatvezető használja. Sikerének titka, hogy a jól felépített mutatószámrendszer átfogja a vállalat teljes működését, mivel a mutató két alkotóeleme (a nettó hozam és a befektetések megtérülése) tovább bontható alkotóelemeire.³⁴ (Dorgai, 2003)

A befektetések hozama mutatót a vállalatvezetők nagy része vállalati tőkeköltségként használja, feltételezve, ha a könyv szerinti ROI nagyobb a vállalat tőkeköltségénél, akkor a vállalat értéket teremt. Ez az álláspont helytelen, mivel a ROI számviteli kimutatásokon alapuló mérőszám, és így erősen befolyásolják az alkalmazott számviteli eljárások, a tőkeköltség pedig a gazdasági megtérülés mutatója. A befektetések hozama mutató egy periódusra vonatkozik, a tőkeköltség a versenyelőnyök fennállásának időhorizontját fogja át. (Rappaport, 2002)

A mutató hibái közt említendő, hogy *figyelmen kívül hagyja* a vállalatnak a tervezési időszak végén meglévő *maradványértékét*. Egyes iparágak esetén a maradványérték – az explicit előrejelzett időszakot követő pénzáram jelenértéke – magasabb, mint az előrejelzett időszak pénzáramai. Ilyenek a csúcstechnológiai iparágak, induló vállalatok. Ezen vállalatok ROI értéke nagyon alacsony, miközben piaci értékük magas.

A Boston Consulting Group és a HOLT tanácsadó cégek Standard and Poor's 400 vállalataira 1991-ben végzett empirikus kutatás eredménye szerint a ROI és a piaci érték / könyv szerinti érték hányadosa közötti korrelációs kapcsolat gyenge, az együttható értéke, $R^2 = 0,34$. (Dorgai, 2003)

³⁴ ROI = Nettó eredmény / Nettó eszközök = (Nettó eredmény / Értékesítés nettó árbevétele) * (Értékesítés nettó árbevétele / Nettó eszközök) Horváth (1997)

Míg a piaccal közvetlen kapcsolatban lévő üzleti területeken a ROI alkalmazása dominál, a vállalat egészének megítélésére előszeretettel használják manapság is a *saját tőke arányos megtérülés* mutatót:

$$\text{ROE} = \text{adózott eredmény} / \text{saját tőke könyv szerinti értéke}$$

Ez a mutató sokban hasonlít a ROI-hoz, így a vele kapcsolatos problémák is hasonlóak. Ezen túlmenően a ROE nagyon *erősen függ az eladósodottsági foktól* is (a saját tőke és az idegen tőke arányától): ha növeljük az idegen tőke arányát, a ROE értéke is nőni fog. A ROE növekedése még abban az esetben is tart, amikor az eladósodottsági fok már olyan mértékű, amely komoly pénzügyi kockázattal jár, és ezért csökkenti a vállalat valódi értékét. (Tanács, 2001)

Az immateriális javaknak a tárgyi eszközökhöz képest növekvő aránya nagy hatással van a ROI és a ROE értékelési eszközként való használhatóságára. Hangsúlyozni kell azt, hogy az ipari vállalatok kora helyett a tudásalapú vállalatok korába lépünk, ami hatással van a számviteli kimutatásokra és a hagyományos pénzügyi mutatókra, de nincs hatással a tulajdonosi érték számítására. (Rappaport, 2002)

A megtérülési ráták hátrányai nem jelentik feltétlenül azt, hogy fel kell hagyni az alkalmazásukkal. Ellátnak minket többlet információval, de nem kell célul kitűzni azok maximalizálását, és nem kell egyedüli döntési kritériumként használni.

1.5.2.2.2. Az egy részvényre jutó eredmény és az árfolyam/nyereség ráta hátrányai

Az *egy részvényre jutó nyereség* mutatóját az adózás és kamatfizetés utáni nyereség és a kibocsátott részvények számának hányadosaként határozzuk meg. Ez a mutató a befektetési tanácsadó cégeknél már régóta a részvények értékelésének kényelmes és gyors eszköze. Az EPS hátránya azonban, hogy számviteli eredményen alapul, így rendelkezik a számviteli mutatók korábban tárgyalt hiányosságaival.

Széleskörűen elfogadott nézet, hogy az EPS és a részvényárfolyamok változása között szoros korrelációs kapcsolat van, empirikus kutatások azonban azt mutatják, hogy az EPS *növekedése vagy csökkenése nem magyarázza a részvényesi érték növekedését vagy csökkenését*. Az Amerikai Egyesült Államokban a Standard and Poor's 400 ipari vállalatára kiterjedően végeztek vizsgálatot az EPS növekedése és a részvényesi megtérülési mutató (total shareholder return) összefüggéseire. Az 1974-1979 közötti időszakban a négyszáz vállalatból mindössze 172 (43%) ért el 15%-os vagy jobb EPS növekedést, ezen vállalatok 35%-ánál (60 vállalat) a részvényesi megtérülés rátája (osztalék + részvényárfolyam emelkedés) alacsonyabb volt az infláció szintjénél, 16%-nál (27 vállalat) a részvényesi megtérülés értéke negatív volt. (Rappaport, 1986) A Standard and Poor's 500 nem pénzügyi tevékenységet végző 420 vállalatára 1987-1991 között elvégzett felmérés az EPS és a részvényárfolyam változás összefüggéseire vonatkozóan a két mutató közötti korrelációs kapcsolatot hiányt mutatva ($R^2 = 0,088$). (Copeland et al., 1999)

Az EPS és az eredmény egyszerűen növelhető több pénz üzletbe folytatásával, még akkor is, ha azon pénz megtérülése teljesen elfogadhatatlan lenne a tulajdonosok szemszögéből. Mindezek alapján megállapítható, hogy az EPS, az eredmény és az eredmény/EPS mutatók teljesítménymérő eszközként való felhasználásra nem alkalmasak. (Black et al., 1999)

A P/E ráta, az *árfolyam/eredmény mutató* a részvények piaci árát viszonyítja a részvényekre jutó adózott eredményhez. A befektetők a P/E rátát standard módon alkalmazzák az alulértékelt részvények kiválasztásában, azonban egy alacsony P/E ráta sem jelez biztos üzletet abban az esetben, ha az adott részvény vonatkozásában általánosságban tapasztalt pesszimista várakozások helytállóak. (Rappaport, 2002) ³⁵

³⁵ A LEK/Alcar Consulting Group kialakított egy olyan mutatót, amelyik a P/E rátánál jobban képes megítélni azt, hogy egy részvény alulértékelt, vagy sem. Ez a mutató a várakozások kockázata index (Expectations Risk Index, ERI). Az ERI azt mutatja, hogy milyen mértékben függ egy részvény ára a jövőbeli értékteremtő növekedéstől, és hogy milyen nehéz lesz elérni azt a növekedési szintet. Az ERI értékét a részvényárfolyam jövő-

A vállalatvezetők gyakran a P/E ráta növelését tűzik ki célul. A magas P/E ráta azonban nem mindig jelent jobb teljesítményt. Alapvető probléma, hogy *a részvényárak nem tükrözik pontosan a vállalat értékét*, mert azok ingadoztathatók a piaci erők által. Létezik egy bő eszköztára azon dinamizmusoknak, amelyek hatással vannak a részvényárak alakulására (úgy mint az általános gazdasági feltételek, jegybanki politika, inflációs várakozások stb.), tehát azok – elsősorban rövid távon – nem kizárólag a vállalat értéke alapján mozognak és nem tükrözik a vállalaton belüli rejtett értékeket.

Egy másik probléma, amivel a részvényárak alapján történő értékmérésnél szembetalálkozunk, hogy a *vezetőket* azon dolgok felelőssévé tesszük, amelyeket *nem tudnak kontrollálni*. Az értékmérés alkalmazásánál fontos, hogy az a menedzsment-kontrollon belül legyen. Ha felelősnek tartjuk a vezetőket a vállalatuk részvényárfolyamának alakulásáért, ők valószínűleg igyekeznek azon munkálkodni, hogy manipulálják a részvényárakat. Például nem ritkán látható, hogy az új vezérigazgató költségsökkentési programot hirdet (csökkenti a bérkifizetéseket, lefaragja a marketing költségeket, nem áldoz képzésre stb.), hogy emelje a nyereséget. A részvényárak emelkednek, és a menedzsmentnek az az illúziója, hogy ez a „program” jó forrása az érték-képzésnek – valójában az igazság az, hogy ezek az intézkedések nem szolgálnak hosszú távú értéket. (Ehrbar, 1998)

A tőzsdei vállalatokról számtalan rangsor jelenik meg – a nagy üzleti folyóiratok listákat készítenek az árbevétel nagysága, az eredmény, az eszközállomány, az EPS, a ROE stb. alapján. A befektetői döntések legfőbb tényezőjét ugyanakkor nem a méret vagy a múltbéli pénzügyi teljesítmény jelenti, hanem az osztalékból és az árfolyam-emelkedésből álló teljes hozam nagysága. (Rappaport, 2002)³⁶

Mindezek alapján megállapítható, hogy a számviteli beszámolókból számított hagyományos pénzügyi mutatók nem tükrözik hűen a tulajdonosi érték nagyságát, és ennek hátrányos következménye lehet az, hogy a döntéshozók nem megfelelően értelmezik a belőlük nyert információkat. A számviteli eredmény vagy a számviteli megtérülési ráták maximalizálására való késztetések nem kívánatos következményekhez vezethetnek. A számviteli beszámolók nem feltétlenül megfelelőek az üzleti elemzés, a vállalati értékelés számára, és fenntartással kell kezelni, amikor a menedzsment döntéseinek támogatására, teljesítménymérésre vagy tervezésre használják. A számviteli mutatók számviteli adatokon alapulnak, amelyek azért szükségesek, hogy eleget tegyenek a törvény által meghatározott jelentések elvárásainak. (Wensing, 2001) Kizárólag a számviteli információk rendszerre támaszkodva, szemben a 20-50 évvel ezelőtti helyzettel, ma már nem hozhatók helyes üzleti döntések. A korábbi „koordináta-rendszer” súlyosan egyszerűsít, torzít, ezért kiegészítésre szorul. A napjainkban is oly sokszor használt biztos alap elveszett. (Juhász, 2004, a)

Az érték mérésének egy jobb módszerére van szükség, melynek – az I.5.4. - I.5.7. fejezetekben bemutatott korszerű gazdasági értékmérési módszerek tapasztalatai alapján – két nagyon fontos ismérvvvel kell rendelkeznie:

1. a cash flow-ra kell koncentrálnia, és nem a számvitelileg származtatott jövedelemre, valamint
2. fel kell ismernie, hogy valamennyi költség összekapcsolódik a befektetett tőkével.

I.5.3. Számviteli korrekciók a valós érték megállapítása érdekében³⁷

A nemzetközi szakirodalom képviselői a vállalatok gazdasági teljesítményének megragadásához, az értékmutatók kiszámolásához a számviteli kimutatások módosítását ajánlják. A Stern Stewart

beli növekedésnek tulajdonítható részének és a gyorsulási rátának a szorzata adja. (A részvényárfolyam jövőbeli növekedésnek tulajdonítható része a jelenlegi részvényárfolyam és a növekedést szolgáló befektetések nélküli működési pénzáramlások jelenértéke különbségének a részvényárfolyamhoz viszonyított aránya. A gyorsulási ráta a készpénzes működési eredmény múltbéli növekedési rátájának és a jövőre vonatkozó előrejelzett növekedési rátájának az átlaga.) Minél kisebb az ERI értéke, annál nagyobb esély van a várakozások beteljesülésére, illetve annál nagyobb lesz a befektetők várható hozama.

³⁶ A teljes hozamot jeleníti meg a The Wall Street Journalban 1996-tól a LEK/Alcar Consulting Group közreműködésével készülő „Shareholder Scoreboard”. A lista az elért hozamok alapján rangsorolja az ezer legnagyobb vállalatot, amely az összes amerikai részvény piaci értékének kb. 90%-át képviseli. A részletes adatok a The Wall Street Journal honlapján megtalálhatók. (<http://online.wsj.com/public/resources/documents/scoreboard2003.html>, <http://biz.yahoo.com/special/score05.html>)

³⁷ A számviteli adatok korrekcióival kapcsolatos információk szerepelnek még az I.5.5.1.1. fejezetben is, a hozzáadott gazdasági érték mutató számításának magyarázatánál.

Csoport több mint 120 lehetséges torzítást számlált össze az amerikai számviteli szabályokban, vagyis a US GAAP-ben (generally accepted accounting principles). Fontos azonban számon tartani azon korrekciók mennyiségét, amelyek szignifikánsan torzítják az értéket. Ez azért kritikus, mert az egész szervezetben mindenkinek meg kell értenie, hogy az adott gazdasági mérőszám milyen módon van meghatározva. A Stern Stewart véleménye szerint a legtöbb vállalatnak 15-nél több számviteli módosításra nincs szüksége. (Stewart, 1991)

Számviteli rendszerek összehasonlításakor alapvetően hat elsődleges fontosságú terület különbözethető meg. Ide tartozik a konszolidáció, a céltartalékok képzése, az eszköz értékelése piaci értékre, becsült értékre vagy pótlási értékre, a számviteli és adózási célú kimutatások eltérése, a pénzügyi és operatív lízingek elszámolása és a goodwill elszámolása. (Copeland et al., 1999) Al Ehrbar nyolc módosítást emel ki a fontosságuk alapján, úgymint kutatás és fejlesztés, stratégiai befektetések, felvásárlások könyvelése, ráfordítások elismerése, értékcsökkenés, átszervezéssel kapcsolatos kiadások, adók, valamint a mérlegmódosítások. (Ehrbar, 1998)

Juhász a számviteli kimutatások korrekcióinak három típusát azonosította, melyek a számbavételi torzítások, a rendkívüli tételek, és a működésben részt nem vevő eszközök korrekciói. A számbavételi torzítások, hiányosságok korrekciójára általános szabály nem adható, ugyanakkor az egyedi esetekben a korrekció végrehajtható. A rendkívüli tételek a jövőbeli működés szempontjából nem relevánsak, ezért a hatásukat el kell távolítani az előrejelzésekből, hogy a standard jövedelemtermelő képességre koncentrálhassunk. A működéshez nem szükséges, abban részt nem vevő eszközök értékét nem tartalmazzák a korrigált kimutatásokra épülő modellek, ezért ezeket elkülönülten kell értékelnünk, majd az árat a kapott üzleti értékhez hozzá kell adnunk. A könyv szerinti és az üzleti érték meghatározásához a két érték eltéréseinek magyarázatára Juhász a mérlegen kívüli tételek három csoportját határozta meg, úgymint a könyvekben szereplő eszközök könyv szerinti és fair üzleti értékének különbsége, a mérlegben nem szereplő vállalati eszközök fair üzleti értéke, és a vállalati többletértéket okozó, önállóan nem értékesíthető szinergia, vagy kvázi eszközök értéke. (Juhász, 2004, b)

A magyar számviteli törvény betartása mellett az alábbi mérlegtételek kezelése a legfontosabb: immateriális javak, tárgyi eszközök aktiválása, értékelése, értékcsökkenése; készletek értékelése; valutában-devizában nyilvántartott eszközök és források értékelése; céltartalékok elszámolása. (Dorgai, 2003)

A bekerülési értéken való könyvelés általánosan elfogadott számviteli alapelve mellett az *infláció* erősen torzítja a vállalatok pénzügyi kimutatását. A torzítási jelenségek egy része viszonylag széles körben ismert (lásd amortizációs torzítás, készletértékelési probléma, nominális kamatfizetés), egy része talán kevésbé (lásd vevő- és szállítóállomány implicit kamattartalmának kérdését) – ami azonban általában hiányzik, ezen jelenségeknek a rendszerben való szemlélete. Az infláció miatt szükségszerűen torzított pénzügyi kimutatásokat inflációmentes környezetben kialakult reflexek alapján elemezve hamis következtetéseket vonna le a vállalat valós jövedelemtermelő képességének alakulásáról. A helyes következtetések megállapításához mindenképpen célszerű tehát explicit módon figyelembe venni az infláció torzító hatásait. (Radó, 2004)

I.5.4. Tulajdonosi érték elemzés ³⁸

Alfred Rappaport publikálta 1986-ban ezt a koncepciót, amely a tulajdonosok által a vállalatba fektetett tőke megtérülésére, illetve ezen megtérülés maximalizálási módjának meghatározására az egyik legsikeresebb módszer. A tulajdonosi érték elemzés kapcsolódik a stratégiákhoz, a cash flow-hoz és az értékképzéshez. Az SVA alkalmazása elvárja a menedzsment szaktudását, a stratégiai tervezési keretek – mint Michael Porter értéklánc modellje – és az értékgenerátorok, értéktényezők ismeretét, amelyek a stratégiákat lefordítják előre jelzett cash flow-ra. Célja a cég belső értékének tartós erősítése, a növekedési potenciál javítása, melyen keresztül a piaci érték, a tőzsdei árfolyam

³⁸ A fejezet gondolatmenete Fónagy-Árva et al. (2003) publikációjára épül, annak továbbfejlesztett változata.

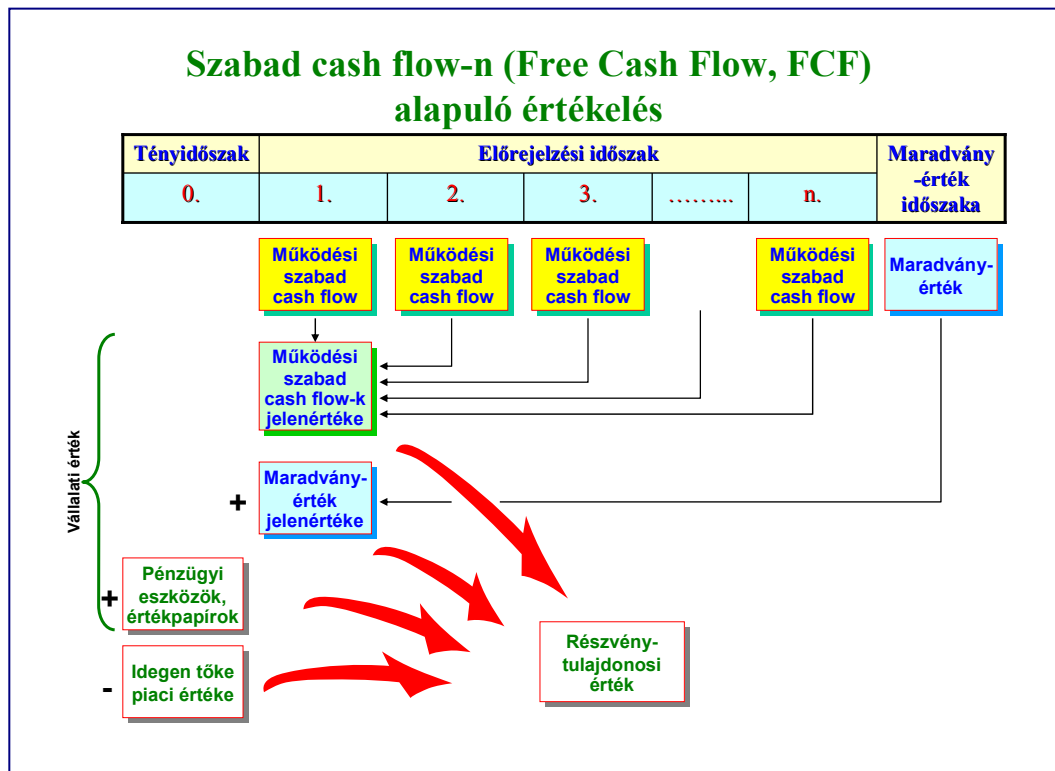
emelkedését kívánják elérni – így folyamatosan emelkedő áron tudják, vagy tudnák eladni tulajdoni hányadukat.

Az SVA a diszkontált *szabad cash flow* modellt alkalmazza a tulajdonosi érték meghatározására. Az FCF modell teljes mértékben jövőorientált, nem tételez fel nyitó tőkét vagy nyitó vagyონmérleget. Az előrejelzések alapján azt keresi, hogy a vállalat miként fejlődik majd a következő néhány évben. A modell előnye, hogy a cég valószínűsíthető növekedési pályája összefüggésbe hozható a várható makrogazdasági és iparági trendekkel. Így könnyebb az előrejelzéseket ellenőrizni konzisztencia szempontjából is.

I.5.4.1. A tulajdonosi érték meghatározása

A társaság jelenértékét a szabad cash flow jelen időpontra történő diszkontálásával lehet kiszámítani. A tulajdonosi érték módszer alapján egy vállalkozás üzleti értéke a saját tőke piaci értékének és az idegen tőke piaci értékének az összege. Ezt az üzleti értéket *vállalati értéknek* (Corporate Value), a vállalati érték saját tőke részét pedig *(részvény) tulajdonosi értéknek* nevezzük.³⁹

A tulajdonosi érték kalkulációját a 16. ábra szemlélteti.



16. ábra: A tulajdonosi érték szabad cash flow alapú kalkulációja

Forrás: Fónagy-Árva et al. (2003), Rappaport (1986) alapján

Rappaport (1986) meghatározása alapján a vállalati érték az alábbi három részből áll:

- Az előrejelzési (vagy más néven növekedési) időszakban képződő, a működésből származó szabad cash flow jelenértékének összege.

³⁹ Alfred Rappaport (2002) megfogalmazása szerint „a tulajdonosi érték egy vállalat saját tőkéjének előrejelzéseken alapuló gazdasági értéke. A hozzáadott tulajdonosi érték az előrejelzett szcenárió által teremtett értéket jelenti. Míg a tulajdonosi érték a vizsgált szcenárióból származó gazdasági érték abszolút nagyságát méri, addig a hozzáadott tulajdonosi érték az előrejelzési időszak alatt bekövetkező változást ragadja meg.” A tulajdonosi érték fenntartása érdekében a vállalatnak minden időszakban el kell érnie egy minimális működési eredményhányadot, amit küszöbhozamnak (Threshold Margin) nevezünk. A küszöbhozam meghatározása egy értékorientált gazdasági fedezetszámítás (Value-oriented economic breakeven analysis) elvégzésével történik. Másként megfogalmazva, a küszöbhozam azt a működési eredményhányadot jelenti, mely mellett az üzleti tevékenység éppen a minimálisan elvárt megtérülést biztosítja, azaz éppen a tőke költséget termeli ki.

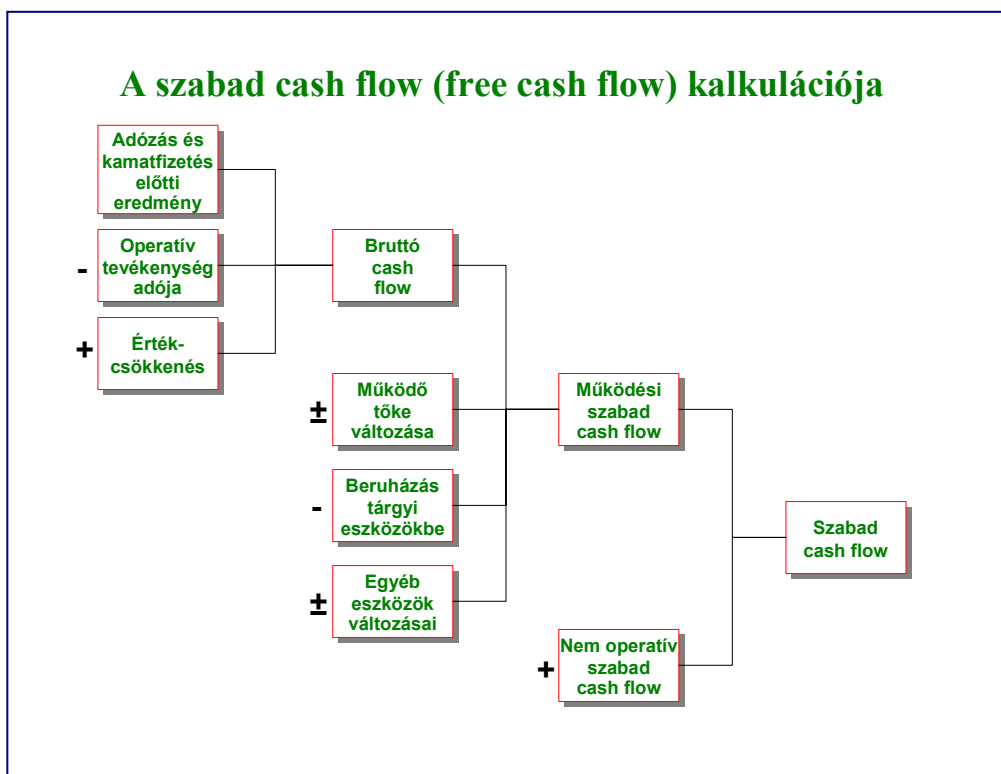
- Maradványérték jelenértéke, ami a vállalat előrejelzési időszak utáni működéséből származó cash flow jelenértéke.
- Piacképes, piaci értéken értékelhető és szükség esetén pénzzé tehető egyéb értékpapírok értéke, valamint a vállalat működéséhez nem szükséges eszközök értéke, amelyek működéséből származó cash flow nem szerepel az első pontban lévő cash flow értékében.

I.5.4.2. A szabad cash flow kalkulációja

A vállalat üzleti értékét azon pénzösszeg (a szabad cash flow) határozza meg, amelyet a társaság szokásos működése során a jövőben kitermel, és amelynek felhasználásáról a tulajdonosok dönthetnek. A szabad cash flow elnevezés arra a potenciálra utal, amely a cég számára lehetőséget teremt a meghatározott osztalék kifizetésére, valamint a szokásos működés és a jövőbeni fejlődés érdekében eszközölt beruházások finanszírozására. (A rendelkezésre álló cash flow nem azonos azzal az összeggel, amely a társaság év végi mérlegének pénzeszközök sorában szerepel. Minél nagyobb összeget mutat a pénzeszközök mérlegsora, annál kedvezőtlenebb a hatása a cash flow-ra, hiszen a pénz addig nem dolgozik, amíg a pénztárban vagy a bankszámlán áll.)

A szabad cash flow a korrigált adózás utáni eredmény értékével egyezik meg, hozzáadva a kiadás-sal nem járó tételeket (például tárgyi eszközök értékcsökkenése), a működő tőke változásait, a nem operatív cash flow-t, ami a vállalat nem üzemi tevékenységéből ered (például tárgyi eszközök értékesítése, rendkívüli tételek stb.), valamint levonva a tárgyi eszközökbe történő beruházás értékét.

A szabad cash flow számítási módját a 17. ábra mutatja.



17. ábra: A szabad cash flow kalkulációja

Forrás: Fónagy-Árva et al. (2003), Rappaport (1986) alapján

I.5.4.3. A tulajdonosi érték megközelítés előnyei

A tulajdonosi érték elemzés vállalati tervezésre és egyéb rokon alkalmazásokra lett kifejlesztve; jól alkalmazhatók az értékgenerátorok elemzésére, a stratégiai tervek érzékenységeinek vizsgálatára.

A megközelítés teljes információt használ – *magában foglalja a múltbeli, a jelenbeli és az előrejelzett információkat* a jövőbeli cash flow összegének és ütemezésének meghatározásában, az értéknövekedés időtartamának, valamint a szisztematikus és a specifikus kockázatnak az elemzésében. (Ezzel összefüggésben meg kell jegyezni, hogy az explicit előrejelzési időszak helyes megválasztása nagy jelentőséggel bír a szabad cash flow-n alapuló értékelés – hasonlóan más cash flow alapú értékeléshez – pontossága szempontjából, mert a periódusvégi cégérték nagy aránya torzulásokat okozhat az értékelésben.)

A módszer segítségével a tulajdonosok számára *legnagyobb értéket képező stratégiák kiválasztása* révén a legnagyobb érték képződik a többi érdekelt (stakeholder) számára is. Csak a versenyben sikeres vállalatok tudnak továbbfejlődni, hogy minél több embernek teremtsenek munkalehetőséget – ezáltal az emberek is elégedettebbek lesznek. Az államhoz több adóbevétel folyik be, amiből el tudja látni törvényi és erkölcsi feladatait. (Például: környezetvédelem; egészségügy; oktatás; szociális gondoskodás; stb.)⁴⁰

Copeland és a McKinsey & Company, Inc. (Copeland et al., 1999) megerősíti a szabad cash flow módszer azon előnyét, mely szerint elméletileg használható bármely vállalat részvényesi értékének meghatározására, mivel a tulajdonosok számára megmaradt pénzáramot mutatja.

Az irodalomban több szerző felmérések alapján megállapítja, hogy *szoros a korreláció a cash outflow, a lefelé történő részvényár mozgás és a csökkenő tulajdonosi érték között.*

1.5.4.4. A tulajdonosi érték megközelítés valós és téves kritikái

Az egyik leggyakoribb kritika a Shareholder Value megközelítéssel kapcsolatban, hogy szubjektív. Mivel magában foglalja a specifikus előrejelzéseket a jövőbeli operatív faktorokról, a vezetői döntéseket és a stratégiai gondolatokat, a *szubjektivitás* szükségszerűen adott. Más megközelítések viszont (mint például a ráta-elemzés) – amelyek elkerülik ezt a szubjektivitást a múltbeli adatokra való építésnél –, a jövőről alkalmaznak korlátozó feltételeket. A szubjektivitás vizsgálata érdekében különböző feltételezéseket egy SVA modellben tesztelve láthatók az értékre gyakorolt hatások és a leleplező inkonzisztenciák. A *hét értéktényező* keretet nyújt a vállalati teljesítmények értékalapú elemzéséhez, és *érzékenységi vizsgálatok* révén segíti a jövőbeli stratégiák tőkepiaci hatásainak megítélését.

Sokan kritikaként fogalmazzák meg, hogy a *maradványérték* erősen érzékeny az utolsó előrejelzési időszak cash flow-jára és a növekedés rátájára az örökjáradékban. A maradványértékre való érzékenység miatt azonban az SVA megközelítés kizárja a nem ismétlődő hatásokat és normalizálja a cash flow-t, amit a maradványérték alapjaként használ. Az örökjáradék növekedésének feltételezésével kapcsolatban elmondható, hogy ha egy cég korlátlanul tud értéket képezni a jövőben (az örökjáradék növekedési rátája nagyobb, mint zéró), sokkal értékesebb kell, hogy legyen, mint amelyik nem képes erre. (A maradványérték meghatározására a növekvő tagú örökjáradék módszer egyébként csak nagyon kevés cégnél alkalmazható, melyek gazdasági előnye nem csökkenthető a versenyben.)

Gyakori kritika az SVA megközelítéssel kapcsolatban, hogy kizárólag a *tőkepiaci árfolyamok modelljére* épít, mint a diszkontráta meghatározásának középpontjára. Valójában az SVA megközelítés nem zárkózik el a szisztematikus kockázat meghatározásának egyéb módszerétől, mint például az *arbitrált árfolyamok modellje*. Az APM a CAPM-től eltérően nem csak az értékpapírpiacot tekinti az értékelés alapjaként, a makroökonómiai kockázatot nem egyetlen tényezőben, a piaci portfólió várható hozamában foglalja össze, hanem az egész gazdaságot tekinti a hozam alakító tényezőjé-

⁴⁰ Az okos vezetők megértik azt, hogy a tulajdonosok számára tisztességes hozam biztosításához a legjobb módszer, ha minden érintettel jól bánnak. Persze nem minden vezető okos és néhányuk megpróbál az egyik vagy a másik csoportból hasznot húzni, éppen ezért vannak olyanok, akik számára a részvényalapú szemlélet nem elfogadható, mert a részvénytulajdonosi értéket hangsúlyozza más érintett csoportok (stakeholder) érdekeivel szemben. A hatékonyság szempontjából az élet minden területén jótékonyan hat a verseny, de természetesen korlátok közé kell szorítani, amiket az üzleti életben a törvényi előírások testesítenek meg.

nek.⁴¹ Simig (1998, p. 54.) megfogalmazása szerint „a kockázat és a hozam megfelelő előrejelzését egyik modell sem képes maradéktalanul teljesíteni. Az ok a döntéshozatal bonyolultságából fakad, hiszen számos szocio-pszichológiai empirikus vizsgálat eredménye is alátámasztja, hogy a döntéshozót nem egyszerűen csak a rideg racionalitás mozgatja, hanem sokféle érdek befolyásolja választását. Ezen elemek részletes feltárása és modellbe építése a jövő feladatai közé tartozik”.

Sokszor vetődik fel az SVA koncepció kapcsán a *kompenzáció* területén tapasztalható hiányossága. Mivel középpontjában a jövőbeli teljesítmény áll, az egymást követő évek tényleges működési cash flow-jára, és nem közvetlenül a periódus tulajdonosi érték képzésére fókuszál, ezért bonyolult alkalmazni a múltbeli teljesítmény mérésére.

Ugyancsak gyakori kritika az SVA koncepció kapcsán, hogy annak egyik eleme, a felsővezetők *részvényopciókkal* való díjazása, teljesítményük ilyen módon való fokozása nem szolgálja a vállalkozás hosszú távú érdekeit, mert a vezetők csak az árfolyamnyereséget akarják kihasználni. A részvényárfolyamok nem mindig tükrözik a vállalat teljesítményét, hiszen jöhetnek olyan külső hatások, amelyek a teljes tőkepiacot, de legfőképpen a tőzsdét károsan befolyásolják. Valójában a hosszú távú stratégia megvalósításának legmegbízhatóbb jelzője a részvényárfolyam tartós relatív növekedése. A részvényopciókkal megoldható az ügynökprobléma, mert összekapcsolja a tulajdonosi és a vezetői érdekeket, s a vezetők jövedelmének alakulását a vállalat teljesítményétől teszi függővé. Mindenesetre azt valóban meg kellene oldani, hogy a részvényopciókat a vezetők ne rövid távon használják ki, ne értékesítsék azonnal a lehívott részvénycsomagokat.⁴² Megoldást jelenthet például az időbeli korlátok felállítására a részvények eladására.

Rappaport (2002) szerint a diszkontált pénzáramlás (cash flow) a legjobb mércéje a vállalati teljesítménynek, mert:

- egyrészt a vállalat értékét a jövőbeli várható szabad pénzáramlások jelenértékeként határozza meg, ahol a diszkontráta tükrözi a pénzáramok kockázatát,
- másrészt a részvényesi érdekek kiszolgálásának tőkepiaci elvét operacionalizálhatóvá teszi, mivel azt a gyakorlatban a diszkontált cash flow alapján értelmezett vállalatérték mindenkori maximalizálására való törekvéssel azonosítja,
- harmadrészt az érték alapján történő döntések jobb erőforrás-kombinációkat hoznak létre, és az érintettek bármilyen követelése értékelhető.

I.5.5. Hozzáadott gazdasági érték⁴³

A hozzáadott gazdasági érték teljesítménymérceként való használata több mint száz éves múltra tekint vissza. A maradványjövedelem (residual income) fogalma a cég által megtermelt működési eredmény és ennek érdekében lekötött tőke elvárt hozama közötti különbséget takarja.

A Stern Stewart tanácsadó cég a maradványjövedelmet hozzáadott gazdasági értéké (Economic Value Added) keresztelte át és a módszert kereskedelmi védjeggyel regisztráltatta.⁴⁴ A Stern Stewart & Co. úgy írta le az EVATM módszert, mint „egy egyszerű teljesítménymérést”-t. Valójában egy olyan teljesítménymérés, amelynek könnyű a megfogalmazása, de rendszerint bonyolultabb a gyakorlatban történő tényleges alkalmazása. Fogalmilag az EVATM tehát az a *maradványjövedelem, amelyet a befektetők megtérülésként elvárnak az üzletbe befektetett tőkeösszeg után*, amelyik megmarad az operatív jövedelemből egy tervezett többletdíj levonása után. Az EVATM annak a jelzője, hogy mennyi érték képződött vagy rombolódott a cégnél – ha az EVATM pozitív, akkor értékhozzáadás történt, ha negatív, akkor értékrombolás.

⁴¹ A CAPM és az APM bemutatása megtalálható az M3 mellékletben.

⁴² A vezetői részvényopciók Magyarországon is hatalmas vagyonhoz juttatták sok vezető magyar cég felsővezetőit, akik a legtöbb esetben mindenképp lekorlátozás nélkül, azonnal értékesítették a kapott részvénycsomagokat, amelyek ellenértékeként gyakorlatilag „semmit sem kellett szolgáltatniuk”, az teljesen független volt a vállalat teljesítményétől.

⁴³ A fejezet gondolatmenete Fónagy-Árva et al. (2003) publikációjára épül, annak továbbfejlesztett változata.

⁴⁴ A Stern Stewart & Co. munkájának köszönhetően a részvényesi értékteremtés nyomon követésének és mérésének a szabad cash flow-n alapuló irányzat mellett a másik fő irányzata lett.

Az EVATM keretét képezi egy olyan teljes körű pénzügyi menedzsment és ösztönző javadalmazási rendszernek, amely a vállalat minden egyes döntésének – a legfelsőbbtől a legalsóbb szintekig – irányt szabhat, amely átalakíthatja a vállalati kultúrát, amely a szervezetekben mindenkinek a munkakörülményeit javítja azáltal, hogy sikeresebbé teszi őket, és amely segítheti az alkalmazottakat, hogy nagyobb értéket teremtsenek a tulajdonosok, a fogyasztók és saját maguk számára is.

Evans (1999, a) az EVATM növelésére három lehetőséget nevesít:

1. Növekedés (Growth): a projektekbe befektetett tőkének magasabb megtérülést kell elérnie, mint a tőkeköltség.
2. Folyamatfejlesztés (Process Improvement): a megtérülés (NOPAT) növelése a jobb hatékonyságon, a költségkontrollon, a magasabb termelékenységen, stb. keresztül.
3. Eszközmenedzselés (Asset Management): az eszközmenedzsment fejlesztése a nem teljesítő eszközök értékesítése és az eszközhatékonyság növelése révén. Például a vevőkbe és a készletekbe eszközölt befektetések csökkentése jó lehetősége az EVATM növelésének.

Ehrbar (1998, p. 15.) meghatározása szerint az érték növeléséhez elengedhetetlen „az EVA tartós növekedéséhez kötött, felső korláttól mentes teljesítménybér formájában megjelenő ösztönző javadalmazási rendszer. A sikeres megvalósítások százai világosan mutatják, hogy a vállalatok hatalmas mennyiségű rejtett értékkel rendelkeznek, olyan kiaknázatlan teljesítménnyel, ami felszabadul, amint az EVA-ösztönzők egészen az egyszerű munkahelyek szintjéig átjárják a szervezetet, társakká téve az alkalmazottakat az EVA fenntartható növekedésének megteremtésében. Ez dolgozói kapitalizmus, méghozzá annak legtisztább formájában!”

Az EVATM alapú ösztönzésnek Stewart szerint három fontos előnye van:

- A működési nyereség növelésére ösztönöz anélkül, hogy ezáltal több tőkét kötnének le.
- Több tőke lekötésére ösztönöz, amíg az abból származó nyereség meghaladja a tőke lekötésének költségét.
- Tőke felszabadítására ösztönöz, amennyiben az abból származó haszon kisebb, mint a tőke költsége.

(Stewart, 1991)

Az EVATM prémiumtervének kulcselemei a következők:

- fizetés az EVATM növeléséért,
- nincsenek küszöbök vagy korlátok,
- prémium előirányzat,
- prémiumbank,
- tárgyalások helyett képlettel megállapított teljesítmény-előirányzatok.

(Stewart, 1991)

Az ösztönzési rendszer alapján az EVATM növeléséért fizetés jár a vezetőknek, amelynek érdekében le kell faragniuk a pazarló költségeket és növelniük kell az eredményt. EVATM alapú prémiumrendszerben nincsenek küszöbök, vagy korlátok, a vezetők korlátlanul részesednek az EVATM javulásából. A prémium-előirányzat nagyobb a hagyományos prémium-előirányzatoknál, mert a valódi ösztönzéshez magasabb javadalmazási áttételre van szükség, és mivel negatív prémiumok is lehetségesek, ez eredendően kockázatosabbá teszi az EVATM-alapú terveket.

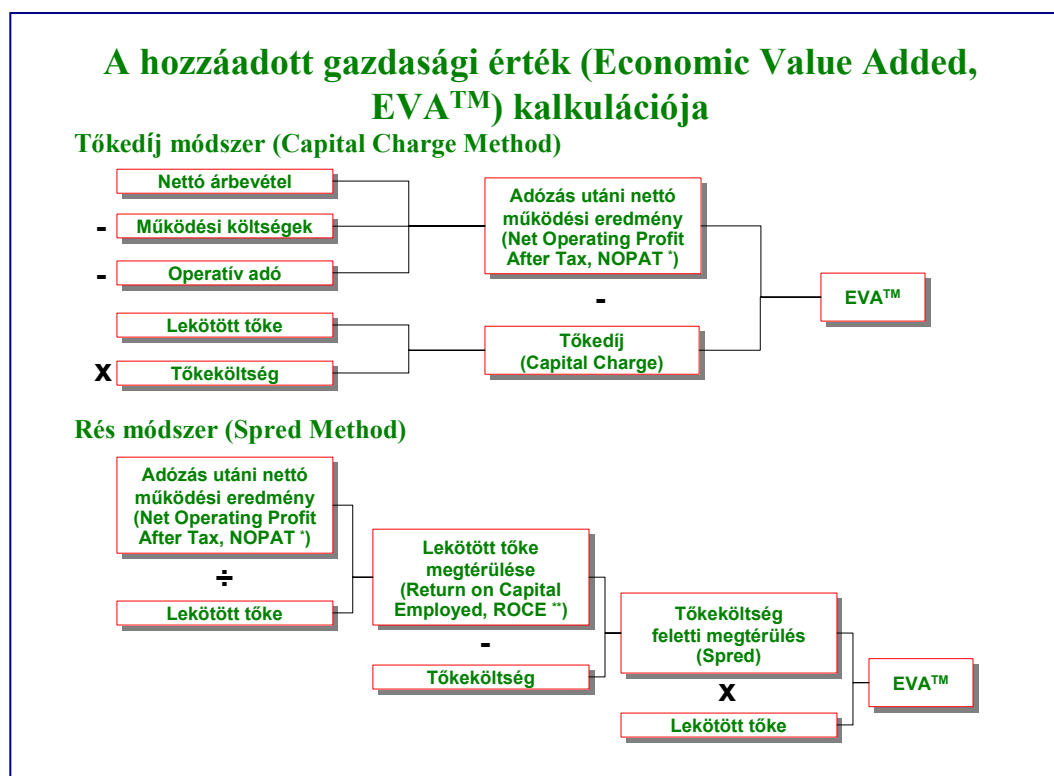
Az EVATM-alapú prémiumrendszer része a *prémiumbank* működtetése. Az alapvető szándéka a nagy prémiumingadozások kiszűrése és hatásuk késleltetése mindaddig, amíg be nem bizonyosodik, hogy azok a tulajdonosi vagyontartós növekedéséhez kapcsolódnak. Minden évben olyan prémiumokat fizetnek ki, amelyek nagysága egy elfogadhatónak ítélt sávba esik, ugyanakkor a negatív és a kivételes pozitív prémiumok az egyén képzeletbeli bankszámlájára kerülnek. Minden évben kifizetésre kerül még a nettó pozitív bankegyenleg egy része is, és ugyanez az eljárás ismétlődik az elkövetkező évek során. Ezáltal kisimulnak a prémiumkifizetések, ami különösen hasznos lehet a kilépési kockázatok korlátozására a nagyon ciklikus iparágakban.

Az EVATM prémiumrendszerben tárgyalás helyett képlettel megállapított teljesítmény-előirányzatok vannak. A vezetők akkor kapják meg az előirányzott prémiumukat, ha az EVATM növekménye megegyezik az elvárt javulással, melynek nagyságát jellemzően ötéves, vagy hasonló hosszúságú időszakokra előre állapítják meg. Az alap értékét, amelyhez az elvárt javulást hozzáadják, minden évben korrigálják felfelé vagy lefelé a tényleges eredményeknek megfelelően. Az EVATM prémiumtervek könnyen érthetőek a résztvevők számára, és ha havonta kapnak egy kimutatást az EVATM tárgyhavi és tárgyévi alakulásáról, akkor pontosan ki tudják számítani, hogy mennyi prémiumot kerestek addig, és hogy állnak a tervhez viszonyítva. (Ehrbar, 1998)

Az EVATM tehát egy teljesítménymérce, de legalább ilyen fontos, hogy egyben alapja a magatartást meghatározó ösztönzőknek. Az ösztönzők nélkül az EVATM nem több egy újabb mutatónál – ösztönzők nélkül nem következik be tartós változás a viselkedésben. Az EVATM-mutatóhoz kapcsolt ösztönzőket számos amerikai és nyugat-európai vállalat használja.

1.5.5.1. A hozzáadott gazdasági érték meghatározása

Az EVATM kétféleképpen kalkulálható, amit a 18. ábra szemléltet.



18. ábra: A hozzáadott gazdasági érték kalkulációja

* McKinsey & Company, Inc. Az entitás DCF modelljében korrigált adóval csökkentett nettó működési profitként (Net Operating Profit less Adjusted Taxes, NOPLAT) nevesíti.

** McKinsey & Company, Inc. a gazdasági profit (Economic Profit, EP) modelljében a befektetett tőkével arányos hozam (Return on Invested Capital, ROIC) mutatót kalkulálja.

Forrás: Fónagy-Árva et al. (2003), Lukasik (2000) alapján

Az EVATM számításának mindkét módja könnyen érthető, a nehézség azonban az alkalmazásban van. Az EVATM fő értéktényezőinek meghatározásában – NOPAT⁴⁵, lekötött tőke és a tőkeköltség – speciálisan több mint 150 korrekció kivitelezése lehetséges. A lekötött tőke megtérülésének kalkulálásánál legfontosabb szempont az, hogy a számlálót és a nevezőt konzisztens módon határozzuk meg, vagyis ha az adott eszközt a lekötött tőkébe soroltuk, akkor a NOPAT-nak is tartalmaznia kell

⁴⁵ Az adózás utáni működési eredmény a magyar számviteli kimutatásokban az üzemi/üzleti tevékenység eredményének a fizetett társasági adórátával módosított értékének felel meg. A vállalat ténylegesen fizetendő társasági adórátáját a kamatokra és a rendkívüli tételekre jutó adómegetakarítás, illetve adótöbblet nélkül viszonyítjuk az üzemi/üzleti tevékenység eredményéhez. (Dorgai, 2003)

az eszközhöz tartozó jövedelmet. Figyelembe kell vennünk az iparági szokásokat is, hogy az általunk meghatározott ROCE a lehető legnagyobb mértékben összehasonlítható legyen a hasonló vállalatokra vonatkozó adatokkal.

Fontos azonban számon tartani azon korrekciók mennyiségét, amelyek szignifikánsan torzítják az értéket. Ez azért kritikus, mert a komplikált mérések nem működnek jól, mivel az egész szervezetben mindenkinek meg kell értenie, hogy az EVATM milyen módon kerül meghatározásra.

1.5.5.1.1. Korrekciók a hozzáadott gazdasági érték számításában

Mikor az EVATM-t számítjuk, meg kell határoznunk a „cash egyenértékű” jövedelmet (NOPAT) és a „cash egyenértékű” saját tőkét, amit az üzletbe investáltunk (adjusted capital). A korrekciók rendszere a következő: az éves növekménnyel/csökkenéssel (például a goodwill amortizációja) a NOPAT-ot, a tőkeértékkel (például a goodwill) pedig a befektetett tőkét kell módosítani. (Turner, 2003, a)

Stewart (1991) a következő, gyakran alkalmazható korrekciókat írja le:

1. Halasztott adófizetés⁴⁶: A halasztott adófizetés a különbség a költség és a kifizetések között. A halasztott adófizetés tőkéhez történő visszaadása által megszüntetjük a ki nem fizetett adók torzító hatását, a folyó év halasztott adófizetésének a növekedését pedig visszaadjuk az eredményhez a NOPAT meghatározása érdekében.
2. LIFO tartalék⁴⁷: a LIFO (Last In First Out) a készletek árazásánál használatos a mérlegben. A LIFO tartalék a készletek jelenlegi árak melletti és a könyv szerinti, vagyis a LIFO módszer szerinti értékének a különbsége. Az inflációs periódusokban illetve azokat követően a készletek könyv szerinti értéke elmarad azok valóságos értékétől. A LIFO tartalék számla tartalmazza a különbséget a LIFO és a FIFO (First In First Out) között. Ezt az összeget visszaadjuk a tőkéhez – mivel a tőkebefektetések teljes összegét akarjuk tükrözni –, az adott évi LIFO tartalék növekedését pedig visszaadjuk a NOPAT-hoz.⁴⁸
3. Goodwill amortizáció: a nem cash ráfordítások, mint a goodwill, torzítani fogják a befektetett tőkét. Megpróbáljuk mérni az összes, az üzletbe eszközölt cash befektetés megtérülését. A goodwill bruttó értékét nem vesszük figyelembe a befektetett tőke értékében, a NOPAT-ba költségként nem számítjuk be a goodwill amortizációját. A közgazdasági elemzés szempontjából nem szabad amortizálni a goodwill-t, mivel az nem használódik el és nem kell pótolni.⁴⁹
4. Tőkésített immateriális javak (Capitalized Intangibles): Az immateriális javak, mint a kutatási, fejlesztési kifizetések, hosszú távú gazdasági hasznot nyújtanak. Ezek a tranzakciók kerülnek tőkésítésre az EVATM szisztémája értelmében, összehasonlítva a hagyományos számvitel szerinti költség teljes összegével. Az eredeti K+F költséget kicseréljük és helyettesítjük a nettó tőkésített immateriális javakkal (Net Capitalized Intangible, NCI). A K+F amortizáció levonása után fennmaradó teljes összeg az NCI, ami a tőke egyik korrekcióját adja. Az eredményt az adott évi amortizáció összegével korrigálva vesszük figyelembe a NOPAT számításánál.
5. Egyéb tartalékok és levonások (Other Reserves and Allowances): A LIFO tartalék mellett lehetnek egyéb tételeink az egyéb tartalékok és levonások vonatkozásában. Például lehet

⁴⁶ A halasztott adófizetés az amerikai adórendszer egyik specialitása, ami lehetővé teszi az esedékes adónak későbbi hosszabb időre történő elosztását, bizonyos feltételek (pl.: beruházások vállalása) megvalósulása esetében.

⁴⁷ Mivel a magyar számviteli törvény a LIFO készletértékelési módszert nem engedélyezi, így nem kell kimutatni.

⁴⁸ McKinsey & Company értelmezése szerint a LIFO tartalékok egy egységnyi növekedéséhez a következő évek nyereségét terhelő költségek egy egységnyi növekedése tartozik, vagyis a két tétel pontosan kioltja egymást. A LIFO egyetlen hatása az értékelésre az, hogy időben előrébb hozza az adópajzs realizálását – ezt a hatást azonban már tartalmazza az eredménykimutatás.

⁴⁹ A ROIC-ot a legtöbb esetben a goodwill-al együtt és anélkül is célszerű kiszámítani.

- Goodwill nélküli ROIC \Rightarrow a vállalat működési hatékonyságát méri – ez akkor igazán hasznos, amikor a vállalat működési hatékonyságát más vállalatokéhoz kívánjuk hasonlítani, illetve amikor annak időbeli alakulását vizsgáljuk.
- Goodwill-t is tartalmazó ROIC \Rightarrow arról informál, hogy a vállalat mennyire jól hasznosította a befektetők által rendelkezésre bocsátott forrásokat, vagyis a felvásárlások során fizetett prémiumokat is figyelembe véve megkereste-e a vállalat legalább a tőkeköltését. (Copeland et al., 1999)

tartalék a készlet erkölcsi kopására (Reserve for Inventory Obsolescence) és levonás a kétes számlákra (Allowance for Doubtful Accounts). Ezeket a tranzakciókat hasonlóan kellene kezelnünk, mint a LIFO tartalékot.

Copeland és társai (1999) különböző mintapéldáiban a 3. táblázatban összefoglalt korrekciók fordulnak elő a korrigált adóval⁵⁰ csökkentett nettó működési eredmény (NOPLAT⁵¹) számítása során.

3. táblázat: A korrigált adóval csökkentett nettó működési eredmény számítása során előforduló gyakori korrekciók

Nettó árbevétel
- Értékesített termékek közvetlen költsége
- Értékesítési, általános és adminisztratív költségek
- Tárgyi eszközök amortizációja
+ Operatív lízingek miatti korrekció
= Kamat és adófizetés előtti működési nyereség (EBIT)
- Az EBIT után fizetendő adó
± A halasztott adófizetési kötelezettség változása
= Korrigált adóval csökkentett nettó működési eredmény (NOPLAT)
Az EBIT után fizetendő adó számítása:
Adófizetési kötelezettség összesen (az eredménykimutatás szerint)
+ Kamatfizetésből származó adópajzs (marginális adókulccsal számolva)
- Kapott kamatok után fizetendő adó (marginális adókulccsal számolva)
+ Operatív lízingek kamatából származó adópajzs
± A működéshez nem kapcsolódó tételek után fizetendő adó
= Az EBIT után fizetendő adó
Összegegyeztetés a nettó nyereséggel
Nettó nyereség
+ Halasztott adófizetési kötelezettségek változása
+ Goodwill amortizáció
+ Rendkívüli tételek
+ Speciális tételek adózott értéke
+ Kisebbségi részesedés
= Korrigált nettó nyereség
+ Adózott fizetett kamatok
+ Operatív lízingek kamattartalma
= A befektetők számára rendelkezésre álló nyereség összesen
- Adózott kapott kamatok
- Nem a működéshez kapcsolódó adózott eredmény
= NOPLAT

Forrás: Saját összeállítás Copeland et al. (1999) alapján

⁵⁰ Készpénzes adófizetést kalkulálunk úgy, mintha a vállalatnak azonnal, készpénzben be kéne fizetnie a fizetendő adót, és mintha a vállalat csak saját tőkéből lenne finanszírozva és nem lenne kamatfizetési kötelezettsége. A hitelek adópajzsát a diszkontráta megállapításánál vesszük figyelembe azért, hogy a WACC kalkulálásánál a kamatok adóhányaddal csökkentett értéke kerül a tőkekölségbe.

⁵¹ A NOPLAT alternatív elnevezése a Stern Stewart & Co. által definiált adózás utáni nettó működési eredménynek (Net Operating Profit After Tax, NOPAT), tartalmilag, a céljuk alapján nincs közöttük eltérés: mindkettő az adózás utáni nettó működési eredmény meghatározására irányul.

Turner (2003, a) a NOPLAT meghatározásához az alábbi, alapvetőnek tekintendő módosításokat nevesíti:

- / + a működéshez nem kapcsolódó eredmény / veszteség
- / + a működéshez nem kapcsolódó tárgyi eszközök értékesítéséből származó eredmény / veszteség
- + halasztott adófizetési kötelezettségek növekedése
- + goodwill vagy badwill amortizációja
- + az immateriális javakhoz kapcsolódó költségek (saját kutatás és termékfejlesztés, valamint a termék marketingjére fordított pénzek aktiválása beruházásként, nem költségként)
- + Egyéb, saját tőkének megfelelő tartalékok (rossz hitelekre szánt, készletavulási, jótállási tartalék, vevői céltartalék, stb.) Fogalmilag az összes céltartalék független attól, hogy ezek a mérlegsémában hol helyezkednek el!
- + FIFO-tól különböző tényleges beszerzési áras módszerrel értékelt saját termelésű készletek fel- vagy leértékelése a jelenlegi tőkeértékre
- + sikertelen kutatási programok (tőkeelemként kell figyelembe venni)

A fenti, alapvető módosításokon túl a következő helyesbítő tételek gyakoriak:

- + stratégiai beruházások (egyéni megítélés alapján; ennek az ösztönzőrendszer kialakításánál van szerepe)
- / + tárgyi eszközök értékesítéséből származó eredmény / veszteség (Annak érdekében, hogy ne legyen lehetőség az EVATM befektetett eszközök eladása általi javítására.)

Evans (1999, a) a 4. táblázatban összefoglalt, gyakran használatos korrekciókat említi az adózás utáni nettó működési profit számítása kapcsán.

4. táblázat: Az adózás utáni nettó működési profit gyakran előforduló korrekciói

Operatív megközelítés (Operating Approach)	Finanszírozási megközelítés (Financing Approach)
Nettó Árbevétel	Nettó eredmény
- Értékesítés közvetlen és közvetett költsége a goodwill amortizáció nélkül	± Halasztott adófizetés változása
= Operatív eredmény	+ Goodwill amortizáció
+ Operatív lízing kamata	± LIFO tartalék változása
± LIFO tartalék változása	± Egyéb tartalékok és levonások változása
± Egyéb tartalékok és levonások változása	= Korrigált eredmény
= Korrigált eredmény	+ Adózott fizetett kamatok
- Operatív készpénzes adó ⁵²	+ Operatív lízing kamata
	- Adózott kapott kamatok
	- Nem a működéshez kapcsolódó adózott eredmény
= NOPAT	= NOPAT

Forrás: Evans (1999, a)

⁵² Az itt szereplő operatív készpénzes adó megegyezik a Copeland és társai által publikált 'EBIT után fizetendő adó' kategóriával, azzal a különbséggel, hogy az operatív készpénzes adóban szerepel a halasztott adófizetési kötelezettség változása is.

A befektetett tőke meghatározásához Copeland és társai (1999) az 5. táblázatban összefoglalt korrekciókat említik a példáikban.

5. táblázat: A befektetett tőke meghatározása során gyakran előforduló korrekciók

A BEFEKTETETT TŐKE MEGHATÁROZÁSA
ESZKÖZOLDALI MEGKÖZELÍTÉS
Működéshez szükséges pénzeszközök ⁵³
+ Vevőkövetelések
+ Készletek
= A működéshez kapcsolódó forgóeszközök
- Kamatfizetéssel nem járó rövid lejáratú források ⁵⁴ (Szállítók + Passzív időbeli elhatárolások + Egyéb, kamatfizetéssel nem járó kötelezettségek)
= Működő tőke (Working Capital) ⇒ (saját tőke + kamatfizetéssel terhelt forrásokkal finanszírozott forgótőke) ⁵⁵
+ Tárgyi eszközök nettó értéke
± Egyéb működéshez kapcsolódó eszközök egyéb forrásokkal csökkentett összege
+ Operatív lízingek értéke ⁵⁶
= A működésbe befektetett tőke
+ A működéshez nem szükséges piacképes értékpapírok
+ Goodwill (Bruttó értéke)
+ A működéshez nem kapcsolódó befektetések
= Befektetői források összesen
FORRÁSOLDALI MEGKÖZELÍTÉS
Jegyzett és befizetett tőke
+ Eredménytartalék
+ Egyéb, a saját tőkéhez kapcsolódó tételek ⁵⁷
= Saját tőke
+ Halasztott adófizetési kötelezettségek
= Korrigált saját tőke
+ Kamatköteles adósság összesen (Hosszú lejáratú adósság + Rövid lejáratú adósság + Hosszú lejáratú adósság esedékes része + Tőkésített lízingek + Operatív lízingek)
= Befektetői források összesen

Forrás: Saját összeállítás, Copeland et al. (1999) alapján

⁵³ Hüvelykujj-szabály értelmében a bevétel 0,5-2%-a használatos a működéshez nem szükséges pénzeszköz értékeként.

⁵⁴ A kamatfizetéssel nem járó források (szállítók, passzív időbeli elhatárolások és egyéb kamatmentes források) nem képezik részét a befektetett tőkének. Ez biztosítja a konzisztenciát a NOPAT tartalmával. A NOPAT számítása során levont költségek ugyanis ezen kötelezettségek implicit finanszírozási terheit is tartalmazzák. (Az értékesített termékek közvetlen költsége például tartalmazza azt az implicit kamatköltséget, amelyet a vállalatok akkor vállalnak magukra, amikor nem azonnal, hanem mondjuk 30 nap elteltével fizetnek.) Ezenkívül az összes, NOPAT-nál szereplő módosító tétel is természetesen figyelembe kell venni. (Turner, 2003, a)

⁵⁵ A ROA helyett azért jobb a ROIC, mert csak a működő tőke után várnak el hozamot a forrásbiztosítók, és például a szállítók után nem.

⁵⁶ Imitáljuk a lízingek tőkésítésének hatását. Az operatív lízing kamatát az értékesítés közvetlen vagy közvetett költségei közül átcsoportosítjuk kamatköltséggé, ami által az operatív eredmény növekszik. Emiatt az operatív eredmény után fizetendő adó is korrigálandó. Az operatív lízing tőkétartalmát hozzáadjuk a befektetett tőkéhez, ezen belül is az adóssághoz. (A WACC számítása során a tőkereszt pótlólagos adóssággként kezeljük.)

⁵⁷ Például: elsőbbségi részvények; konszolidált leányvállalatokban meglévő kisebbségi részesedések.

Természetesen van jóval több korrigálás, amely bármelyike elvégezhető. Fontos azonban számon tartani azon korrekciók mennyiségét, amelyek szignifikánsan torzítják az értéket, mivel az egész szervezetben mindenkinek meg kell értenie, hogy az EVATM milyen módon kerül meghatározásra.

A Bostoni Egyetem két professzora, Israel Shaked és Allen Michel a Strategy & Business című folyóiratban írva arra panaszkodott, hogy a vállalatok a lehetséges módosítások tömkelegéből választhatnak, általános felfordulást idézve elő a mércéket illetően, olyan helyzetet teremtve, melynek rendezése szabályozókra vár. A rugalmasság és a testre szabhatóság azonban valójában az EVATM fontos erősségei, nem pedig a gyengéi. A cél végül is nem az, hogy valamilyen elméletileg eredeti teljesítményméréshez jussunk, hanem inkább az, hogy *olyan irányba változtassuk meg a vezetők és a dolgozók magatartását, ami maximalizálni fogja a tulajdonosi vagyont.* (Ehrbar, 1998)

A Stern Stewart Csoport a hozzáadott gazdasági érték négy típusát különbözteti meg a mutató megállapítása során végrehajtott változtatások függvényében, úgymint alap EVATM, közzétett EVATM, testre szabott EVATM, valamint valódi EVATM. Az *alap EVATM* a számviteli kimutatások adataira épül, de számol a tőkeköltséggel. A számviteli szemléletmódtól a gazdasági szemléletmód felé történő elmozdulás első lépése. A *közzétett EVATM* már tartalmaz néhány standard módosítást a publikus információk alapján, de ezek nem jelentik az összes számviteli anomália kiküszöbölését. A *közzétett EVATM* nem elég jó belső, vállalatvezetői célokra. Ennek oka részben az, hogy a nyilvánosan közzétett számadatok nem elég részletesek ahhoz, hogy egyes számviteli módosítások finomhangolását el lehessen végezni. A *testre szabott EVATM* egyedileg illeszkedik a vállalat stratégiájához, üzleti tevékenységének összetételéhez, szervezeti felépítéséhez és számviteli elveihez. Optimális egyensúlyt mutat az egyszerűség és precizitás között. A *valódi EVATM* az elméletileg pontos EVATM az összes lehetséges módosítással, de a kiszámítása révén kapott érték nincs arányban a meghatározásához szükséges munkával.

A Stern Stewart gyakorlati tapasztalatai alapján a legtöbb vállalatnak nincs szüksége 15-nél több számviteli módosításra az optimális EVATM meghatározásához, és ha a képlet elkészült, utána gyakorlatilag változatlan marad, a teljesítmény egyfajta alkotmányos meghatározásaként szolgálva. (Stewart, 1991)

1.5.5.2. A hozzáadott gazdasági érték és a hozzáadott piaci érték

Mivel az EVATM egy egyperiódusú mérés mód, ezért az értékelés során ki kell egészítenünk egy halmazott hosszú távú mérés móddal. Erre szolgál a hozzáadott piaci érték (Market Value Added, MVA), amely a jövőbeli EVATM-k pozitív jelenértéke. (Negatív jelenérték esetén piaci értékvesztésről – Market Value Lost, MVL – beszélhetünk.) G. Bennett Stewart definíciója szerint az MVA: „az érték a vállalat mellett már elkötelezett forrásoknak a vállalat által képzett többlete. Elméletben az MVA tükrözi az összes múltbeli és tervezett tőkebefektetések nettó jelenértékét.” (Stewart, 1991) A hozzáadott piaci érték mutató az értékteremtés aggregált, piaci mérőszáma. A piaci többletérték a teljes piaci érték (saját tőke és a hitelállomány együttes piaci értéke) és a teljes befektetett tőke (saját tőke és a hitelállomány könyv szerinti értéke⁵⁸) közötti különbség.

$$\text{MVA} = \text{Piaci érték} - \text{Teljes befektetett tőke értéke}$$

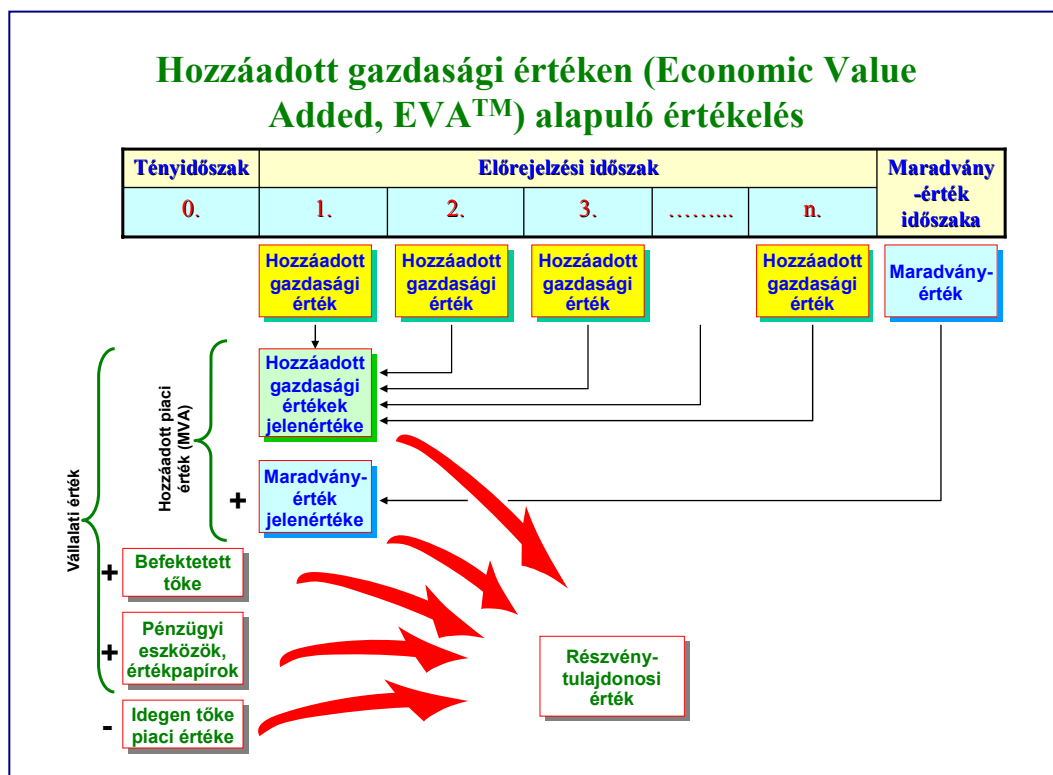
(Ehrbar, 1998)

A piaci többletérték mutató egy adott időpontban tükrözi az értékteremtés eredményét. A hosszú távú elemzés szempontjából a piaci többletértékben bekövetkező változás fontosabb annak abszolút szintjénél. (Dorgai, 2003) Az MVA használható a vállalatok piaci teljesítménye közötti benchmarking célok megvalósítására is. Azért, hogy birtokába jussunk egy összehasonlítható MVA-nak, egy standardizált MVA-t számítunk az év MVA változásának az év eleji korrigált saját

⁵⁸ A könyv szerinti érték nem azonos a számviteli kimutatásokban szereplő értékkel, módosítani kell a kreatív számvitel és a bekerülési érték miatti torzításokkal.

tőkével történő elosztása által. (Evans, 1999, a) A piaci többletérték mutató alkalmazható eltérő iparágakban, különböző országokban tevékenykedő vállalatok teljesítményének összehasonlítására, mivel automatikusan tükrözi a kockázatot. A vállalatok piaci értéke egyaránt tartalmazza a befektetők kockázatról és teljesítményről alkotott véleményét. A piaci többletérték mutató megfelel a nettó jelenérték szabálynak is, mivel kiszámítható az előrejelzett éves hozzáadott gazdasági értékek diszkontált értékének és a maradványértéknek az összegeként is. (Dorgai, 2003)

A hozzáadott gazdasági értéken alapuló értékelés összefüggésrendszerét a 19. ábra szemlélteti.



19. ábra: A tulajdonosi érték hozzáadott gazdasági érték alapú meghatározása

Forrás: Fónagy-Árva et al. (2003), Stewart (1991) alapján

A vállalati érték a fentieknek megfelelően az alábbi négy részből áll:

- Az előrejelzési (vagy más néven növekedési) időszakban képződő hozzáadott gazdasági értékek jelenértékének összege.
- Maradványérték jelenértéke, ami a vállalat előrejelzési időszak utáni működéséből származó hozzáadott gazdasági értékének a jelenértéke.
- A befektetett tőke értéke.
- Piacképes, piaci értéken értékelhető és szükség esetén pénzzé tehető egyéb értékpapírok értéke, valamint a vállalat működéséhez nem szükséges eszközök értéke.

(Stewart, 1991)

1.5.5.3. A hozzáadott gazdasági érték használata, előnyei

Az EVATM minden korábbi módszernél szemléletesebben jeleníti meg a nem kellő hatékonysággal használt tőke értékromboló hatását. Ha az EVATM pozitív, akkor érték-hozzáadás történt, ha negatív, akkor értékrombolás. Az EVATM nagy előnye, hogy az egyes periódusokban igen *szemléletesen mutatja az értékkepződés illetve értékrombolás tényét*. Az EVATM a méret és a lekötött tőke megtérülésének (ROCE) hatását egyetlen számban összegzi. A vállalatok túlon túl gyakran vagy kizárólag a méretre, a növekedésre koncentrálnak (amit általában a nyereségtömeg testesít meg), vagy kizáró-

lag a ROCE-ra. A méretre koncentráció túl alacsony tőkearányos hozam mellett értéket rombolhat, az alacsony tőkeállomány mellett elért magas ROCE pedig kihagyott lehetőségekre utalhat.

Az EVATM figyelembe vehető az értékközpontú vállalatirányítás középpontjaként számos alkalmazásával együtt, úgymint:

- Az üzleti egységek és a teljes szervezet valós teljesítményének megbecsülése, értékelése.
- Tervezett EVATM szintek létesítése az üzlet stratégiai területeinél.
- Tőkebefektetések kiértékelése az EVATM és a cash flow-k összehasonlítása által.
- Az EVATM szinteken, és nem a jövedelmeken alapuló vezetői kompenzációk.

Az EVATM a legszélesebb körben használt teljesítménymérés, talán mert könnyebb a fogalom összehasonlítása másokkal. Az EVATM népszerűségét magyarázza az is, hogy a módszer a számviteli információkat olyan gazdasági tényekké alakítja át, amelyeket a nem pénzügyi vezetők könnyedén megértenek. A vállalatok hatalmas mennyiségű „rejtett értékei”, kiaknázatlan teljesítményei szabadulhatnak fel akkor, amikor az EVATM-ösztönzők mozgósítják a szervezet valamennyi alkalmazottját az EVATM fenntartható növekedésének megteremtésében. A hozzáadott gazdasági érték kifejezhető a makro értéktényezők függvényében és tovább bontható mikrotényezőkre, így végigkövethető a vállalat belüli értékteremtés folyamata.

Dorgai (2003, p. 15.) megfogalmazásában „a hozzáadott gazdasági érték koncepció elfogadása egy új belső vállalatirányítási rendszer megvalósítását jelenti, megváltoztatja a vállalat pénzügyi menedzsment rendszerét és ösztönző rendszerét, keretet ad a befektetőkkel való hatékony kommunikációra, így az értékteremtés piac által történő érzékelésére”.

1.5.5.4. Gondolatok a hozzáadott gazdasági érték módszer korrekt megítéléséhez

Az EVATM egy pozitív lépés előre a hagyományos számviteli mérési formáktól, de vannak korlátai. A problémát az okozza, hogy az EVATM egy vitatható modelltől származik, ami nem más, mint a hagyományos számviteli modell. A számviteli modellen alapuló korrekciók segítségével jutunk el az EVATM-hoz, mely *korrekciók egy bizonyos mértékben szubjektívek és némi torzítást átvisznek az EVATM-ba.*

Az EVATM mutató gyakorlati alkalmazása annak előnyei mellett több problémás területet is a felszínre hozott:

- Az EVATM abszolút mutató, és az egyes vállalatok EVATM-i nem hasonlíthatók össze egymással (ez kiküszöbölhető az EVATM-mutató normalizálásával, vagyis az EVATM/befektetett tőke százalékos mutató használatával, mely megmutatja, hogy a befektetett tőke nagyságához képest mennyi értéket teremtett a vállalat).
- Számviteli adatokon alapul, amelyek manipulálhatók (ezen sokat segít a módosítások elvégzése).
- A sok módosító tényező miatt költséges lehet a kiszámítása (meg kell találni a módosítások optimális számát).
- Ciklikus iparágban a ciklus alján értékrombolást, a ciklus tetején értéknövelést mutat ki.
- A befektetett tőke korrigált könyv szerinti értéken alapul, amely nem tükrözi a befektetők hozamelvárásának valós alapját.⁵⁹

(Turner, 2003, a)

1.5.5.5. A hozzáadott gazdasági érték módosított változatai

Az EVATM módszernek léteznek különböző, némileg módosított változatai, úgymint a módosított hozzáadott érték (Adjusted Economic Value Added, AEVA) és a finomított hozzáadott gazdasági érték (Refined Economic Value Added, REVA).

⁵⁹ Ezt a problémát oldhatja meg a REVA-mutató, legalábbis tőzsdei cégek esetében.

1.5.5.5.1. Módosított hozzáadott gazdasági érték

De Villiers meghatározása alapján a módosított hozzáadott érték koncepció az *eszközök pótlási értékét használja a könyv szerinti érték helyett* (Mäkeläinen, 1998, a)

Az eszközöket azonban nem feltétlenül kell pótolni, és lehet, hogy sohasem fogják őket pótolni. Közgazdaságilag racionális lehet egy régi eszköz folytatólagos használata annak ellenére, hogy az eszköz által generált nyereség nem indokolná az eszköz pótlását. Versenyelőny, hiszen korábban, alacsonyabb költséggel ruházott be. (Feltételezve az üzemek azonos termelékenységét.) (Copeland et al., 1999)

1.5.5.5.2. Finomított hozzáadott gazdasági érték

Az EVATM mutató egyik hátránya, hogy a befektetett tőkét a könyv szerinti tőkéhez közelítően veszi figyelembe (bár a módosítások eredményeként a tőke a gazdasági értéket jobban reprezentálja, mint a könyv szerinti érték), ezenkívül nem veszi figyelembe a vállalat piaci értékét, mely magában foglalja többek között a jövőbeni befektetési lehetőségek jelenértékét is.

Ez nagy hiányosság, hiszen a befektetők befektetésüknek nem könyv szerinti, hanem piaci értéke szerint várnak el hozamot (gondoljunk a tőzsdei befektetésekre, ahol nem a részvény névértéke, hanem árfolyama alapján várunk el bizonyos megtérülést), tehát a könyv szerinti értékek általában nem tükrözik a finanszírozók valóságos gazdasági követelésének értékét. (Turner, 2003, a)

Ezt a hiányosságot küszöböli ki a Bacidore és társai által kifejlesztett finomított EVA-mutató, amely *a cég piaci értékét használja a periódus kezdetén a könyv szerinti érték helyett*. (Bacidore - Boquist, 1997)

$$REVA_t = NOPLAT_t - WACC * (\text{befektetett tőke piaci értéke})_{t-1}$$

Ahol a $(\text{befektetett tőke piaci értéke})_{t-1}$ = a cég saját tőkéjének és adósságainak piaci értéke mínusz a kamatmentes források a t-1 időpontban (a t időpont kezdetekor).

Miután a könyv szerinti érték és a piaci érték eltérnek, ezért az EVATM és REVA mutatók értékei sem egyeznek meg. A pozitív REVA mutató magas szintű, kiemelkedő teljesítményt követel meg a vállalatoktól, hiszen az elvárt hozam felett kell extra profitot elérni ahhoz, hogy a REVA mutató pozitív értéket adjon. (Turner, 2003, a)

Alkalmazása csak akkor indokolt, ha a piaci értéke jelentősen meghaladja a könyv szerinti értéket, mint például az ingatlanok, repülőgépek esetében. A legtöbb eszköz – berendezések, felszerelések, számítógépek – piaci értéke alacsony. A legtöbb vállalatnál alacsony a könyv szerinti értéket jelentősen meghaladó piaci értékkel rendelkező eszközök aránya, így a befektetett tőke megtérülésének könyv szerinti értékek alapján történő számítása nem okoz szignifikáns torzítást. (Inflációs gazdaságban ez nem igaz, megvan viszont az eszközök átértékelésének lehetősége.) A piaci érték alkalmazása esetén a NOPLAT-ot is módosítani kell, hogy megfelelően tükrözze az eszközök értékének egyik évről a másikra bekövetkező növekedését. (Copeland et al., 1999)

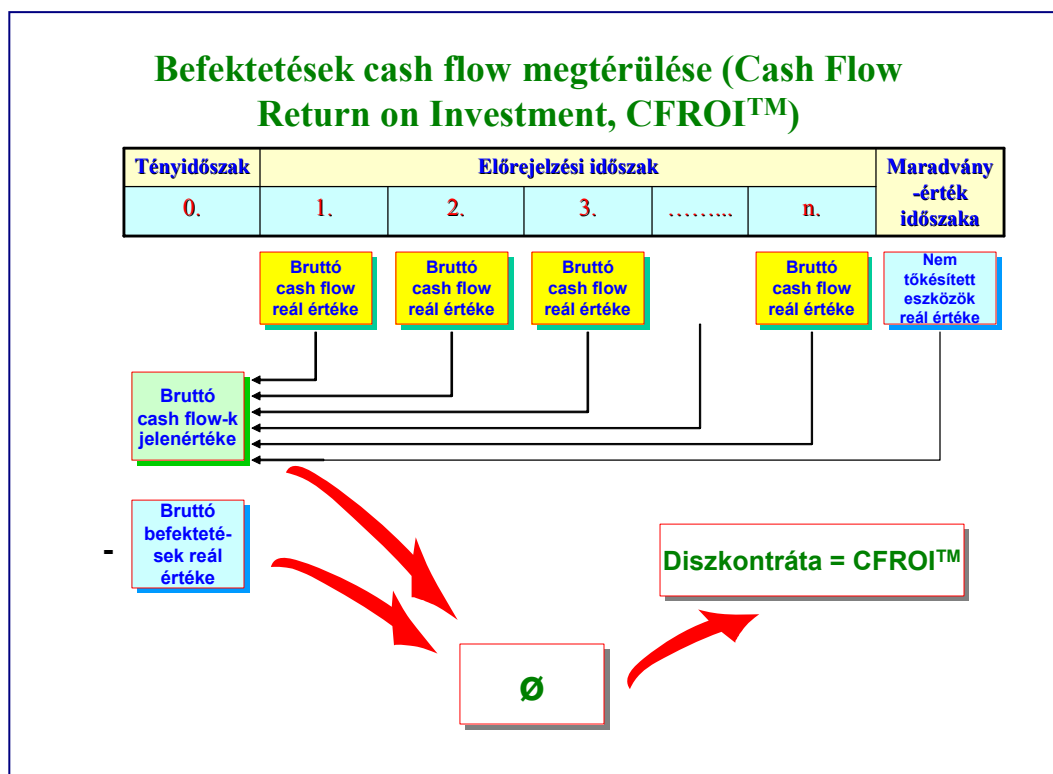
REVA alapú ösztönzéssel kapcsolatban a módszer kidolgozói azt ajánlják, hogy a felsővezetők ösztönzését REVA, a divizionális és alsóbb vezetőket pedig EVATM alapján határozzuk meg, mert a REVA a vállalat piaci értékén alapul, amely eszközértéken felül tükrözi a jövőbeni lehetőségeket, amelyek kialakításában a felsővezetőknek nagy szerepük van. (Turner, 2003, a)

I.5.6. Befektetés-arányos cash flow megtérülés⁶⁰

A befektetés-arányos cash flow megtérülés (Cash Flow Return on Investment, CFROITM) a HOLT Value Associates terméke és védjegye. Egyrészt a teljes értékelési modellt jelenti, másrészt pedig a reál árak alkalmazásával számított belső megtérülési rátát, amelyet egy cég az összes befektetett eszközeivel az eszközök gazdasági élettartalma alatt képes elérni.

I.5.6.1. A befektetés-arányos cash flow megtérülés számítása

A CFROITM számítása két lépésben történik: először a cég tőketulajdonosai számára hozzáférhető, inflációval korrigált cash flow kerül meghatározásra, majd ezt hasonlítjuk össze a tőketulajdonosok által eszközölt, inflációval korrigált bruttó befektetésekkel. Azután, hogy a bruttó cash flow-t összevetjük a bruttó befektetésekkel, azt lefordítjuk egy belső megtérülési rátává az amortizálódó eszközök végső gazdasági értéke és a nem amortizálódó eszközök – úgymint föld és forgótőke – maradványértékének figyelembevételével. A CFROITM azt a diszkontrátát jelenti, amely mellett a jövőbeli cash flow-k jelenértékének és a kezdeti beruházásoknak a különbsége nulla. Számításának módját szemlélteti a 20. ábra.



20. ábra: A befektetés-arányos cash flow megtérülés számítása

Forrás: Fónagy-Árva et al. (2003), HOLT Value Associates LP alapján

A CFROITM kalkulációban befektetés alatt a reál áron számított bruttó befektetést (Current Dollar Gross Investment) értjük, amelyet a pénzügyi jelentés tényköltség adatainak reál költségekké konvertálásával kalkulálunk. Ennek megfelelően az értékcsökkenő eszközök bruttó értéke mai áron kerül figyelembevételre, míg a nem értékcsökkenő eszközök (működőtőke; föld; stb.) gyakorlatilag a rövid lejáratú kötelezettségekkel csökkentett könyv szerinti értéken szerepelnek.

A meglévő eszközök pénzáramaival kapcsolatos fontosabb feltételezések:

- A meglévő eszközök a hátralévő élettartamuk alatt teljesen kikerülnek a működésből.

⁶⁰ A fejezet gondolatmenete Fónagy-Árva et al. (2003) publikációjára épül, annak továbbfejlesztett változata.

- Az értékcsökkenő eszközök működésből való kikerülésével egyidejűleg a nem értékcsökkenő eszközök egy része felszabadul, pénzzé tehető.
- Az értékcsökkenő eszközök kivonásával a cash flow termelő készség az élettartam végére nullára csökken.

A pótlólagos új beruházások pénzáramaival kapcsolatos fontosabb feltételezések:

- Az új beruházások révén működésbe helyezett eszközök a cash flow termelésben fokozatosan kiváltják a meglévő eszközöket.
- Hosszú távon az eszközök növekedési üteme tart a fenntartható növekedési ütem⁶¹ felé (átlagtól való eltérés mérséklődik, növekedési ütem a Fade Rate⁶²).
- A ROI hosszabb távon lényegében lecsökken a diszkont ráta nagyságára (ROI Fade Rate), egy idő után az új befektetések jelenértékei lényegében nullára csökkennek.
- A cég egészére nézve hosszú távon a CFROITM is tart az átlagosan jellemző CFROITM szinthez.
- A diszkontráta hosszú távon tart az átlagosan jellemző CFROITM-hoz.

A CFROITM másik fontos összetevője a reál áron számított évenkénti cash flow (Current Dollar Annual Cash Flow) kalkulálása. A jövőbeli cash flow-k meghatározásának lépései:

1. Az amortizálódó eszközök fennmaradó hasznos élettartamának meghatározása, mely során a befektetett eszközök cash flow-t generálnak. A periódusok számát a bruttó befektetések és az értékcsökkenés hányadosa adja.
2. Az eszközök évenkénti cash flow-jának – amelyek elvártak a gazdasági életük végéig – meghatározása. (=NOPAT + ÉCS + Egyéb nem cash tételek) Mind a cash inflow-k, mind a cash outflow-k korrigálása a konstans vásárlóerők egységeiben.
3. Maradványérték meghatározása, vagyis azon nem értékcsökkenő eszközök értékének kalkulálása, amelyek pénzre válthatók az N periódus végén. A maradványérték CFROITM megközelítése azt feltételezi, hogy a nem értékcsökkenő eszközök az értékcsökkenő eszközök gazdasági élettartamának végén pénzzé konvertálhatók, és azt tekinti maradványértéknek. (Maradványérték = Forgóeszközök – Rövid lejáratú kötelezettségek + Föld + Egyéb nem amortizálható eszközök)

Ezután kalkuláljuk a CFROITM-t, mint belső megtérülési rátát úgy, hogy egyenlővé tesszük a jövőbeli cash flow-k jelenértékét a bruttó befektetések reál áron meghatározott értékével. Amennyiben a CFROITM magasabb, mint a tőke költség, akkor a beruházás értéket termel a részvényesek számára.

Madden (1998) megfogalmazásában „a CFROITM egy módszeres, szisztematikus eszköz az üzletek sokasága tényadatainak szortírozására a ténylegesen alulértékelt vállalkozások beazonosítása érdekében, s meglehetősen népszerű egy célvállalat piaci értékének meghatározására. A cél-befektetések nettó jelenértékének kalkulálása történik a cégspecifikus kockázati felárral módosított piaci súlyozott átlagos tőke költség alkalmazásával. Az adósság és az adósság egyenértékesek levonásra kerülnek a piaci értékből, majd azt elosztva az összes részvény számával, megkapjuk a cél részvényárat.”

1.5.6.2. A befektetés-arányos cash flow megtérülés alkalmazásának előnyei

A CFROITM a közgazdasági és befektetői nézőpontot egyaránt tükrözi, mivel reálhozamot számol: kiszűri az inflációt, a valutaárfolyamot, a kamatszinteket, így *országok között összehasonlítható* – értelmezhető *összehasonlításokat tesz lehetővé cégek között* időben, térben, és bármilyen lehetséges üzleti stratégiát összehasonlít az iparági átlaggal. A CFROITM mutatók mérni tudják a vállalat mindenfajta beruházásának hozamát. E mutatószámok felhasználhatók minden olyan elemzéshez, amely a vállalat pénzügyi helyzetének átfogó feltérképezésére szolgál, s nem csak a részvényesi

⁶¹ A bruttó értékcsökkenő és nem értékcsökkenő eszközök összességének olyan mértékű éves, átlagos növekedése, amelyet a cég folyamatosan úgy ér el, hogy változatlan marad a tőkeáttétele, az osztalék kifizetési gyakorlata és az eszközein elért CFROITM szint.

⁶² Az ágazat, vagy a gazdaság egészére jellemző CFROITM-tól eltérő CFROITM-val rendelkező cégek CFROITM mutatói vagy alulról vagy felülről, de hosszú távon közelítik az ágazat, vagy a gazdaság egészére jellemző CFROITM értékét. Az átlagostól való eltérés csökkenésének éves százalékos mértéke a Fade Rate.

rálátást segíti. (Bár ez a kettő természetesen szorosan összefügg.) A vállalati összeteljesítményt felülről lefelé értékeli, úgy tekintve a vállalatot, mintha egyetlen nagy projekt volna.

A teljes vállalkozás élettartamával számol, nem hibázik a rövid élettartamú, magas megtérülésű projektek felé történő tőkeallokációban. A CFROITM előnye, hogy használható a hosszú távú trendek nyomonkövetésére. A CFROITM gyakran összevetésre kerül az üzlet gazdasági élettartamának ciklusában a befektetők által elvárt megtérülési rátával (Investors Required Rate of Return). Egy idő után sok vállalat tapasztal érettséget és csökkenő növekedést. Ha a vállalat nem ismeri fel a csökkenő értékeket, a cég piaci értéke leesik a cég költségei alá.

A CFROITM magas korrelációs kapcsolatot mutat az aktuális részvényárfolyamokkal.⁶³

1.5.6.3. Néhány probléma a befektetés-arányos cash flow megtérülés alkalmazásával

Habár a CFROITM kitűnő értékközpontú mérés, de van néhány hiányossága. Például az, hogy nagyon *bonyolult a kalkulálása*, hiszen reálértékben meg kell határozni a jövőbeli cash flow-kat, összefüggésben mind a jelen, mind a jövő befektetéseivel.

Míg ez a modell hasznos a részvények kiválasztásában, *kevésbé hasznos a vállalati tervezési célokra*. A vállalati tervezők elsősorban egy vállalatnál érdekeltek, azok üzleti egységeinél és versenytársainál, ebben a szituációban készítenek előrejelzéseket, hogy összemérjék a javasolt stratégiákat. A vállalati tervezők szeretnék tudni, hogy a stratégia változásának milyen hatása van a vállalatuk értékére. Mivel a CFROITM modell a részvények kiválasztására lett kifejlesztve, a stratégiai következtetések kevésbé tiszták. Ha átlagos vállalatot tételezünk fel, átlagos stratégiával, átlagos szisztematikus kockázati szinttel, és azok nem fognak változni, akkor a CFROITM megközelítés ténylegesen modellezi a céget.

Ugyancsak hátránya a módszernek, hogy az összes tőketulajdonos hozamát számítja, vagyis *nem veszi figyelembe a kölcsöntőke költségének adómentakarító hatását*, és nem alkalmazza azt a feltételezést, hogy a hiteltőke olcsóbb a részvénytőkénél. A CFROITM szemlélet esetében az a kockázat is érvényesül, hogy egyszerűen azért *bünteti az érett és lényegében jövedelmező vállalkozásokat*, mert eszközeik régiek és ezért viszonylag magas reálköltséget terhel rájuk. Bár e vállalat cash flow-ja még mindig pozitív, s eszközeik még több évig is működhetnek, elképzelhető, hogy a CFROITM feltételeknek nem felel meg. További problémát jelent, hogy a CFROITM eszköz-élettartam kalkulációja megfelel a számviteli értékcsökkenés elveinek, de *nem felel meg a gazdasági értékcsökkenés elveinek*. (Eszköz élettartama = Bruttó ingatlanok, üzemek és berendezések / Értékcsökkenés = Átlagos értékcsökkenési periódus)

1.5.7. Hozzáadott cash érték⁶⁴

A hozzáadott cash érték (Cash Value Added, CVA) módszert Svédországban fejlesztette ki és publikálta 1996-ban Erik Ottoson és Fredrik Weissenrieder. A CVA egy nettó jelenérték modell, amely periodizálja az NPV kalkulációt és azt mutatja meg, hogy az adott periódusban a cash flow generálás fölötté vagy alatta van a befektetők elvárásainak.

1.5.7.1. A hozzáadott cash érték meghatározása

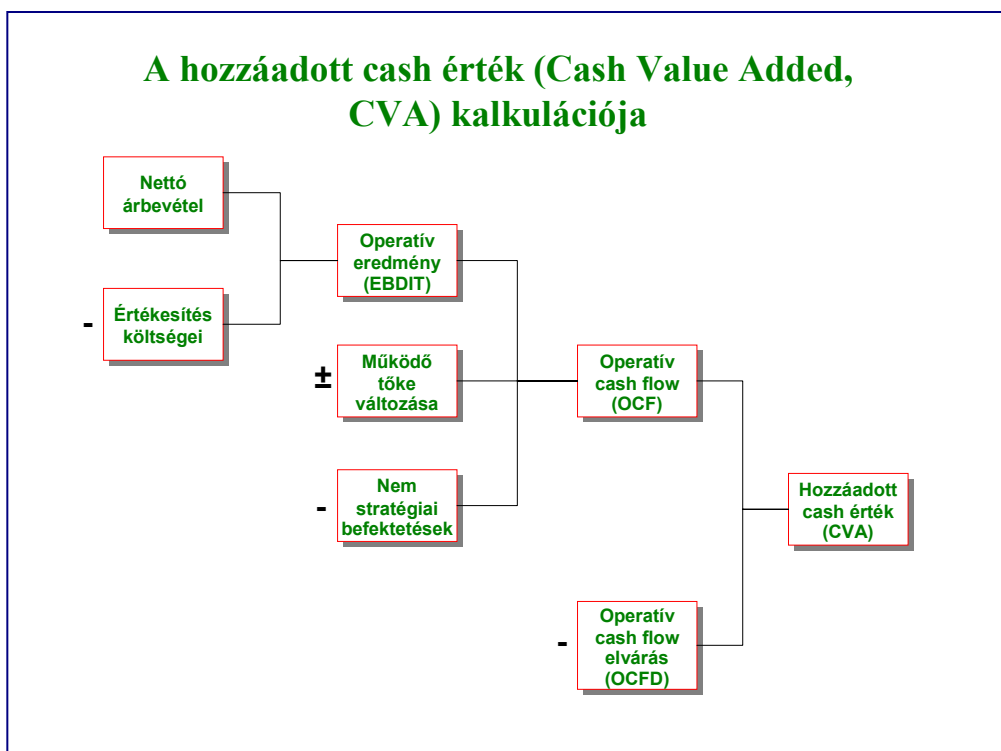
A CVA módszer a befektetéseket két kategóriára bontja, úgymint stratégiai (Strategic Investment, SI) és nem stratégiai (Non-strategic Investment, NSI) befektetések. A stratégiai befektetések azok, amelyek célja új érték képzése a tulajdonosok számára, mint például az expanzió, míg a nem stratégiai befektetések azok, amelyek a stratégiai befektetések által képzett érték fenntartását végzik. Egy stratégiai beruházás lehet tárgyi eszköz, vagy immateriális jószág, a hagyományos kérdés, hogy a

⁶³ A Boston Consulting Group (BCG) 1991-ben végzett vizsgálata szerint a S&P 400 vállalataira az $R^2 = 0,62$. (Turner, 2003, c)

⁶⁴ A fejezet gondolatmenete Fónagy-Árva et al. (2003) publikációjára épül, annak továbbfejlesztett változata.

cash kiadás vajon beruházás vagy sem, itt nem merül fel kérdésként. Amiről úgy gondoljuk, hogy érték-képzést szolgáló cash kifizetés, azt stratégiai beruházásként kell definiálnunk. A stratégiai beruházások adják a CVA modell tőkealapját (Capital Base), mert a tulajdonosok pénzügyi elvárásai a vállalat kockázatából származnak, nem az asztalokból és a székekből (amellyel a számviteli tőkealap összefügg és helyette például nem vesz figyelembe stratégiai beruházásként immateriális javakat). Ez azt jelenti, hogy az összes olyan befektetést, melynek célja az eredeti érték jövőbeni fenntartása, költségként kell figyelembe venni.

A CVA koncepció szerint egy úgynevezett működési cash flow elvárást (Operating Cash Flow Demand, OCFD) kalkulálunk valamennyi, a vállalatnál eszközölt stratégiai befektetésből. Az OCFD cash flow-ként kerül kalkulálásra évente megegyező összegben úgy, hogy a helyes tőkeköltség használatával diszkontálva a befektetés nettó jelenértéke nullát fog adni a stratégiai beruházás gazdasági élettartama alatt. Ehrbar (1998) megfogalmazásában a számítás nem más, mint „*korrigált operatív cash flow kalkulálása azon diszkontált cash flow keresésével, amely zero NPV-t ad a befektetések gazdasági élettartama alatt*”. Az OCFD egy reál évjáradék, ami az aktuális periódus inflációjával van korrigálva. Az OCFD-nek, vagyis a befektetők pénzügyi alapelvárásainak fedezve kell lennie a működési cash flow (Operating Cash Flow, OCF) által, amely a stratégiai befektetések előtti, de a nem stratégiai befektetések utáni cash flow. Az OCF az értékcsökkenés, a kamat- és adófizetés előtti eredmény (Earnings before Depreciation, Interest and Tax, EBDIT⁶⁵), a forgótőke mozgás és a nem stratégiai befektetések összegének felhasználásával kerül meghatározásra. A CVA a különbség az OCF és az OCFD között, és egy stratégiai befektetés akkor képez értéket, ha az OCF meghaladja az OCFD-t az idő során. (21. ábra)



21. ábra: A hozzáadott cash érték kalkulációja

Forrás: Fónagy-Árva et al. (2003), Ottosson – Weissenrieder (1996, a, b) alapján

A CVA mutatja az érték-képzést a tulajdonosok szempontjából. Ez kifejezhető havi, negyedéves vagy éves adatok használatával, valamint kifejezhető indexként:

⁶⁵ A hozzáadott cash érték koncepció kitalálói alkalmazták ezt a megnevezést, amely tartalmilag megegyezik az általánosságban használt Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (EBITDA) kategóriával.

$$\text{CVA index} = \frac{\text{OCF}}{\text{OCFD}}$$

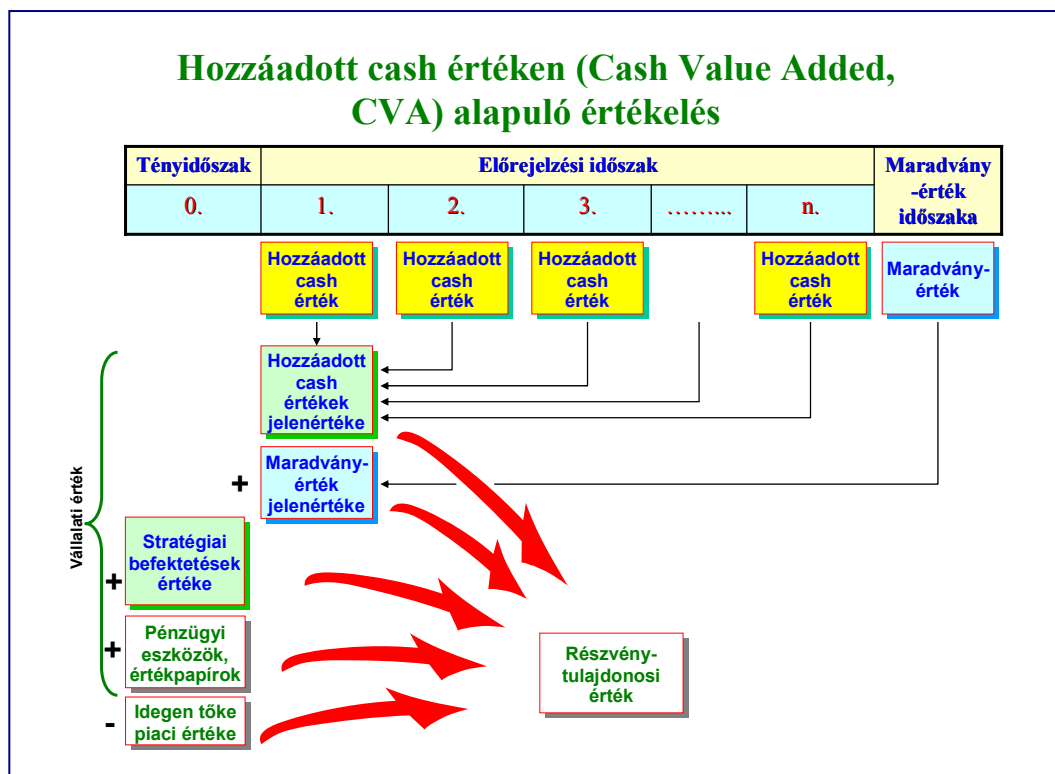
A *CVA index* szétválasztható négy marginra, melyek az árbevétellel együtt adják a CVA koncepció négy fő értéktényezőjét:

$$\text{CVA} = \text{Árbevétel} \times \left(\frac{\text{Operatív Profit}}{\text{Árbevétel}} - \frac{\text{Forgót. változás}}{\text{Árbevétel}} - \frac{\text{Nem stratégiai bef.}}{\text{Árbevétel}} - \frac{\text{OCFD}}{\text{Árbevétel}} \right)$$

A pontosság fokozása érdekében néhány többlet korrekciót kell elvégeznünk az EVATM módszertan szerint, és amint az várható, a CVA a konzultánsok munkáiban különböző egyéb korrekcióknak van kitéve. (Ottošson – Weissenrieder, 1996, a, b)

1.5.7.2. A tulajdonosi érték hozzáadott cash érték alapú meghatározása

A hozzáadott cash értéken alapuló értékelés módszerét mutatja a 22. ábra.



22. ábra: A tulajdonosi érték hozzáadott cash érték alapú meghatározása

Forrás: Fónagy-Árva et al. (2003)

A vállalati érték a fentieknek megfelelően az alábbi négy részből áll:

- Az előrejelzési (vagy más néven növekedési) időszakban képződő hozzáadott cash értékek jelenértékének összege.
- Maradványérték jelenértéke, ami a vállalat előrejelzési időszak utáni működéséből származó hozzáadott cash értékek a jelenértéke.
- A befektetett tőke értéke.
- Piacképes, piaci értéken értékelhető és szükség esetén pénzzé tehető egyéb értékpapírok értéke, valamint a vállalat működéséhez nem szükséges eszközök értéke.

1.5.7.3. A hozzáadott cash érték alkalmazásának előnyei, hátrányai

A CVA magában foglalja a maradványjövedelem koncepciót és visszatér a legfontosabb indikátorhoz, az operatív cash flow-hoz. Az operatív cash flow-ra történő összpontosítással a CVA leegyszerűsíti az értékelési folyamatot és megtartja a pontosság magas fokát. Mivel a koncepció periodizálja az NPV kalkulációt, a CVA használható a teljesítmény és a profitabilitás mérésére.

A CVA-nak van néhány hátránya is. Ilyen hátrány, hogy a vállalatok között nem összehasonlítható mérési forma. Továbbá a CVA esetenként alkalmasabb projektértékelésre, mint vállalatértékelésre. Azonban adott a CVA szoros korrelációja a részvényárakkal, ami igazolja az alkalmazásának komoly megfontolását valamennyi szervezet által az értékmérés vonatkozásában.

1.5.8. Értékmérési módszerek összehasonlítása ⁶⁶

A korszerű gazdasági értékmérések közös vonása, hogy pénzügyi és gazdasági megfontolások alapján korrigálni igyekeznek a számviteli előírások torzító hatásait, a számvitel múltbeli teljesítményekre koncentrálnak megközelítését kívánja felváltani jövőorientált szemlélettel. A „számviteli anomáliák” természetesen nem azt jelentik, hogy a számviteli adatok, információk nem hasznosíthatók. Ezek meghatározott elvek, szabályszerűségek alapján összeállított kimutatások alapjai, melyeknek más az alapelve és a célja, mint az üzleti, gazdasági szempontú mérésnek és döntéshozatalnak. Az anomáliák azonosításának célja, hogy a számviteli szemléletű adatok üzleti szemléletűvé konvertálását elősegítse. A korszerű gazdasági értékmérési módszerek – a gazdasági megfontolások egységes előtérbe kerülése ellenére – nem egyformán alkalmasak valamennyi értékmérési cél megoldására.

Az EVATM például jól alkalmazható a vállalat egészének és egyes részeinek teljesítményelemzésére, a CFROITM mutató a társaság hosszabb távú erőforrás-allokációjának értékeléséhez hasznos, az SVA összefüggést teremt a kulcsfontosságú stratégiai és működési célkitűzések között, a CVA pedig a cash flow elemzéssel összefüggésben az NPV kalkuláció periodizálása révén alkalmazható a teljesítmény mérésére. Az SVA nem alkalmazható jól a kompenzációs rendszerben, míg az EVATM igen. Az EVATM azonban az értékgenerátorok elemzésére vagy a stratégiák érzékenységének elemzésére nem igazán jó, míg az SVA-nak ez az erőssége – az SVA módszer tehát kiválóan alkalmas a különböző tervek, stratégiák, projektek összehasonlítására a tervezési folyamat során. Az EVATM az ismertetett módszerek közül talán a legelterjedtebb – egyszerűen használható, a külső és belső érdekelték számára egyaránt könnyen értelmezhető mutató. Az EVATM minden korábbi módszernél szemléletesebben jeleníti meg a nem kellő hatékonysággal használt tőke értékromboló hatását. A CFROITM nem alkalmazható vállalati tervezésre, viszont a befektetők hasznos eszköze a részvények kiválasztásában – a CFROITM a befektetések megtérülésének mérésére megfelelő, de nagyon múltorientált eszköz, alkalmazása sok kötöttséggel jár, és habár megtérülésszámításra alkalmas, a vállalat értékelését nem lehet a segítségével elvégezni.

A nyilvánvalóan meglévő funkcionalitásbeli különbségek ellenére a különböző értékmérési koncepciók megalkotói próbálnak érvelni a saját módszerük mellett, igyekeznek kidomborítani annak komplexitását és a különböző célok megvalósításához más módszereknél jobb alkalmazhatóságát. Az EVATM előterjesztői például úgy okoskodnak, hogy az értékelés az EVATM módszert és az SVA módszert alkalmazva ugyanazt az eredményt produkálja.⁶⁷ Továbbá azzal érvelnek, hogy mivel az EVATM használható teljesítménymérésre, jól alkalmazható a kompenzációs rendszerben – melyekre az SVA kevésbé alkalmas –, ezért a vállalati érték mérésére is inkább azt kellene használni, mint az SVA módszert.

Sajnos a fenti érveknek vannak hibái. Egyrészt, hogy az egyenértékűség az SVA-val értékelési célokra matematikailag korrekt, de nem szükségszerűen hasznos a cash flow metszetének szolgáltatá-

⁶⁶ A fejezet gondolatmenete Fónagy-Árva et al. (2003) publikációjára épül, annak továbbfejlesztett változata.

⁶⁷ Az időszak elejére vonatkozó tőkeérték alkalmazásával az eredménye megegyezik a diszkontált cash flow alapú értékeléssel, és általában akkor sincs nagy eltérés a két módszer között, ha az átlagos tőkeértéket szerepeltetjük az EVATM kalkulációban. (Copeland et al., 1999)

sában, amely alapja a vállalat pénzügyi elvárásainak, az egyéni befektetések és értékelési döntések rövid, illetve hosszú lejáratú kockázatainak megértésében. Matematikailag levezethető, hogy a diszkontált szabad cash flow módszer és az EVATM módszer ugyanazt az eredményt adja egy üzleti egység (legyen az egy egész vállalat vagy annak egy üzleti egysége) értékének meghatározásakor. Természetesen a matematikai egyezőséghez szükség van bizonyos alapfeltételezések, illetve számviteli korrekciós tételek azonos alkalmazására a két módszerben. A matematikai egyezőség fennáll egy matematikai konstrukción belül, amelyben az EVATM formula valamennyi korrekciójának a diszkontált szabad cash flow eredményében nullának kell lenni. Ha egyéb korrekciókat végeznek – melyek normális esetben a teljesítménymérés céljai –, a matematikai egyenértékűség az SVA és az EVATM értékelés között elvész. A másik indok, ami miatt az SVA értékelés nem váltható ki az EVATM módszerrel, hogy az EVATM-ban a kezdő tőkealap értéke – amely egyike az EVATM legszubjektívebb komponenseinek – meghatározza, vajon a jövőbeli EVATM pozitív lesz, vagy negatív, és hogy mennyivel. Ez azt jelenti, hogy ahol van egy alacsony tőkealap, ott könnyű nagy pozitív EVATM értéket generálni, még ha a diszkontált cash flow formula tisztán mutatja is, hogy az üzlet összekapcsolódik egy értékromboló stratégiával (a megtérülése kevesebb, mint a tőkeköltsége). Az SVA és az EVATM értéktényezői is nagyon különböznek egymástól és a menedzserek kétségtelenül nagyon eltérő következtetéseket vonhatnak le, amikor összehasonlítják az EVATM értéktényezőit az SVA értéktényezőivel. Indokolt tehát a két módszer egymás mellett történő alkalmazása.

Az érték alapját mindig a hosszú távú jövőbeli pénzáramlások jelentik. Mivel az érték valakinek a jövőről alkotott elképzelésén alapul, szükség van rövidebb távú, viszonylag rövidebb időszakra (maximum egy évre) vonatkozó, a tényleges teljesítményen alapuló mértékre is. A diszkontált cash flow által biztosított hosszú távú perspektíva felhasználható az EVATM értékre vonatkozó sarokszámok kialakításához. Az EVATM mutató és értékmérési módszer legnagyobb előnye, hogy lehetőséget nyújt a teljesítmények, az értéktobblet évenkénti mérésére és értékelésére, valamint a jövőbeli értékképzés éves tervezésére és a vállalatvezetőkkel szembeni követelménytámasztásra. Ez utóbbi fontos szempont, hiszen míg az EVATM követelhető és számon kérhető, az éves tervezett cash flow megvalósulását nem indokolt követelményként támasztani. A vállalat teljesítményét nem lehet a tényleges és tervezett szabad cash flow összehasonlításával követni, mivel a szabad cash flow bármely adott évben az állóeszközökbe és a működő tőkébe eszközölt befektetésekre vonatkozó erősen diszkrecionális döntésektől függ. Előfordulhatna, hogy a vállalat vezetése a befektetéseket pusztán azért késleltetné, hogy egy adott év szabad cash flow-ját javítsa – aminek viszont a hosszú távú értékteremtés látná a kárát. Ez utóbbit küszöböli ki a CVA koncepció azzal, hogy a stratégiai beruházásokat külön szerepelteti a kalkulációban, így a kompenzációs rendszerben alkalmazott CVA mutató kapcsán nem kerül veszélybe a stratégiai fontosságú beruházások léte és időzítése. Ez a sajátossága a CVA módszert az EVATM koncepcióhoz hasonlóan alkalmassá teszi teljesítménymérésre is.

Amennyiben az SVA és a CFROITM módszert kívánjuk összehasonlítani, figyelembe kell azt venni, hogy az eredeti céljuk, amire létrehozták ezeket a koncepciókat, eltérő volt. Az SVA megközelítés „speciálisan vállalati tervezésre és rokon alkalmazásokra” volt fejlesztve, míg a CFROITM modellt a befektetőket a részvények megvásárlását hatékonyan támogató eszköznek fejlesztették. A CFROITM reálértékelés mivolta lehetővé teszi a cégek térben és időben történő összehasonlítását, és jól alkalmazható a ténylegesen alulértékelt vállalkozások beazonosítására. A fókuszban lévő különbség következtében viszont az SVA megközelítés alkalmasabb vállalati tervezésre, mert tartalmazza a stratégia-specifikus előrejelzéseket. Ezek hozzák ki a távolságokat az alternatív stratégiákban és támogatják a vállalati tervezőket a vállalat értékére gyakorolt hatás mérésében. Az SVA modell következtetései tisztábbak és intuitívabbak. Azon stratégiákat kell megvalósítani, melyek szabályszerűen fogják növelni egy cég értékét az árbevétel, a profit, az adók, a befektetések, a tőkeköltség és az értéknövekedési időtartam nettó hatásán keresztül.

Az SVA modell előnye a CFROITM modellel szemben, hogy az SVA által használt terminológiák sokkal érthetőbbek, felfoghatóbbak az üzemi vezetők számára. Nem okoz problémát beszélgetni az üzemi vezetőkkel az árbevétel növekedéséről, a profitrátákról és a befektetésekről, még számviteli, pénzügyi háttér nélkül is megértik a vezetők a modell fő tényezőit. Ez elsőként talán kis dolognak

tűnik, de kritikussá válik az új stratégiák leírásakor és megvalósításakor. A CFROITM megközelítést viszont bonyolultabb lenne elmagyarázni az átlagos üzemi vezetőknek, és sokkal kevésbé érvényesül az Ő speciális szerepük a kivitelezésben. A különböző komplikált értékmérési módszerekkel kapcsolatban mindenképpen meg kell említeni, hogy azok alkalmazásának ugyancsak kritikus eleme az emberek felé történő kommunikálás mellett ezek kalkulálása a napi működésben. Fontos a körültekintő költség-haszon elemzés elvégzése azért, hogy a többlet költség azok alkalmazásával ne legyen több, mint az azokkal elérhető többlet információ értéke.

Összegzésképpen a 6. táblázatban öt pénzügyi elemző technika értékelése látható a különféle felhasználási lehetőségek, valamint a technika intellektuális merevsége, az elemzés egyszerűsége, a működtető emberek felé történő kommunikálásának egyszerűsége, és a cégek közötti összehasonlíthatóság szempontjából. Az értékelés alapját az egyes módszerek előzőekben ismertetett előnyei, hátrányai, alkalmazási lehetőségeinek egymással történő összehasonlításai adják.

6. táblázat: Különböző értékmérési módszerek hasznossága különböző alkalmazási lehetőségek esetén

Alkalmazás	Választható módszerek				
	SVA	EVA TM	CFROI TM	CVA	Számviteli mérések
Szűkebb értelemben vett vállalatértékelés	***	**	**	**	*
Projektértékelés, beruházás gazdaságossági vizsgálat	***	**	*	***	*
Fúzió és akvizíció elemzés	***	*	*	**	*
Vállalati tervezés	***	**	*	***	*
Teljesítményelemzés, ösztönzés, kompenzáció	*	***	*	**	*
Ellenőrzés, jelentés	*	**	*	*	***
Portfólió menedzsment	**	**	***	**	**

Jellemző	Választható módszerek				
	SVA	EVA TM	CFROI TM	CVA	Számviteli mérések
Intellektuális merevség	***	**	*	***	**
Elemzés egyszerűsége	**	**	*	**	***
Kommunikáció egyszerűsége	**	***	*	**	***
Cégek közötti összehasonlíthatóság	*	**	***	*	**

Megjegyzés: a három csillag jelenti a legkedvezőbb értéket.

Forrás: Fónagy-Árva et al. (2003)

Összességében megállapíthatjuk, hogy a pénzügyi teljesítmény különböző mérsmódjait nem lehet valamennyi szituációban alkalmazni. Mindegyik pénzügyi elemző technikának megvannak a saját erősségei, gyenge pontjai, és mindegyik hasznos információkkal szolgál az értékteremtési folyamatról. A legkörültekintőbb megoldás a mérések koordinációjának használata, ami hasznos önellenőrzési lehetőségeket biztosít, továbbá különböző egyéb szempontokat is szemléletessé tesz az elemző számára. Valamennyi szervezet számára fontos, hogy ne helyezték a hangsúlyt egyetlen mérési rendszerre, s mivel az érték-alapú mérés egy viszonylag új terület, új következtetések és gondolatok még továbbra is várhatók.

II. ANYAG ÉS MÓDSZER

Az értekezés elkészítése során az eddigi eredmények összegzésére és szintetizálására törekedtem a szakirodalom áttekintése révén. Szakirodalmi kutatásom feltáró és magyarázó jellegű, egyrészt a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányításnak és az azt támogató módszereknek a vizsgálatát foglalta magában, másrészt pedig az értékközpontú vállalatirányítás keretein belül alkalmazható jelentősebb értékmérési módszerek áttekintését, csoportosítását, előnyeinek, hátrányainak és kedvező alkalmazási lehetőségeinek meghatározását célozta.

A szakirodalom áttekintését követően végzett empirikus kutatásaim három részre bonthatók, úgymint:

- a különböző toplisták előkelő helyein szereplő vállalkozások gyakorlatának megismerése kérdőíves felmérés alkalmazásával,
- pozitív gyakorlati példák állítása részletes esettanulmányok készítésével, valamint
- egy modell felépítése a gyakorlati életben széles körben alkalmazott táblázatkezelő szoftverek hátrányainak kiküszöbölése és a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás támogatása érdekében.

A kérdőíves felmérésbe azon Magyarországon működő cégek kerültek, amelyek a következő listák legalább egyikén megjelennek: Dun&Bradstreet Top100 árbevétel alapján; Ecostat Top100 saját árbevétel alapján; Dun&Bradstreet Top50 üzemi eredmény alapján; Dun&Bradstreet Top50 adózás előtti eredmény alapján; Dun&Bradstreet Top50 saját tőke alapján; Dun&Bradstreet Top50 létszám alapján. A fenti elvek alapján kiválasztott 159 vállalat részére került kiküldésre egy kérdőív, amely két nagyobb részből állt. Az első rész néhány általános kérdést tartalmazott, amely segíti a cég kategorizálását például ágazati besorolás, forgalom, saját tőke értéke stb. alapján, a második rész pedig néhány pénzügyi, kontrolling és menedzsment módszer és eszköz cégnél történő alkalmazását hivatott áttekinteni. A vizsgálat lefolytatásához alkalmazott kérdőív az M4 mellékletben található. A felmérést az érvényben lévő adatvédelmi előírásoknak megfelelően végeztem, vagyis az önkéntes adatszolgáltatás információit csak statisztikai célra hasznosítom, harmadik személy csak összesített – a konkrét szervezet azonosítására nem alkalmas – adatahoz juthat hozzá.

A kutatás feltáró jellegű, célja elsősorban nem hipotézisek tesztelése, hanem a különböző toplistákon szereplő cégek gyakorlatának felmérése az általuk alkalmazott tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítási módszereket illetően.

A kutatás alkérdései:

- A vizsgált vállalati körben milyen módszereket, megoldásokat alkalmaznak a stratégiai változatok, akvizíciók, projektek, beruházások értékelésére, teljesítménymérésre és az ösztönzési rendszer részeként történő mérésre?
- A vizsgált vállalati körben milyen a tulajdonosi érték mérési módszereinek, a tulajdonosi értékmaximalizáló vállalatirányítás egyes elemeinek alkalmazási szintje, az alkalmazás milyen múltra tekint vissza?
- Milyen támogató rendszereket, szoftvereket alkalmaznak a vizsgált vállalatoknál?
- A vizsgált vállalati körben alkalmazásra kerül-e a stratégia megvalósítását támogató kiegyensúlyozott stratégiai mutatószám-rendszer, és megvalósul-e ennek az értékközpontú vállalatirányítással történő integrációja?
- Felfedezhető szignifikáns kapcsolat a toplistákra kerülés kritériumai és a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás teljes vagy részbeni alkalmazása között?
- Változik a kapcsolat szorossága, ha a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás alkalmazásánál azt is figyelembe vesszük, hogy az milyen múltra tekint vissza az adott cég életében?

A statisztikai elemzések elkészítése során a megoszlási viszonyszámok módszerét alkalmaztam, az összefüggések vizsgálatát pedig korrelációs számítás segítségével végeztem a rendelkezésemre álló harminc cég adatai alapján. A kitöltve visszakapott és feldolgozható kérdőívek kis száma miatt a

kutatás elsősorban nem általános következtetések levonására alkalmas, mindenesetre egyfajta tükröt mutat mai világunk egy szeletéről.

A kérdőíves felmérésen alapuló értékelésen túlmenően további vizsgálatokat végeztem (vizsgálati módszerként az esettanulmányok készítését alkalmazva) olyan vállalkozásoknál, ahol a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítást, ha nem is teljes körűen, de bizonyos részterületeken magas szakmai színvonalon, több éve végzik, és szint-összehasonlítás (benchmarking) céljából úgynevezett legjobb gyakorlatot folytató (best practice) céggként szolgálhatnak más vállalkozások számára. Fentiekkel összefüggésben hat részletes esettanulmányt készítettem az alábbi cégcsoportoknál, cégeknél:

- MOL Csoport,
- Tiszai Vegyi Kombinát Rt.,
- Wallis Csoport,
- Béres Csoport,
- Allianz Hungária Biztosító Rt., és
- Continental Temic Hungary Kft.

Az adatgyűjtés során felhasználtam a publikusan elérhető információkat, az internetes honlapok, éves jelentések, és a cégről készített szakcikkek tartalmát, valamint a vállalatok által biztosított belső dokumentumokat, elemzéseket, prezentációkat. Emellett 2004. őszén és 2005. tavaszán mélyinterjúkat készítettem összesen 9 szakemberrel, és felhasználtam – a TVK Rt. vonatkozásában – saját több éves gyakorlati tapasztalatomat. Interjúalanyaim között voltak beosztásukat tekintve controlling vezetők, controllerek, egy ügyvezető igazgató és egy kockázatkezelési menedzser, összességében olyanok, akik az értékközpontú vállalatirányítás kiépítésében résztvettek, vagy ha abban nem vettek részt, akkor a jelenlegi működtetésben, koordinálásban szerepük van. Az interjúkat követően az interjúalanyaim kivétel nélkül lehetőséget biztosítottak arra, hogy a feldolgozás során felmerülő kérdések, tisztázandó témák kapcsán elektronikus levélváltásokkal pontosítsuk az esettanulmányt, amely lehetőséggel éltem is.

Az esettanulmányok készítése során vizsgálataimat 6 fő témakör mentén végeztem – kiindulási alapként az előzőekben ismertetett kérdőív struktúráját alkalmazva, emellett teret engedve a beszélgető partner személyes véleményének megfogalmazására – és feltártam, hogy hogyan zajlik az adott cégnél, cégcsoportnál:

- a stratégia kialakítása,
- a stratégiai alternatívák, akvizíciós lehetőségek értékelése,
- a projektek, beruházások értékelése,
- a teljesítménymérés,
- az ösztönző javadalmazási rendszer részeként történő értékmérés, valamint
- a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer alkalmazása.

Elsődleges célom az esettanulmányok bemutatásával az volt, hogy a feltérképezett rendszerek összehasonlításai rávilágítsanak a szakirodalom és a hazai gyakorlati élet közötti eltérésekre.

Az értekezés részeként a részletes esettanulmányok és a kérdőíves felmérések segítségével értékeltem az alkalmazott módszereket, a gyakorlati megvalósítások és a szakirodalom összemérésével megfogalmaztam a következtetéseimet, javaslataimat, a jövőbeli fejlesztési lehetőségeket.

A kérdőíves felmérés elvégzését, valamint a részletes esettanulmányok elkészítését követően a hazai és a külföldi szakirodalmi anyagok, a szakirodalomban fellelhető hazai és külföldi esettanulmányok, valamint a saját készítésű esettanulmányok és a saját munkám során szerzett gyakorlati tapasztalatok szintetizálásával felépítettem egy modellt a táblázatkezelő programok hiányosságainak kiküszöbölése és a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás támogatása érdekében. A modell Microsoft Excel alapú, és Visual Basic programozással készült, melyet e-VALEX (electronic-Valuation Complex) fantázianévvel illetttem, utalva az elektronikus, könnyen kezelhető, ugyanakkor átfogó, komplex értékelés megvalósíthatóságára.

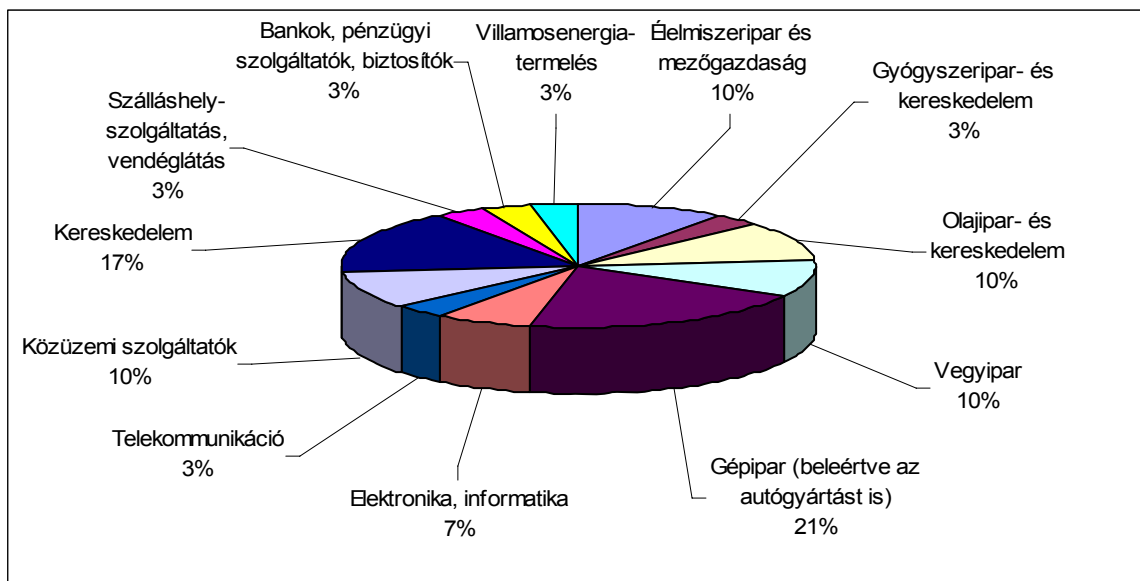
III. A VIZSGÁLAT EREDMÉNYEI

III.1. ÁTTEKINTÉS A MAGYARORSZÁGON MŰKÖDŐ VIZSGÁLT VÁLLALKOZÁSOK TULAJDONOSI ÉRTÉKMÉRÉSI GYAKORLATÁRÓL⁶⁸

III.1.1. A vizsgált cégek általános gazdasági jellemzői

III.1.1.1. Ágazati besorolás

A vizsgált cégek 12 ágazatot képviselnek. A különböző ágazatokhoz besorolt cégek megoszlását szemlélteti a 23. ábra.

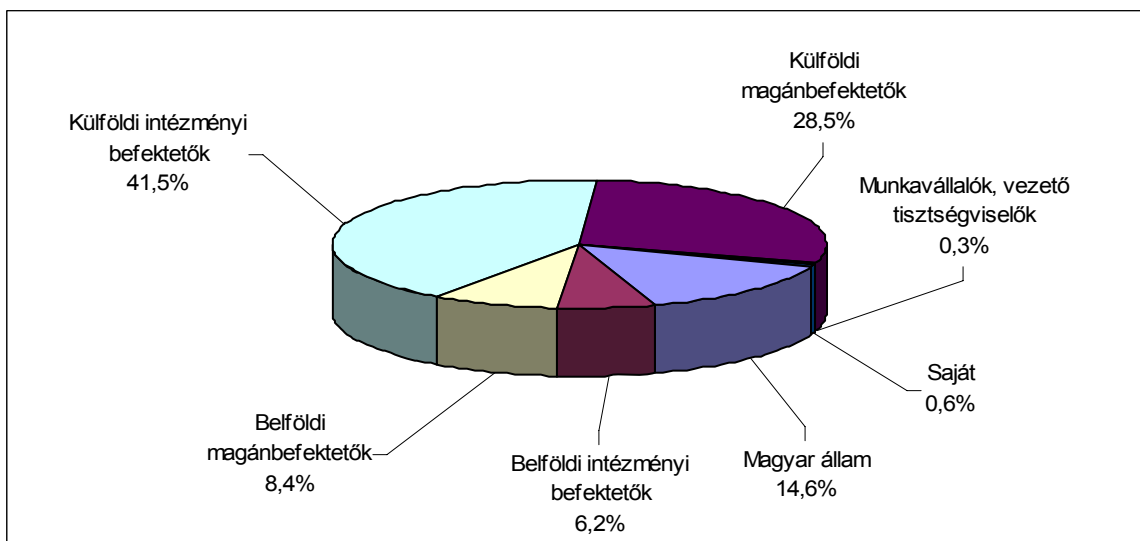


23. ábra: A vizsgált cégek ágazatok közötti megoszlása

Forrás: Saját felmérés

III.1.1.2. Tulajdonosok

A vizsgált cégek összesített tulajdonosi szerkezetét szemlélteti a 24. ábra.



24. ábra: A vizsgált cégek összesített tulajdonosi szerkezete

Forrás: Saját felmérés

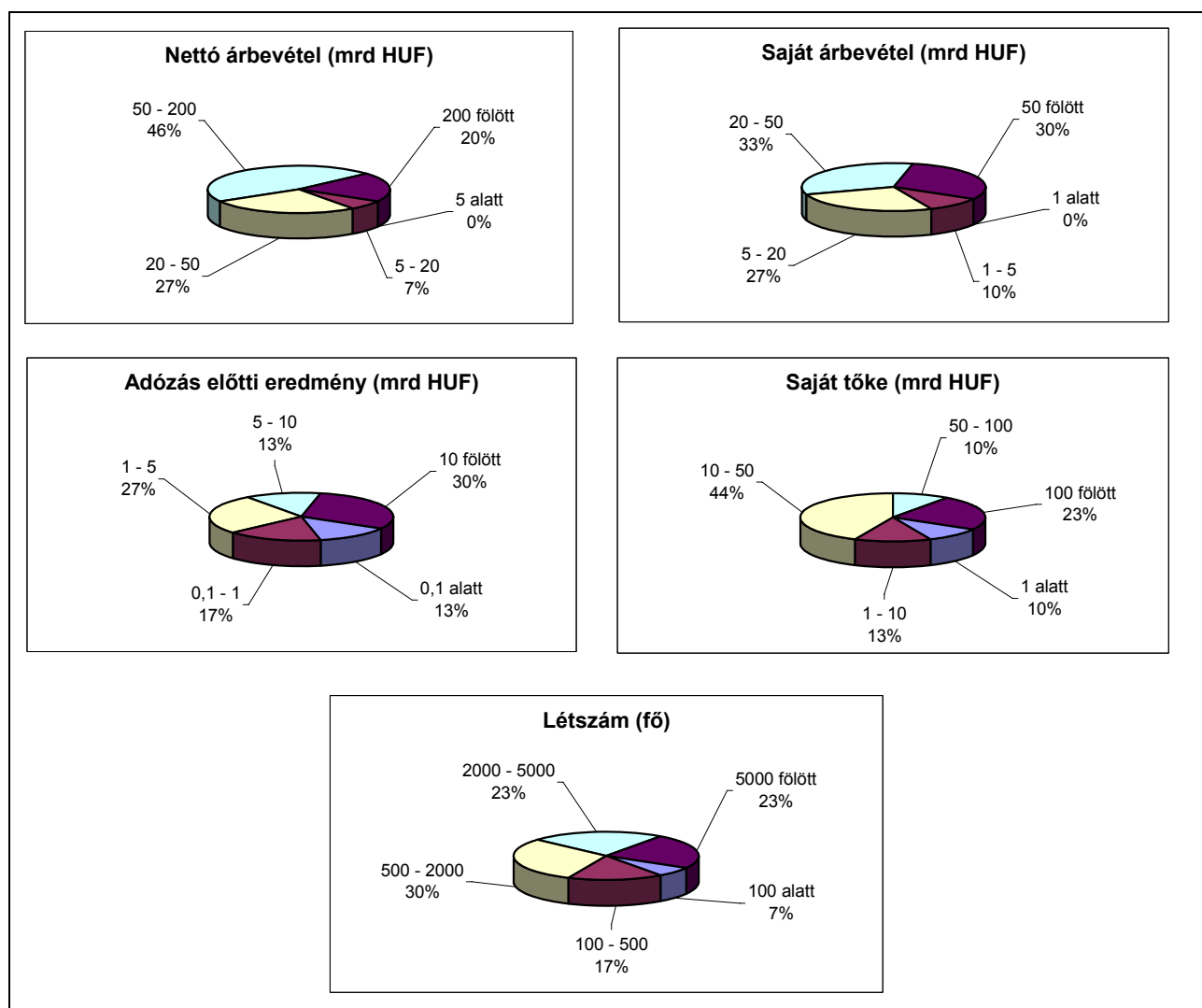
⁶⁸ A fejezet gondolatmenete Fónagy-Árva et al. (2005) publikációjára épül, annak továbbfejlesztett változata.

A vizsgált cégek összesített tulajdonosi szerkezetében 70% a külföldi tulajdonosok aránya, és mindössze 13%-ánál nincs külföldi tulajdonos.

A vizsgált cégek 73%-ánál a külföldi tulajdonlás aránya meghaladja az 50%-ot, amely cégek 82%-ánál meghaladja a 75%-os tulajdoni arányt is. 100%-os külföldi tulajdonban van a vizsgált cégek 43%-a. A vizsgált cégek 23%-ában van az államnak tulajdonosi részesedése, és a vizsgált cégek 17%-ában rendelkeznek a munkavállalók, vezető tisztségviselők valamilyen részesedéssel – legmagasabb arányban 4,51%-al.

III.1.1.3. Főbb gazdasági adatok

A cégek a nettó árbevételük, a saját árbevételük⁶⁹, az üzemi tevékenységük eredménye, az adózás előtti eredményük, a saját tőkéjük és az alkalmazotti létszám vonatkozásában szolgáltatottak a kategorizálásukhoz szükséges adatokat. A vizsgált cégek 66%-ánál a nettó árbevétel meghaladja az 50 Mrd Ft-ot, 20%-ánál pedig a 200 Mrd Ft-ot is. 10 Mrd Ft-ot meghaladja az adózás előtti eredmény a vizsgált cégek 30%-ánál. A vizsgált cégek 77%-ánál a saját tőke meghaladja az 10 Mrd Ft-ot, 23%-ánál pedig a 100 Mrd Ft-ot is. A vizsgált cégek 77%-ánál az alkalmazotti létszám meghaladja az 500 főt, ezen belül 46%pont esetében a 2000 főt, 23%pont esetében pedig még az 5000 főt is. A tételes besorolásokat szemlélteti a 25. ábra.



25. ábra: A vizsgált cégek kategorizálása különféle gazdasági adatok alapján

Forrás: Saját felmérés

⁶⁹ Saját árbevétel = (Nettó árbevétel – eladott áruk beszerzési értéke – közvetített szolgáltatások értéke)

III.1.1.4. Alkalmazott vállalatirányítási eszközök

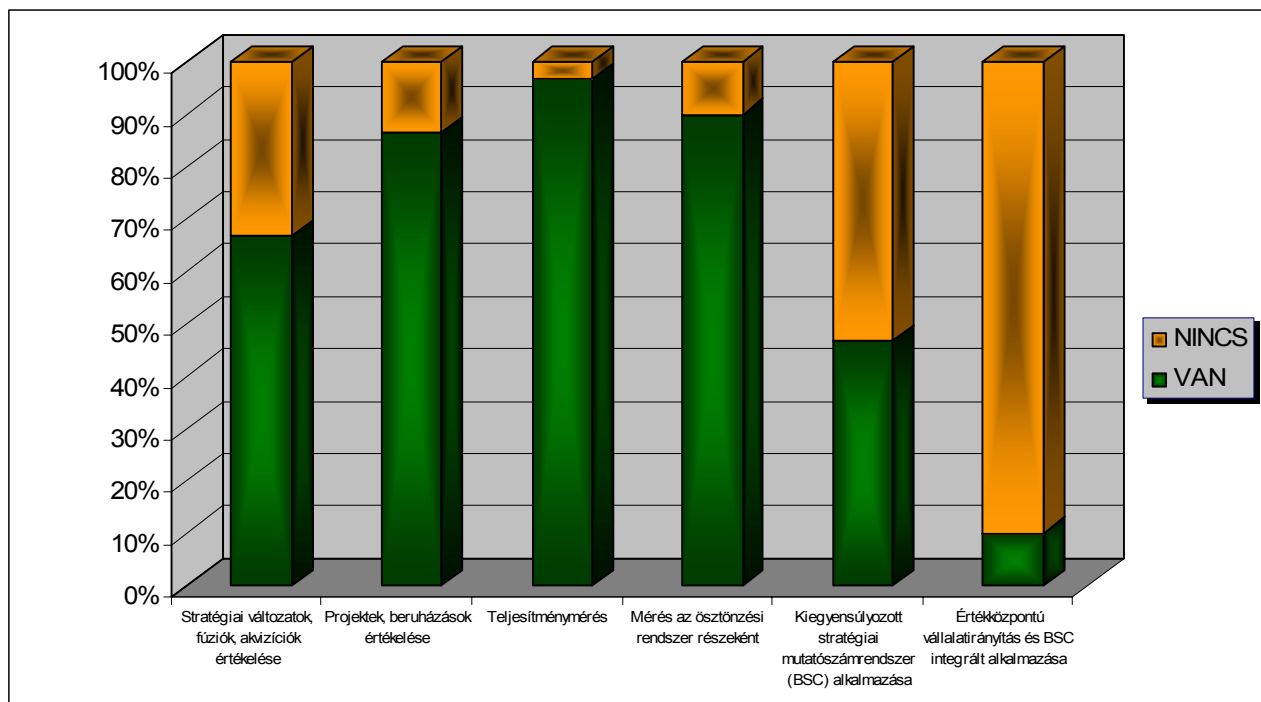
A vizsgált cégek 37%-ánál egy eszközt használnak mind könyvelési, mind kontrolling feladatokra, vezetői információs rendszerként, mind pedig az éves tervezési feladatok támogatására is.

Az SAP rendszert használja a vizsgált cégek 70%-a könyvelési célokra, ami egyértelműen dominánsnak tekinthető. A cégek fennmaradó 30%-ánál 8 különböző rendszert alkalmaznak a könyvelési feladatok ellátására. A vizsgált cégek 63%-ánál a könyvelés mellett kontrolling feladatokra is az SAP rendszert alkalmazzák, 23%-uk kiegészíti Microsoft Excel program használatával is. A Microsoft Excel programot alkalmazza a kontrolling feladatok megvalósítására a vizsgált cégek 33%-a, míg vezetői információs rendszer funkciók támogatására 53%-ban használják. 33%-a a vizsgált cégeknek az éves terv elkészítését az SAP rendszerben oldja meg, de ezen cégek felénél ezt Microsoft Excel közbeiktatásával végzik. A vizsgált cégek 57%-ánál jelentkezik a Microsoft Excel program az éves tervezési feladatok ellátása során.

A vizsgált cégek 73%-ánál 5 évnél régebben alkalmazzák a jelenlegi könyvelési rendszert, tehát meglehetősen nagy tapasztalattal rendelkeznek ezen a téren. Ugyanez a specifikus kontrolling eszközök vonatkozásában a cégek 53%-áról, a specifikus vezetői információs rendszerek vonatkozásában pedig 43%-ukról mondható el. Éves tervezésre a vizsgált cégek 33%-ánál alkalmazzák a jelenleg is használt specifikus, az éves tervezést támogató szoftvert.

III.1.2. A tulajdonosi értékmérés jelenléte a vizsgált cégeknél

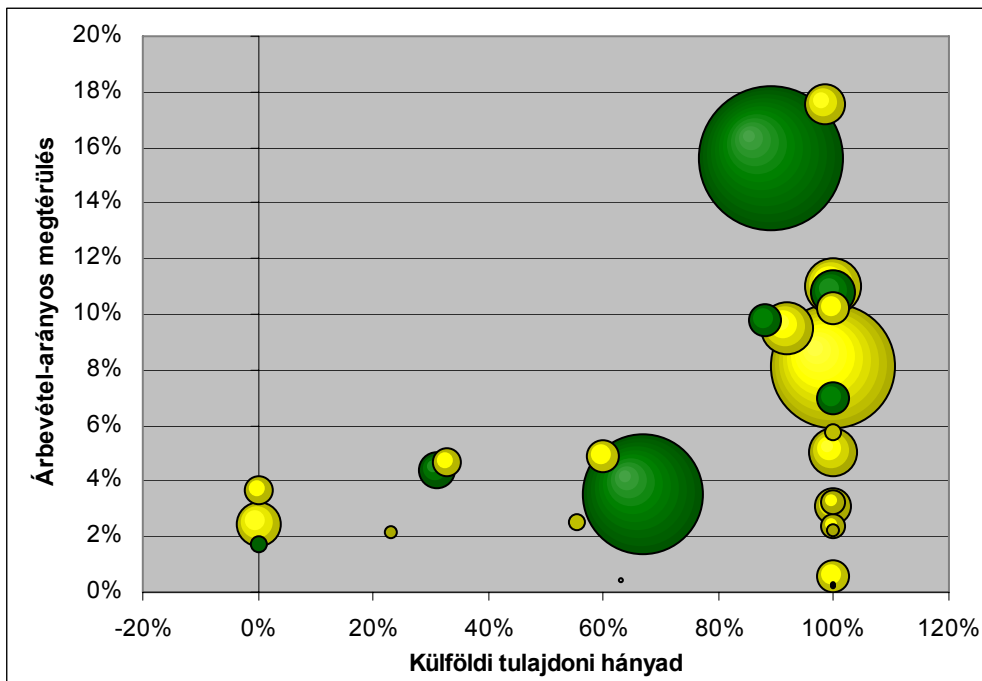
A vizsgált cégek 97%-ánál a teljesítmény mérésének valamilyen jelzőszámát kalkulálják, és 90%-uknál ezeket, illetve ezek egy részét az ösztönzési rendszerben is figyelembe veszik. Projektek, beruházások értékelésének feladatai a vizsgált cégek 87%-ánál jelentkeznek, míg a stratégiai alternatívák, fúziók, akvizíciók értékelésével a vizsgált cégek 67%-ánál foglalkoznak. A kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer alkalmazására a vizsgált cégek kevesebb mint felénél (47%) kerül sor, ennek az értékorientált vállalatirányítással történő összekapcsolása pedig már csak a vizsgált cégek 10%-ánál jelentkezik. (26. ábra)



26. ábra: A vizsgált cégek gyakorlatában jelentkező értékmérési feladatok

Forrás: Saját felmérés

A vizsgált cégek 27%-ánál fordul elő egyidejűleg valamennyi, a 26. ábrán szemléltetett értékmérési feladat – értelemszerűen az integrált alkalmazás figyelembe vétele nélkül. Ezen vállalatok pozícióit a 27. ábrán az adózás előtti eredmény nagyságát tükröző körök közül a sötét színnel jelöltek mutatják.



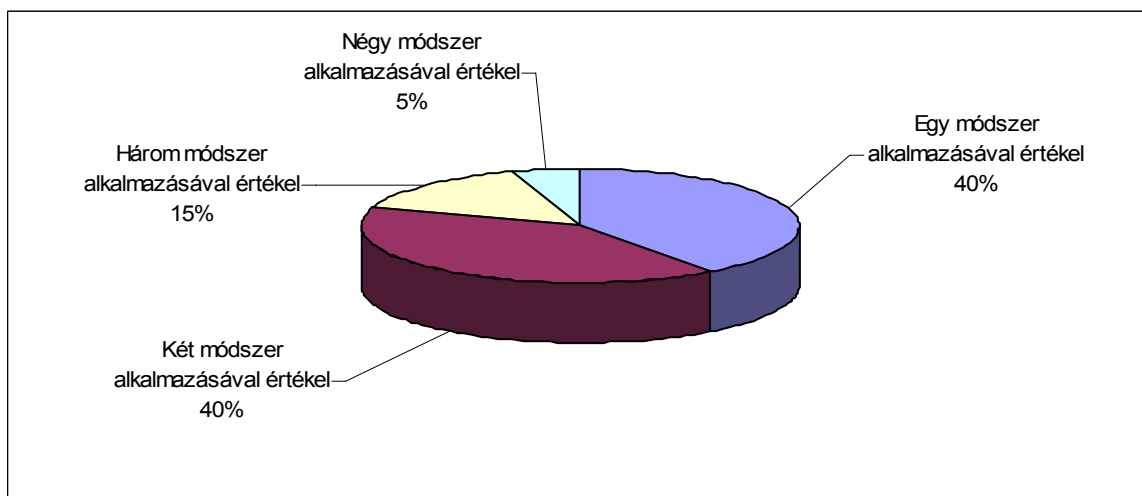
27. ábra: A vizsgált cégek adózás előtti eredményének alakulása a külföldi tulajdoni hányad és az árbevétel-arányos megtérülés összefüggésrendszerében

Forrás: Saját felmérés

Látható, hogy a tulajdonosi értékközpontú módszerek teljes körű alkalmazása elsősorban a többségi külföldi tulajdonosi hányaddal rendelkező cégek körében fordul elő.

III.1.2.1. Stratégiai alternatívák, fúziók, akvizíciók értékelése

A vizsgált cégek 33%-ánál nem merül fel feladatként a stratégiai változatok, fúziók, akvizíciók értékelése. Azon cégeknél, ahol foglalkoznak a stratégiai változatok, fúziók, akvizíciók értékelésével, 40%-ban egy módszer alkalmazásával végzik az értékelést, 40%-ban pedig ezt kiegészítik még egy módszer alkalmazásával. (28. ábra)



28. ábra: Stratégiai értékelések számossága a vizsgált cégek gyakorlatában

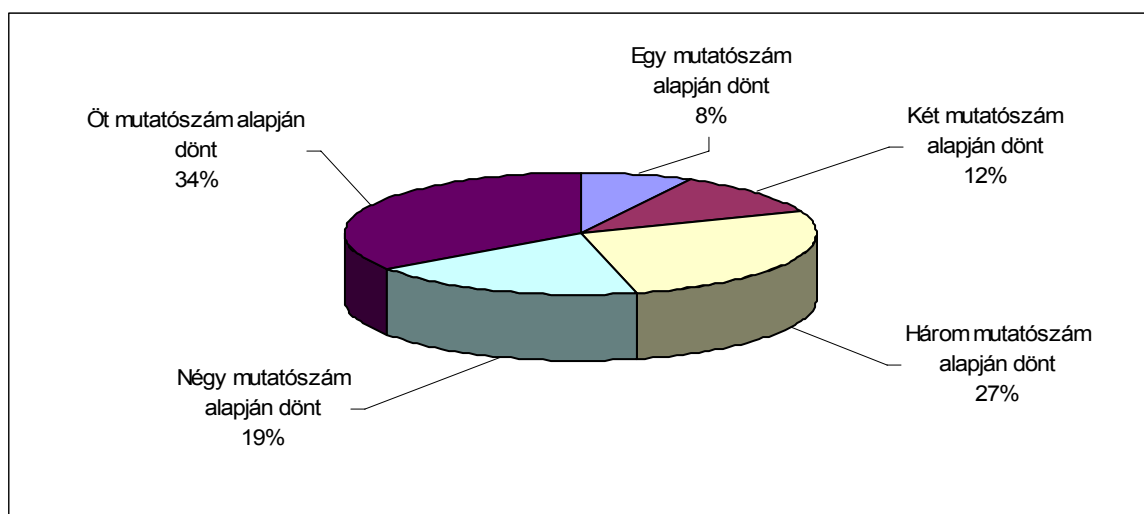
Forrás: Saját felmérés

Amely cégek esetében foglalkoznak stratégiai alternatívák, fúziók, akvizíciók értékelésével, ott kivétel nélkül alkalmaznak valamilyen diszkontált cash flow alapú módszert. Ezen cégek 45%-a alkalmaz a cash flow alapú módszer mellett valamilyen maradvány-nyereség koncepciót is az értékelésre.

Azon cégek esetében, ahol ilyen jellegű feladatok felmerülnek, 90%-ban jelentkezik a Microsoft Excel támogató eszközként, és csupán 10%-ban alkalmaznak speciális célszoftvert erre a célra.

III.1.2.2. Projektek, beruházások értékelése

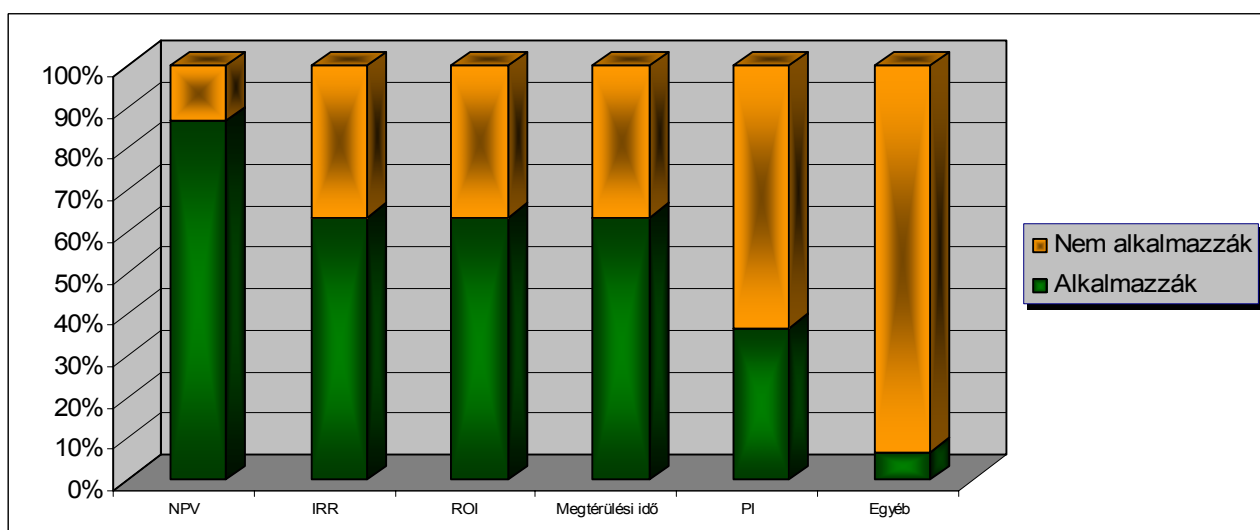
A vizsgált cégek 13%-ánál nem merül fel feladatként a projektek, beruházások értékelése. A projektek, beruházások értékelésének feladataival is foglalkozó cégek több mint fele 4 vagy 5 mutatószám meghatározása és elemzése révén hoz döntést a megvalósításról, illetve a lehetőség elvetéséről. (29. ábra)



29. ábra: Beruházások döntési kritériumaként alkalmazott mutatószámok számossága a vizsgált cégek gyakorlatában

Forrás: Saját felmérés

A projektek, beruházások értékelésére alkalmazott mutatók alkalmazási szintjét a 30. ábra szemlélteti.



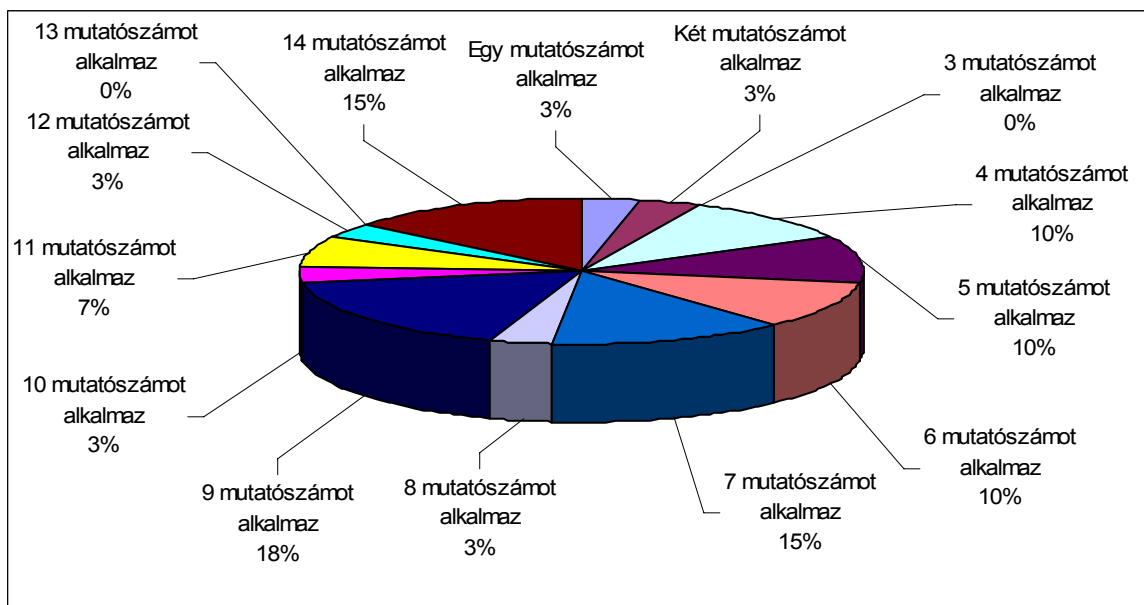
30. ábra: Projektek, beruházások értékelésére alkalmazott mutatók a vizsgált cégek gyakorlatában

Forrás: Saját felmérés

Legnépszerűbb mutatónak a vizsgált cégek körében a nettó jelenérték bizonyult – a cégek 87%-ánál végzik a számítását. Az NPV-t követi egyaránt 63%-os alkalmazási gyakorisággal a belső megtérülési ráta, a befektetés-arányos hozam és a megtérülési idő. A vizsgált cégek 37%-a számítja a jövedelmezőségi indexet, és mindössze 7%-uk alkalmaz a fenti mutatók kiegészítésére valamilyen egyéb mérőszámot.

III.1.2.3. Teljesítménymérés

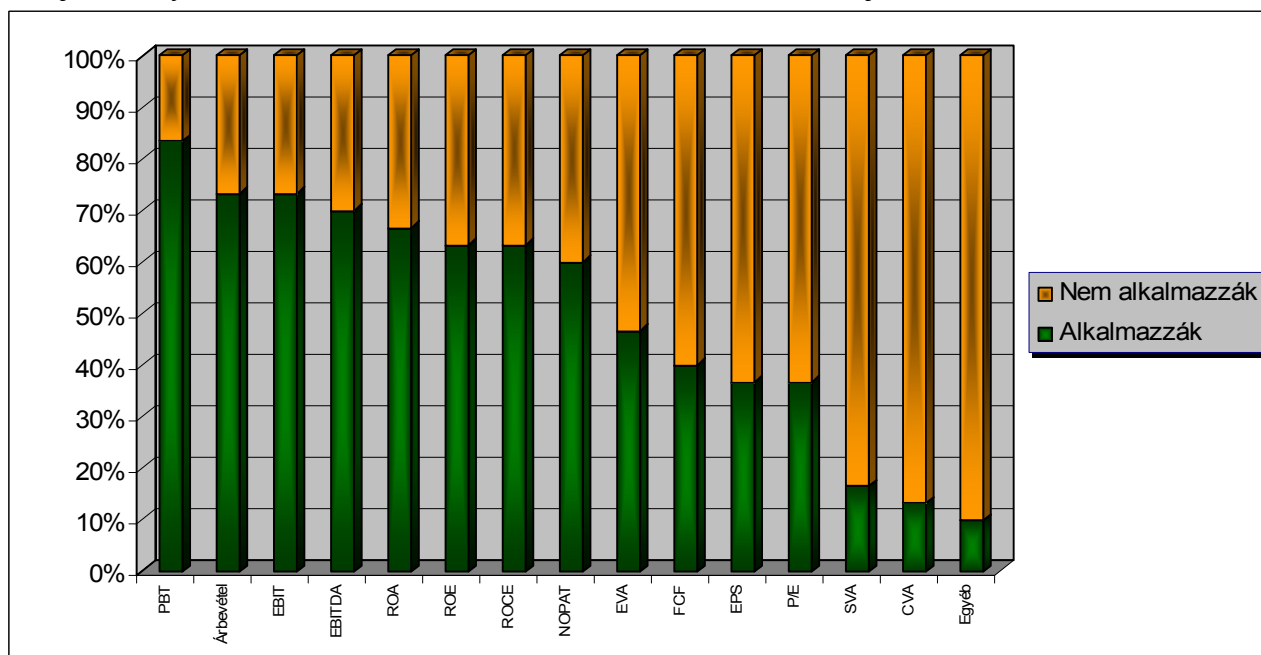
A vizsgált cégek 3%-ánál nyilatkoztak arról, hogy nem végeznek teljesítménymérést. Amely cégek végeznek, azoknál jelentős mértékben eltér az alkalmazott mutatószámok száma – nullától 14-ig terjed. (31. ábra)



31. ábra: Teljesítménymérő mutatószámok számossága a vizsgált cégeknél

Forrás: Saját felmérés

A teljesítménymérésre alkalmazott mutatószámok alkalmazási szintjét a 32. ábra szemlélteti.



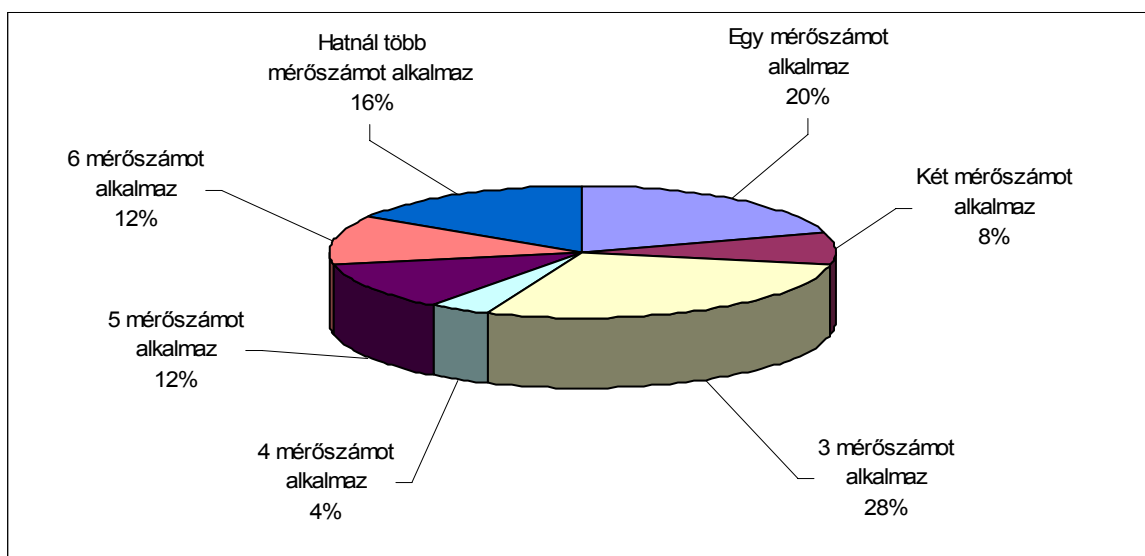
32. ábra: Teljesítménymérésre alkalmazott mutatószámok alkalmazási szintje a vizsgált cégeknél

Forrás: Saját felmérés

Az ábrán jól látható, hogy a teljesítménymérésre leggyakrabban alkalmazott hat mutatószám tisztán számviteli alapú mutató. A vizsgált cégek 83%-a veszi figyelembe teljesítménymérő mutatószámként az adózás előtti eredményt, 73%-a az árbevételt, valamint a kamat- és adófizetés előtti eredményt, 70%-a a kamat, értékcsökkenés és adózás előtti eredményt, 67%-a az eszközarányos megtérülés, 63%-a pedig a saját tőke arányos megtérülés mutatót. A teljesítménymérésre alkalmazott értékalapú mutatók közül a legnépszerűbb – 47%-os alkalmazási szinttel – a hozzáadott gazdasági érték mutató, valamint annak különböző részmutatói, úgymint a lekötött tőke arányos hozam és az adózás utáni operatív eredmény. A vizsgált cégek 63%-ánál alkalmazzák a ROCE, és 60%-ánál a NOPAT mutatót.

III.1.2.4. Értékmérés az ösztönzési rendszerben

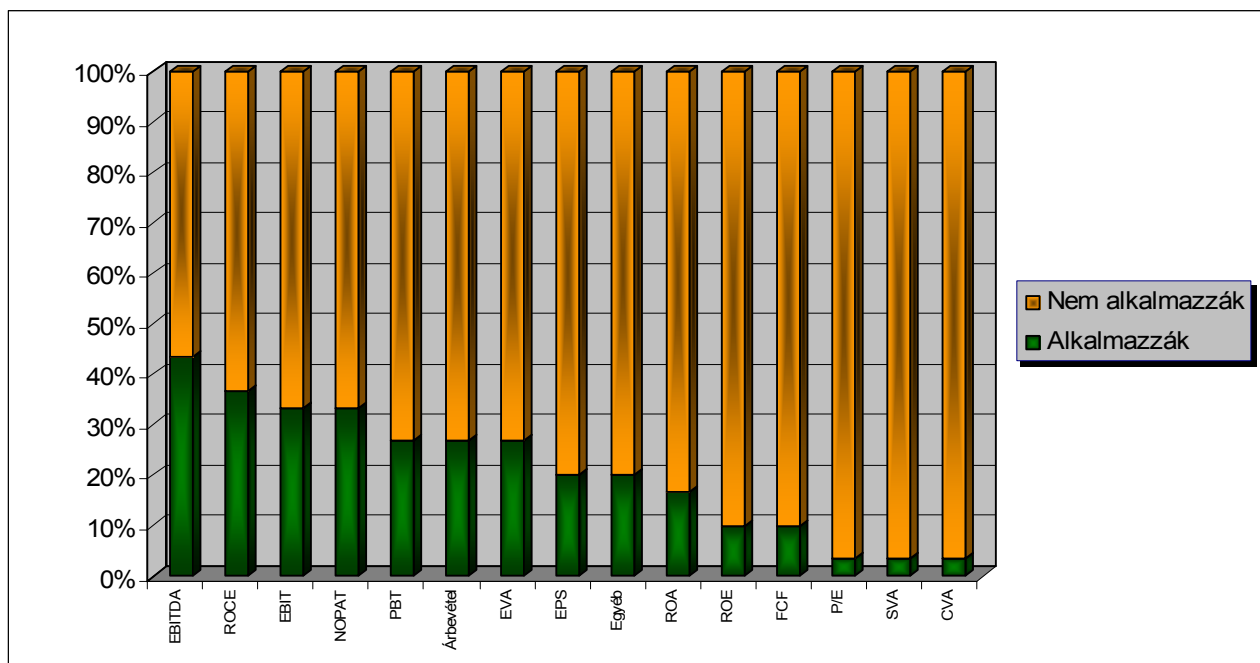
A vizsgált cégek 17%-ánál nem végeznek méréseket az ösztönzési rendszer kapcsán. A vállalati teljesítménymérést és az ösztönzési rendszert összekapcsoló cégek 56%-a három, vagy annál kevesebb mérőszámot vesz figyelembe az ösztönzési rendszerében. (33. ábra)



33. ábra: Az ösztönzési rendszerben alkalmazott mérőszámok számossága a vizsgált cégek gyakorlatában

Forrás: Saját felmérés

A teljesítménymérésre dominánsan alkalmazott mutatószámok az ösztönzési rendszerben jelentősen kisebb arányban kerülnek figyelembevételre. A teljesítménymérésre a vizsgált cégek 83%-ánál alkalmazott adózás előtti eredmény például a vizsgált cégek 27%-ánál kerül összekapcsolásra az ösztönzési rendszerrel. Az ösztönzési rendszerben leggyakrabban alkalmazott mutatószám 43%-os alkalmazási szinttel – a teljesítménymérésben a vizsgált cégek 70%-ánál alkalmazott – a kamat, értékcsökkenés és adózás előtti eredmény. Az árbevételt minden negyedik cégnél (27%) veszik figyelembe az ösztönzési rendszerben, és ugyanez az arány érvényesül a hozzáadott gazdasági érték esetében is. Az ösztönzési rendszerben alkalmazott különféle mutatószámokat a 34. ábra szemlélteti.

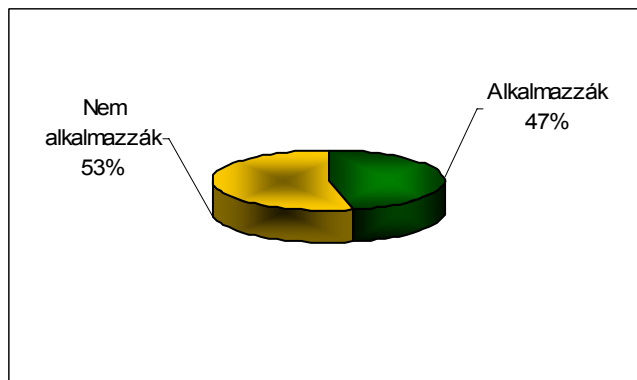


34. ábra: Az ösztönzési rendszerben alkalmazott teljesítmény-kritériumok a vizsgált cégeknél

Forrás: Saját felmérés

III.1.2.5. Kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer alkalmazása

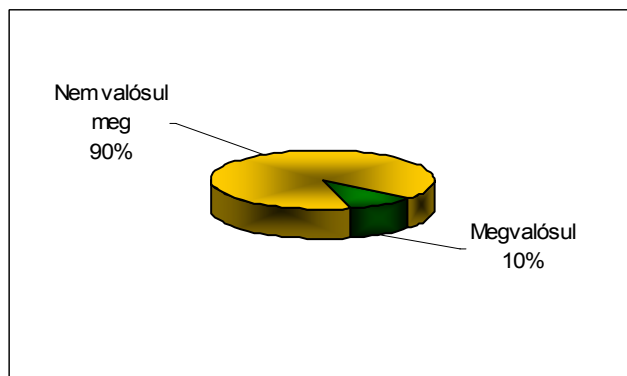
A vizsgált cégek több mint a felénél valamilyen szinten alkalmazzák a BSC rendszert. (35. ábra)



35. ábra: A Balanced Scorecard rendszert alkalmazó cégek aránya a vizsgált cégek között

Forrás: Saját felmérés

A BSC és az értékközpontú vállalatirányítás integrálása azonban csak minden tizedik cégnél valósul meg. (36. ábra)



36. ábra: Az értékközpontú vezetés és a BSC integrációjának gyakorisága a vizsgált cégek gyakorlatában

Forrás: Saját felmérés

Más szemszögből tekintve pedig azt mondhatjuk, hogy a Balanced Scorecard rendszert alkalmazó cégek közül minden ötödik kapcsolja össze a BSC-t az értékközpontú vállalatirányítással.

A Balanced Scorecardot alkalmazó cégek 50%-a adott információt a pénzügyi nézőpontban alkalmazott mutatószámokról, ami alapján megállapítható, hogy minden második esetben csak tisztán számviteli mutatók alkalmazására kerül sor.

III.1.3. Összefüggések vizsgálata

Az összefüggések vizsgálatával arra kerestem választ, hogy felfedezhető –e szignifikáns kapcsolat a toplistákra kerülés kritériumai és a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás teljes vagy részbeni alkalmazása között, valamint változik –e a kapcsolat szorossága, ha a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás alkalmazásánál azt is figyelembe vesszük, hogy az milyen múltra tekint vissza az adott cég életében.

Három pár adatsor közötti lineáris kapcsolat szorosságát mértem korrelációs számítás alkalmazásával – mindhárom kalkulációban az egyik adatsort a különböző toplistákra való kerülés kritériumának fontosabb mutatószámai, úgymint az árbevétel, az adózás előtti eredmény, a saját tőke nagysága, a létszám, valamint az ebből származtatható ráták (árbevétel-arányos megtérülés; saját-tőke arányos megtérülés; létszám arányos adózás előtti eredmény) képezték. (Az alapadatok az M5 mellékletben találhatóak.) A másik adatsor a három esetben eltérő volt:

- a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás részeként alkalmazott módszerek (SVA és/vagy EP; FCF; EVATM a teljesítménymérésben; EVATM az ösztönzésben; BSC; BSC és VBM integráció) alkalmazásának ténye;
- a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás egyes feladatainak (stratégia kialakítása; stratégiai alternatívák, akvizíciós lehetőségek értékelése; projektek, beruházások értékelése; teljesítménymérés; ösztönző javadalmazási rendszer részeként történő értékmérés; kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer alkalmazása; BSC és VBM integrált alkalmazása) jelenléte a vizsgált vállalati körben a felmerülésük időszakával súlyozva,
- a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás részeként alkalmazott módszerek (SVA és/vagy EP; projektek, beruházások gazdaságossági számításai; EVATM a teljesítménymérésben; EVATM az ösztönzésben; BSC; BSC és VBM integráció) vizsgált vállalati körben történő alkalmazásának ténye, az alkalmazás időszakával súlyozva.

Az utóbbi három adatsort egy saját kialakítású pontrendszer szolgáltatja, amelynek a lényege röviden az, hogy minden alkalmazott módszer, feladat-típussal való foglalkozás egy pontot ér az adott vállalatnál, az idősakkal történő súlyozást a két utolsó adatsorban pedig az adott módszer alkalmazásának kezdetétől számított évek, illetve az adott feladat-típus cégnél történő jelenlétének kezdetétől számított évek szorzata adja. Ennek a pontrendszernek a segítségével érhető az el, hogy az adott cégnél egy hosszú évek óta alkalmazott módszer, a gyakorlatra adaptált eljárás nagyobb súllyal számít, mint egy éppen most bevezetett rendszer.

Első körben azt vizsgáltam, hogy mennyire szoros kapcsolat mutatható ki a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás részeként alkalmazott módszerek alkalmazásának ténye és a különböző toplistákra való kerülés kritériumának fontosabb mutatószámai, úgymint az árbevétel, az adózás előtti eredmény, a saját tőke nagysága, a létszám, valamint az ebből származtatható ráták (árbevétel-arányos megtérülés; saját-tőke arányos megtérülés; létszám arányos adózás előtti eredmény) között.

Az első vizsgálat eredménye (amelyben nem szerepel az idősakkal való súlyozás), hogy az elvégzett korrelációs számítással nem volt kimutatható szignifikáns kapcsolat – noha a korrelációs együttható szinte kivétel nélkül pozitív volt, az értéke 0,4 alatt maradt. Közepes kapcsolat négy esetben volt kimutatható, az EVATM ösztönzési rendszerben történő alkalmazása és az árbevétel-arányos

megtérülés ($R = 0,437$), a BSC alkalmazása és a létszám⁷⁰ ($R = 0,423$), a BSC és a VBM integrált alkalmazása és az árbevétel ($R = 0,432$), valamint az összesített súlyfaktor⁷¹ és a létszám ($R = 0,4$) között. (A részletes eredmények az M6 mellékletben láthatók.)

A második vizsgálat (amelynek célja a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás egyes feladatainak jelenléte és a különböző toplistákra való kerülés kritériumának fontosabb mutatószámai közötti kapcsolat szorosságának felmérése) az előzőnél némiképp szorosabb korrelációt mutatott ki, de ebben az esetben is csak 6 érték haladta meg a közepes kapcsolat kritériumaként elfogadott $R = 0,4$ -es értéket, és ezek közül csak egy haladta meg a szoros kapcsolat küszöbértékének tekinthető $R = 0,7$ -es értéket. Közepes kapcsolat a BSC és VBM integrált alkalmazása és az árbevétel ($R = 0,522$), a BSC és VBM integrált alkalmazása és a saját tőke ($R = 0,477$), az összesített súlyfaktor és az adózás előtti eredmény ($R = 0,436$), a projektek, beruházások értékelésének végzése és az árbevétel ($R = 0,511$) valamint a projektek, beruházások értékelésének végzése és az adózás előtti eredmény ($R = 0,668$) között mutatható ki. $0,7$ -nél szorosabb értéket a projektek, beruházások értékelése és a saját tőke értéke között találtam ($R = 0,711$). (A részletes eredményeket az M7 melléklet tartalmazza.)

A harmadik vizsgálat a módszertan alkalmazási időtartamának és a különböző toplistákra való felkerülés kritériumának fontosabb mutatószámai közötti kapcsolat szorosságának felmérésére irányult. A korreláció ebben a számításban volt a legnagyobb. A BSC és a VBM integrált alkalmazása esetében az előző vizsgálatban tapasztalt értékek változatlanok maradtak ebben a számításban, és ugyanez elmondható a projektek, beruházások értékelésének feladataival kapcsolatban is. Ezekon túlmenően közepes erősségű kapcsolatban van a vizsgálat szerint az SVA és/vagy EP alkalmazása az adózás előtti eredménnyel ($R = 0,416$), a saját tőkével ($R = 0,458$) és a létszámmal ($R = 0,45$), az EVATM teljesítménymérésben történő alkalmazása az adózás előtti eredménnyel ($R = 0,442$), a saját tőkével ($R = 0,412$) és a létszámmal ($R = 0,514$). Ugyancsak közepes erősségű korreláció mutatható ki az EVATM ösztönzési rendszerben történő alkalmazása és az árbevétel ($R = 0,417$), az adózás előtti eredmény ($R = 0,52$), a saját tőke ($R = 0,441$), a létszám ($R = 0,468$) és a saját tőke arányos megtérülés ($R = 0,525$) között. Az összesített súlyfaktor négy mutatószámmal korrelál közepesen, az árbevétellel ($R = 0,502$), az adózás előtti eredménnyel ($0,598$), a saját tőkével ($0,625$) és a létszámmal ($0,514$). (A részletes eredmények az M8 mellékletben találhatók.)

Az elvégzett korrelációs számítások összefoglalásaként elmondható – noha a vizsgálat elvégzéséhez rendelkezésre álló kis elemszám nem teszi lehetővé egyértelműen az általános következtetések levonását –, hogy azok utalnak a tulajdonosi értékközpontú mérési módszerek alkalmazásának, a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás keretein belül megjelenő feladatok felmerülésének és elvégzésének, valamint az egyes cégek toplistára kerülésének kritériumait megtestesítő mutatószámok értékei közötti kapcsolatnak a jelenlétére.

III.1.4. A felmérés megállapításainak összegzése

A különböző toplistákon előkelő helyen szereplő harminc vállalkozás adatai alapján az látható, hogy a különböző értékmérési feladatok közül a vizsgált cégeknél legnagyobb arányban (97%) a teljesítmény mérése jelentkezik, és 90%-uknál az ösztönzési rendszerben is figyelembe veszik a teljesítménymérés különböző mutatószámait. Projektek, beruházások értékelésének feladatai a vizsgált cégek 87%-ánál fordulnak elő, míg a stratégiai alternatívák, fúziók, akvizíciók értékelésével a vizsgált cégek 67%-ánál foglalkoznak.

A harminc cégről rendelkezésre álló információk feldolgozása alapján az alábbi fontosabb észrevételek, megállapítások tehetők:

⁷⁰ A vizsgált vállalati körben BSC-t alkalmazó cégek több mint 70%-a 2000 fő fölötti alkalmazottat foglalkoztat, összességében pedig meghaladja a 72 000 főt.

⁷¹ A vizsgálatban szereplő, a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás részeként preferált módszerek közül az adott cég által alkalmazott módszerek számával súlyozott érték.

- Amely cégeknél foglalkoznak stratégiai alternatívák, fúziók, akvizíciók értékelésével, ott kivétel nélkül alkalmaznak valamilyen diszkontált cash flow alapú módszert, és ezen cégek 45%-a alkalmaz a cash flow alapú módszer mellett valamilyen maradvány-nyereség koncepciót is az értékelésre.
- A projektek, beruházások értékelésére alkalmazott módszerek, mutatószámok tekintetében nagyon kiegyenlített képet kapunk – a vizsgált cégek mindössze 7%-a alkalmaz más mutatószámot, mint a nettó jelenérték, a belső megtérülési ráta, a befektetés-arányos hozam, a megtérülési idő és a jövedelmezőségi index.
- A teljesítménymérésre alkalmazott mutatószámok közül a leggyakrabban alkalmazott hat mutatószám még napjainkban is – hátrányai ellenére – tisztán számviteli alapú mutató. A vizsgált cégek 63% és 83% közötti részénél veszik figyelembe teljesítménymérő mutatószámként az adózás előtti eredményt, az árbevételt, a kamat-és adófizetés előtti eredményt, a kamat, értékcsökkenés és adózás előtti eredményt, az eszközarányos megtérülés, és a saját tőke arányos megtérülés mutatót.
- A teljesítménymérésre alkalmazott értékalapú mutatók közül a legnépszerűbb a hozzáadott gazdasági érték mutató – a vizsgált cégek közel felénél használják –, valamint annak különböző részmutatói, úgymint a lekötött tőke arányos hozam és az adózás utáni operatív eredmény.
- Az ösztönzési rendszerben leggyakrabban alkalmazott mutatószám 43%-os alkalmazási szinttel a kamat, értékcsökkenés és adózás előtti eredmény, amely ugyan a számviteli alapú mutatók közé tartozik, de legalább az értékcsökkenés 'visszaadásával' az egyik legfontosabb korrekciót már tartalmazza.
- Minden negyedik cégnél (27%) figyelembe veszik az ösztönzési rendszerben az árbevételt – mint a tulajdonosi érték nagyságával a legkevésbé kapcsolatban lévő mérőszám egyikét –, és ugyanez az arány érvényesül a hozzáadott gazdasági érték mutató – mint egy adott periódus értékváltozását leginkább tükröző jelzőszám – esetében is.
- A vizsgált cégek több mint a felénél valamilyen szinten alkalmazzák a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszert, közülük azonban csak minden ötödik kapcsolja azt össze az értékközpontú vállalatirányítással.
- A toplistákra való felkerülés kritériumai és a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás teljes vagy részbeni alkalmazásának pusztá léte között korrelációs számítás alkalmazásával nem mutatható ki szignifikáns kapcsolat.
- Az előző pontban szereplő kapcsolat szorosabbá válik, amennyiben a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás alkalmazásánál azt is figyelembe vesszük egy tényezőben, hogy az milyen múltra tekint vissza az adott cég életében. A vizsgált vállalati körben elvégzett korrelációs számítás közepes kapcsolat jelenlétére utal.

Összességében a vizsgált cégek információi alapján megállapítható, hogy a számviteli mutatók még napjainkban is nagy szerepet töltenek be az értékmérésben, és az értékközpontú vállalatirányítás részét képező értékmérési módszerek megtalálhatók ugyan a cégek életében, de még nem valósult meg a teljes körű alkalmazásuk.

III.2. ESETTANULMÁNYOK ÖSSZEFOGLALÁSA

Hat cégcsoportnál, cégnél készítettem részletes esettanulmányt annak érdekében, hogy a hazai gyakorlati életből pozitív, követendő példákat tudjak állítani a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás hívei számára. Az esettanulmányok rövid összefoglalása ebben a fejezetben, míg azok részletes bemutatása az M9-M14 mellékletekben található.

III.2.1. A MOL Csoport

A MOL Csoport Közép-Európa vezető integrált olajipari csoportja, nettó árbevétele alapján pedig Magyarország legnagyobb vállalata. A MOL Csoport valamennyi alaptevékenységét (kőolaj-, földgáz- és gáztermékek kutatása és termelése; kőolaj-feldolgozás, -szállítás, és tárolás; földgáz és egyéb gáztermékek importja, szállítása, tárolása és nagykereskedelme; olefinek és poliolefinek gyártása és értékesítése) illetően piacvezető Magyarországon és Szlovákiában. A MOL Rt. 1991-ben alakult meg a korábbi állami vállalatokból. Ebben az időszakban az irányítási, kontrolling rendszert a manuális adatbevitel, a lassú, elsősorban papíralapú beszámolási folyamat, valamint a kevésbé megbízható információk jellemezték. Az értékközpontú irányítás kialakítása a privatizációval, a külső befektetők befektetői elvárásainak megjelenésével kezdődött, s napjainkra a MOL Csoport már egy példaértékű integrált stratégiai menedzsment rendszerrel rendelkezik.

A MOL Csoportnál végzett vizsgálataimat elsősorban három terület felé összpontosítottam. Célul tűztem ki az integrált stratégiai menedzsment rendszer átfogó megismerését, a projektek, beruházások értékelési folyamatának, technikáinak áttekintését, valamint a teljesítménymérés és ösztönzés területén alkalmazott módszereknek a vizsgálatát.

A MOL Csoport integrált stratégiai menedzsment rendszere

A MOL Csoport integrált stratégiai menedzsment rendszere egy évekig tartó, nagy kitartást és sok munkát igénylő folyamat eredménye. A rendszer kialakításának főbb állomásai a következők voltak:

- 1999-ben bevezetésre került egy Vezetői Információs Rendszer, amely jelentősen javított az információszolgáltatás átfutási idején, de még a papíralapú riportolás és a manuális konszolidáció jellemezte.
- 2000-ben az Üzleti Folyamatok Újraszervezése (Business Process Re-engineering, BPR) program során átalakításra kerültek a vállalati folyamatok azok modernizálása és a hatékonyságának növelése érdekében.
- 2001-ben kiépítették a Balanced Scorecard és a kulcsteljesítmény-jelző mutatószámok (Key Performance Indicator, KPI) rendszerét, ezáltal összekapcsolták a stratégiai és az operatív célokat, a pénzügyi teljesítményt és az egyéni teljesítményt, az üzleti érdekeltiséget és az egyéni érdekeltiséget. (A BSC-t osztály szintig bontották le.)
- 2002-ben bevezették az SAP stratégiai vállalatirányítás (Strategic Enterprise Management, SEM) moduljának a társasági teljesítmény-irányítás (Corporate Performance System, CPS) almodulját, és összekapcsolták az SAP adattárház (Business Warehouse, BW) moduljával, ezáltal jelentősen lerövidült átfutási idők mellett megvalósult a BSC integrált szoftveres támogatása.
- 2003-ban továbbfejlesztették az SAP üzleti tervezés és szimuláció (Business Planning and Simulation, BPS), valamint a törvényi és a menedzsment konszolidáció elvégzését terv, tény és várható adatok szintjén biztosító üzleti konszolidációs rendszer (Business Consolidation System, BCS) almodulok használatát. A BPS lehetővé teszi a tervadatokat adattárházba történő manuális bevitelét, valamint ezek alapján a további tervadatokat kalkulációját. A tervezés az alaprendszer törzsadatai szerint történik, a terv első éve havi bontásban, a következő két év pedig éves bontásban. A tervezés területei közé tartozik az ér-

tékesítés tervezése, az eredmény tervezése, a mérleg tervezése, a finanszírozás tervezése, valamint a beruházások tervezése. A BCS almodul alkalmazásával és integrálásával érték azt, hogy a számviteli zárást követően a havi és negyedéves jelentésekhez használt konszolidált riportok előállítása Csoport szinten egy munkanapon belül, egy nappal később pedig Divízió és Szegmens szinten megtörténik.

- 2004-ben bevezettek egy magas színvonalú integrált tervezési-riportálási, úgynevezett Management Cockpit rendszert a korábban használt vezetői információs rendszer kiváltására. Az adatmegjelenítés több időszakra vonatkozóan (bázis, terv, tény, várható) biztosított, és a napi értékesítési adatok közzététele is megoldott. A rendszerben szereplő mutatók 60-70%-a automatikusan töltődik be az SAP adattárházából.

A jövőbeli fejlesztési tervek között szerepel a teljesítménymutatók összekapcsolása a HR rendszerekkel, a Management Cockpit integráltságának a fokozása, valamint egy rendszerfejlesztés a kivételek alapján történő jelentés támogatására.

A Balanced Scorecard rendszer működőnek tekinthető, de felülvizsgálatra szorul a nem pénzügyi nézőpontok (elsősorban tanulás és fejlődés) vonatkozásában. További fejlesztési lehetőségként mutatkozik még a jelenleg osztály szintig lebontott BSC személyi szintre történő lebontása is.

Projektek, beruházások értékelése

Az értékelés kapcsán éves szinten 200-300 projektről, és mintegy 150-200 Mrd Ft sorsáról születik döntés. (Az akvizíciók természetesen nem tartoznak ebbe a kategóriába.) A projektek 60-70%-a úgynevezett determinált projekt, ahol a döntéshozatalban elsősorban nem a gazdasági érvek a meghatározók (például hatósági előírás miatt szükséges egy beruházás elvégzése), a többi esetben viszont tisztán gazdasági alapon születik döntés.

Az értékelést diszkontált cash flow alapon végzik 1997 óta. 10 éves periódusra készítenek részletes cash flow tervet, az azt követő időszakok teljesítményét pedig maradványértékben jelenítik meg. A diszkontálást súlyozott átlagos tőkeköltség alkalmazásával végzik – a tevékenységi körök és az érintett országok kombinációjaként összesen 21 WACC értéket határoznak meg. A számítások végeredményeként nettó jelenértéket, belső megtérülési kamatlábat és megtérülési időt kalkulálnak, amelyek alapján különböző vezetői szinteken – a projekt méretétől függően – születnek meg a döntések. Alapvető kritérium, hogy a projekteknek minimálisan az adott tevékenységre kalkulált tőkeköltségnek megfelelő hozamot kell biztosítani.

Az alkalmazott módszertan összességében sikeresnek tekinthető a MOL Rt.-nél, az utóértékelések azonban azt mutatják, hogy a projekteket előterjesztő szakmai területek túlságosan optimistán ítélik meg a projektek várható pozitív hatásait, ennek következtében fontos feladat az előterjesztések tartalmának szigorú felülvizsgálata.

Teljesítménymérés és ösztönzés

A teljesítménymérés csúcsmutatójaként a MOL Csoport az EVATM-t tekinti. Kulcsfontosságúnak tartják, hogy a ΔEVA^{TM} évről évre tudjon növekedést produkálni. Az EVATM-t csoport és szegmens (kutatás és termelés; finomítás és nagykereskedelem; kiskereskedelem; kenőanyag; vegyipar) szinten számolják, negyedévente, halmozott időszakra. A tervekben célértékként szerepel az EVATM, az üzleti tervben éves, az operatív tervben pedig negyedéves bontásban. Az EVATM kalkulációt jelenleg táblázatkezelő szoftverrel végzik, de célkitűzés, hogy 2006-tól ez automatikusan történjen.

Az EVATM fontos szerepet kap az ösztönzésben is – az üzleti vezetői szintig megy le, és a prémium mintegy ötöde függ tőle. A hosszú távú ösztönzés érdekében vezetői szinten a megítélt prémium 60%-a kerül kifizetésre, a 40% pedig 3 év múlva, ha az adott vezető még akkor is a cégnél dolgozik. Az EVATM mellett megjelennek a teljesítménymérési és ösztönzési rendszerben egyéb, rövid és hosszú távú teljesítménymérő és ösztönző mutatószámok is.

Összességében a MOL Csoport kapcsán elmondható, hogy az alkalmazott módszertant sikerült teljessé, integrált szintűvé tenniük, és az ösztönzőrendszerbe történő beillesztésével ezt el is fogadtatták az érintettek körében.

Az esettanulmány részletes bemutatására – annak terjedelmére való tekintettel – az M9 mellékletben kerül sor.

III.2.2. A Tiszai Vegyi Kombinát Rt.⁷²

A TVK Rt. több mint fél évszázaddal ezelőtt alapított vegyipari termelő vállalat, amely vertikálisan integrált termelési szerkezetben elsősorban vegyipari benzinből kiindulva etilént és propilént, majd ezekből polimereket, vagyis műanyag alapanyagokat gyárt. A közép-európai petrokémiai kapacitás 20%-ával rendelkezik, és egyike Magyarországon legnagyobb vállalatainak.

A TVK Rt. vállalatirányítási rendszerének esettanulmányként történő feldolgozása során elsősorban a stratégiai alternatívák értékelési folyamatának, módszertanának a feldolgozására összpontosítottam, amely feladatok elvégzésének egyébként magam is részese lehettem, mint a TVK Rt. alkalmazottja.

Az 1996 nyarán történt privatizációt követően 1997-ben született döntés arról, hogy a stratégia számszerűsítésének támogatására a Rappaport (1986) által leírt Shareholder Value módszertan kerül bevezetésre. A számítások megkönnyítésére egy amerikai fejlesztésű szoftver (Alcar for Windows) is megvásárlásra és bevezetésre került.

A stratégiai változatok értékelési folyamatának első fázisában a feltételrendszer, a premisszák meghatározására és rögzítésére került sor neves kutatóintézetek, iparági szakértők előrejelzéseinek, technológiai szakértők garantált adatainak, közép és hosszú távú szerződések adatainak, piaci szakértők adatainak alapulva. Ebben a fázisban történt az előrejelzési időhorizont meghatározása, a maradványérték számítási módjának kiválasztása, valamint a súlyozott átlagos tőke költség kiszámítása.

Az előkészítést követően került sor a modell-építésre, vagyis az egyes gyárak modelljeinek (11 modell) felépítésére az Alcar szoftverben, melyek konszolidációjával valósítható meg a stratégiai üzleti egységek, valamint a Társaság egészének az értékelése. A modellek alapadatokkal való feltöltésével egy úgynevezett bázis terv, egy alapeset változat – amely a jelenben meglévő potenciálok szinttartása mellett, de azok növelése nélkül valósulhat meg – tulajdonosi értékének meghatározása történt meg.

A folyamat leginkább időigényes részét a különböző stratégiai programok, akciók vizsgálata jelenti, vagyis annak meghatározása, hogy az egyes alternatívák milyen mértékben csökkentik vagy növelik a társaság tulajdonosi értékét az alapesettel történő összehasonlításban. Az alternatívák összehasonlítása a különböző beruházások kombinációival képzett változatok és az alapeset változat különbsége alapján számított mutatók alapján történt, elsősorban inkrementális belső megtérülési kamatláb, inkrementális nettó jelenérték, inkrementális maradványérték, és inkrementális EBITDA összevetésével. Ezzel egyidejűleg érzékenységvizsgálatokkal meghatározásra kerültek, hogy melyek a kritikus értékbecsítő tényezők, amelyek változásaira az üzleti egységek tulajdonosi értéke érzékenyen reagál, és mely területeken kell különösképpen ügyelni a tervezés, az előrejelzés pontosságára.

A számítások elvégzését követően a tulajdonosokat képviselő Igazgatóság felé annak a stratégiai alternatívának a megvalósítása került javaslatként megfogalmazásra, amely a legkedvezőbb mutatókat produkálta, vagyis a döntési javaslat tisztán gazdasági elveken alapulva, a tulajdonosi érték maximalizálásának szemléletében született meg.

A módszertan alkalmazását követően egyébként mintegy három éves előkészítő munkát követően a Társaság Igazgatósága 2002-ben jóváhagyta a mintegy 110 Mrd Ft értékű, méretét és hatását tekint-

⁷² Az esettanulmány gondolatmenete Fónagy-Árva - Zéman (2000) és Fónagy-Árva – Ilyés (2001) publikációkra épül, azok továbbfejlesztett változata.

ve a TVK Rt. alapításához hasonlítható beruházási programcsomagot, melynek eredményeként 2005-ben két új gyár épült fel, az egyik meglévő gyárban pedig 30%-os kapacitás-bővítés történt. A beruházás eredményeképpen a Társaság elérte azt a méretgazdaságosságot, amellyel megőrizheti vezető pozícióját a közép-európai régióban, és erősítheti piaci jelenlétét az Európai Unióban.

Összességében elmondható, hogy a TVK Rt. gyakorlata a stratégiai alternatívák értékelésében pozitív példaként szolgálhat a Shareholder Value módszertan alkalmazását illetően.

Az esettanulmány részletes bemutatására – annak terjedelmére való tekintettel – az M10 mellékletben kerül sor.

III.2.3. A Wallis Csoport

A Wallis Csoport egy másfél évtizede működő, magyar tulajdonban lévő, mintegy 70 céget magában foglaló cégcsoport. Több ágazatban is vezető piaci szereplő, így az ingatlanfejlesztés és a kapcsolódó szolgáltatások, a gépjárműkereskedelem és a kapcsolódó szolgáltatások, valamint a lakásbelső gyártás területén, de vannak érdekeltségei a reklám és kommunikációs piacon, valamint a pénzügyi tanácsadási piacon is.

A Wallis Csoportnál végzett vizsgálataim alapvető célja egy olyan vállalati gyakorlat megismerése volt, ahol az irányítást egy nagy számú céget magában foglaló csoport esetében kell megvalósítani, és ahol a legfontosabb célként megfogalmazott tulajdonosi érték növelés érdekében állandóan új vállalatfelvásárlási lehetőségeket keresnek, majd pedig azokat megfelelő ajánlat esetén értékesítik.

A Wallis Csoportnál az akvizíciós lehetőségek megítélésében, elbírálásában az értékteremtés szemlélete dominál. Szabad cash flow alapú modelleket építenek Microsoft Excel táblázatrendszerek alkalmazásával. Általában 5 éves intervallumra készítenek részletes cash flow számítást, azt követően pedig maradványértékkel kalkulálnak. A modelleket igen nagy alaposággal és részletezettséggel készítik el, és nagy hangsúlyt fektetnek a súlyozott átlagos tőkeköltség kalkulálására is. A számítás eredményeként a tulajdonosi értéket határozzák meg, és azt tekintik döntési kritériumként. A Wallis Csoportban az akvizíciók értékelését magas színvonalon végzik, nagy szakértelemmel választják ki a felvásárlási célpontjaikat, amelyek a múltat tekintve néhány kivétel mellett be is váltották a hozzájuk fűzött reményeket.

A Wallis Csoport valamennyi cégének működtetéséhez biztosítja a Csoportban felhalmozott szak tudást, az irányításhoz, tervezéshez, beszámolóshoz kialakított közös rendszert, informatikai felületet. A felvásárolt vállalatok felé különböző pénzügyi mutatószám értékeket tűznek ki célul, és ezek alapján mérik a teljesítményüket. Kiszámítják ugyan az EVATM mutatót is, viszont nem ez az első számú a teljesítménymérésben és az ösztönzésben. Az ösztönzés alapját sokkal inkább a különböző számviteli mutatók adják, azok hátrányaival együtt, így kézenfekvő fejlesztési lehetőségként mutatkozik a tulajdonosi értékmaximalizáló szemlélet gyakorlati alkalmazásának kiterjesztése a teljesítménymérés és az ösztönzés területére is.

Az esettanulmány részletes bemutatására – annak terjedelmére való tekintettel – az M11 mellékletben kerül sor.

III.2.4. A Continental Temic Hungary Kft.

A Continental Temic Hungary Kft. a hannoveri székhelyű Continental AG autóipari óriás budapesti leányvállalata. A fővárosi üzemben fékrendszereket, elektronikai szabályozóegységeket gyártanak a legnagyobb európai és ázsiai autómárkák részére.

A Continental Temic Hungary Kft.-nél végzett vizsgálataim alapján megállapítottam, hogy a cég ügyvezetője maximálisan összpontosít a vállalatirányítás elméleti vívmányainak gyakorlati alkalmazásba vételére. Ez egyaránt igaz a stratégia kialakítására, a stratégia-központú vállalatirányítás és

a Balanced Scorecard megvalósítására, az értékközpontú vállalatirányítás és a BSC integrálására, az EVATM alapú teljesítménymérés és ösztönzési rendszer integrált alkalmazására.

A vállalat stratégiájának középpontjában a tulajdonosi érték növelése áll. A stratégia kialakítására a jövőkép megfogalmazását, a versenytársak elemzését (SWOT-elemzés a vállalat belső erősségeinek, gyengeségeinek, valamint a külső környezet lehetőségeinek és veszélyeinek feltárására) követően az úgynevezett stratégiai térkép előállításának módszerét alkalmazzák. A stratégiai térkép alapján a stratégiai célok kerülnek megfogalmazásra, majd pedig a vállalkozás versenyhelyzetének vizsgálatára portfólióelemzést végeznek a BCG-mátrix (a Boston Consulting Group relatív piaci részesedés és piaci növekedés vizsgálatára kifejlesztett módszere) alkalmazásával. Értékelik az egységek piaci pozícióit, felvázolják az üzletágak jelenlegi helyzetét és jövőbeli pozícióját a stratégiai akciók megvalósítása nélkül, és azok megvalósításával. Meghatározzák, hogy mely üzletágakra kell fókuszálni a versenyképesség, vagy a piaci vonzerő vonatkozásában, mely üzletágakat kell esetleg összevonni egymással, vagy éppen megszüntetni. A portfólióelemzést követi a stratégiai tervezés, a stratégia megalkotása, amelynek vezérlése a Balanced Scorecard rendszer által történik. A Continental Temic Hungary Kft.-nél a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer és az értékközpontú vállalatirányítás összekapcsolása, integrálása is megvalósul.

A BSC-t egyéni szintre bontották le a cégnél, ami a BSC megalkotói (Kaplan – Norton, 1999) által elképzelt, a rendszer csúcsát jelentő megoldás. A Continental Temicnél megvalósított gyakorlati alkalmazás nemcsak Magyarországon, de még Európában is ritkának és példaértékűnek tekinthető! (A konzernen belül a Balanced Scorecard rendszert szigetenként alkalmazzák, de jelenleg például magyar alapokon építik ki Mexikóban.) A BSC adatok minden egyes dolgozónál a bérelszámolás mellékletét képezik, és minden dolgozó számára egyértelművé teszi, hogy mi alapján kapja a prémiumot. A stratégiai célok valamennyi munkatárs számára ismertek, ami a minőségi mutatókban meg is mutatkozik.

Egy stratégiai alternatíva, egy projekt vagy beruházás megvalósításáról, vagy elvetéséről szigorúan a gazdasági számítások adatai alapján döntenek, más szempontok egyáltalán nem érvényesülnek. A különböző stratégiai alternatívák számszerűsítésére és értékelésére a szabad cash flow módszertant alkalmazzák, vagyis a tulajdonosi értékét FCF modell alapján számítják ki. Az értékteremtés mérésének csúcsmutatójaként a Continental Vállalati Értékteremtés (Continental Value Contribution, CVC) mutatót alkalmazzák, ami gyakorlatilag az EVATM mutatóval egyezik meg. A cégnél a teljesítménymérés és az ösztönzési rendszer integrált működtetését is megvalósítják – a felsővezetés ösztönzési rendszerének egyik alapeleme a CVC mutató. A hosszú távú ösztönzés érdekében valamennyi dolgozóra prémiumbankot működtetnek, ami a kilépési kockázatok korlátozására különösen hasznos, és a sikeres dolgozók „arany bilincseként” működik, mivel a prémiumbankban lévő még fel nem vett prémium elvész, amennyiben a dolgozó felmond.

Összességében megállapítható, hogy a Continental Temic Hungary Kft. esetében valamennyi döntés a tulajdonosi érték növelésének érdekében kerül meghozatalra, és magas szakmai színvonalon valósítják meg a tulajdonosi érték növelését célzó módszertanok gyakorlati alkalmazását.

Az esettanulmány részletes bemutatására – annak terjedelmére való tekintettel – az M12 mellékletben kerül sor.

III.2.5. A Béres Csoport

Célkitűzéseim között szerepelt egy olyan esettanulmány elkészítése, egy olyan cég gyakorlatának bemutatása, ahol az EVATM alapú teljesítménymérést már több éve sikeresen végzik, és lehetőleg azt az egyéni teljesítménymérésben is figyelembe veszik. A fenti célkitűzés megvalósításához a Béres Csoport teljesítménymérési tevékenységének megismertetését találtam a legalkalmasabbnak.

A Béres Gyógyszergyár családi tulajdonban lévő magyar vállalkozás, amely piacvezető az egészségmegőrző készítmények gyártása és forgalmazása terén, világszínvonalú, nemzetközi minőség-

biztosítási rendszereknek megfelelő gyártókapacitással rendelkezik. A Béres Részvénytársaság 1989-es alapítása óta a gazdaság több szektorában érdekelt, holding-szervezetben működő vállalatcsoporttá vált – főbb tevékenységi területe a gyógyszergyártás és forgalmazás, valamint a gyógyhatású készítmények kis- és nagykereskedelme, de a cégcsoporthoz tartozik informatikai cég, valamint borászattal foglalkozó vállalkozás is.

A Béres Csoport 1999-ben vezette be teljesítménymérésre az EVATM módszertant, 2003-ban pedig ezt összekapcsolták a dolgozók egyéni teljesítménymérési rendszerével. A módszertan bevezetését egy sajátosság jellemzi, nevezetesen hogy nem tulajdonosi nyomásra, vagy külső tanácsadók kezdeményezésére történt, hanem a cégcsoport gazdasági szakemberei javasolták a menedzsment és a tulajdonosok részére, akik meglátták a benne rejlő lehetőségeket és a kezdeményezés mellé álltak. EVATM számítást havi bontásban csoportszinten és cégszinten végeznek, valamint rendelkeznek egy üzleti titoknak minősített termék-EVATM számítási módszertannal, amit az új termékek bevezetésénél a bevezetés időszakában alkalmaznak.

Külön kiemelés érdemel a Csoport szakembereinek azon törekvése, hogy mindig csak az optimális számú, az értéket szignifikánsan befolyásoló korrekciókat végezzék el az EVATM számításakor, és ne vesszenek el az apróbb korrekciós lehetőségek rengetegében. Korrekciókat végeznek az egyes cégeken belül és a cégek között is. Cégen belül a jellemző korrekciók közé a K+F költségek tőkésítése, valamint a marketing költségek tőkésítése tartozik, míg a cégek között alkalmazott korrekciók elsősorban a csoporton belüli cégek egymás közötti részesedésével, az üzleti, vagy cégértékkel, valamint a csoporton belüli kölcsönökkel kapcsolatosak.

Az egyéni teljesítményértékelő rendszerben egy pontértéket számítanak ki, amelynek bizonyos %-át az EVATM terv/tény alakulásának függvényében határozzák meg. Az egyéni teljesítmény megítélése a legfelső vezetői szinteken 100%-ban, míg alsóbb szinteken 50-75%-ban függ az EVATM-tól, és ez lemegy a fizikai munkások szintjéig. A részarányos teljesítést negyedévente mérik, de évközben ez csak tájékoztató adat arról, hogy hol állnak az éves tervhez képest. A hosszú távú elkötelezettség érdekében egy 5 éves stratégiai tervet készítenek, amelyet úgy bontanak le éves üzleti tervekre, hogy a stratégiai tervben megfogalmazott EVATM elvárásokat tudják teljesíteni.

Összességében elmondható, hogy a Béres Csoport tulajdonosai és dolgozói az EVATM módszertant elfogadták, a gazdasági apparátus pedig nagy szakmai hozzáértéssel és elkötelezettséggel alkalmazza. A Csoport vezetői külön kiemelik a módszertan szemléletformáló erejének jelentőségét, amivel ráirányítja a figyelmet arra, hogy nem csak az eredménnyel kell foglalkozni, hanem a lekötött tőkével is.

Az esettanulmány részletes bemutatására – annak terjedelmére való tekintettel – az M13 mellékletben kerül sor.

III.2.6. Az Allianz Hungária Biztosító Rt.

Célul tűztem ki vizsgálataim során azt, hogy egy esettanulmánnyal rávilágítsak a tulajdonosi érték mérésében tapasztalható, az egyes vállalkozások tevékenységére jellemző sajátosságok létezésére, azok figyelembevételének szükségességére. Mindezt jól példázza az Allianz Hungária Biztosító Rt. gyakorlata, különösképpen az EVATM számítás során felmerülő, a biztosítási tevékenységre jellemző specialitások sokszínűsége.

A müncheni székhelyű Allianz tulajdonában lévő Allianz Hungária Biztosító Rt. Magyarország piacvezető biztosítótársasága. A nem-élet biztosítások piacán évek óta őrzi piacvezető pozícióját, az életbiztosítások esetében az utóbbi években megtöbbszörözte részesedését, nyugdíjpénztára pedig a legtöbb önkéntes taggal rendelkezik hazánkban. Az ország területén száznál több fiók és kárrendezési központ áll az ügyfelek rendelkezésére.

A tulajdonosi értékméréssel kapcsolatos feladatok közül az Allianz Hungária Biztosító Rt. gyakorlatában a teljesítménymérés és annak az ösztönzésben történő alkalmazása szerepel. (Az akvizíciók,

stratégiai alternatívák, projektek, beruházások értékelését az anyavállalat végzi.) A teljesítménymérés első számú mutatója az EVATM, amely az operatív teljesítménymérési elveket megtestesítő, úgynevezett Underlying Operating Performance (UOP) módszer végtermékeként jelenik meg a cégnél. Az UOP bevezetését az Allianz AG elvárása indukálta, mivel valamennyi érdekeltségét az EVATM mutatóval méri, összehasonlíthatóvá téve ezáltal a különböző országokban, különböző földrészekben tevékenykedő leányvállalatainak a teljesítményét. Az EVATM mutató negyedéves bontásban jelenik meg a tervekben, és ténykalkulációt is negyedévente készítenek.

Az EVATM kiszámítása során számos korrekciót végeznek a pontosság javítása érdekében a biztosítási piaccal összefüggő sajátosságok miatt mind a lekötött tőkében, mint pedig a normalizált UOP eredményben. (Ez utóbbi nem más, mint a normalizált adózás utáni operatív eredmény.) Sajátos korrekciós elem például a hozamban, kamatokban, tőzsdai árfolyamokban tapasztalható volatilitás kiszűrése. Specialitásnak tekinthető a kockázattal súlyozott szükséges tőke (Risk Adjusted Capital, RAC) számítása, amelyhez a Standard & Poor's hitelminősítő által kidolgozott modellt alkalmazák. (Az alapfeltetelezés az, hogy a cég működése során különböző kockázatok – befektetési kockázat, hitelkockázat, díj-kockázat, tartalékkockázat – merülnek fel, melynek fedezetéül bizonyos mennyiségű tőkére van szükség.) A tartalékok diszkontált összegét tőkeként, s mivel a tartalékokat állampapírba fektetve kell elkülöníteni a biztosítótársaságnak, a kamatrealizálást ezért eredményként veszik figyelembe. Az Allianz Hungária Biztosító Rt.-nél kalkulálnak még ezeken kívül az úgynevezett csendes tartalék hatásával is – a nem realizált pénzügyi eredményt, árfolyamnyereséget, árfolyamvesztést figyelembe veszik a lekötött tőke részeként.

Az EVATM az ösztönzési rendszerben a felsővezetők, osztályvezetők legfőbb bónuszkritériuma, alacsonyabb szinteken viszont egyéb mutatószámokat alkalmaznak, mint például költséghányad, díjbevétel növekedés, kárhányad, stb.

Összességében elmondható, hogy az Allianz Hungária Biztosító Rt. jól példázza az EVATM alapú teljesítménymérésnek a külföldi tulajdonos elvárása alapján történő megvalósítását, és a gyakorlatának megismerése rálátást ad a világ 4 földrészének mintegy 70 országában a biztosítási és pénzügyi piacokon erős pozícióval rendelkező cégcsoport által sikeresen alkalmazott módszertani sajátosságokra.

Az esettanulmány részletes bemutatására – annak terjedelmére való tekintettel – az M14 mellékletben kerül sor.

III.2.7. Esettanulmányok összegzése

A hat cégnél, cégcsoportnál készített esettanulmány összefoglalását tartalmazza a 7. táblázat.

7. táblázat: Az esettanulmányok összefoglalása

	MOL Csoport	TVK Rt.	Wallis Csoport	Continental Temic Hungary Kft.	Béres Csoport	Allianz Hungária Biztosító Rt.	
Tulajdonosi érték-központú működés kezdeményezője	Külföldi tulajdonosok	Felsővezetés	Felsővezetés	Felsővezetés	Felsővezetés	Külföldi tulajdonosok	
Tartalmi jellemzők	Stratégiai értékelések	Diszkontált FCF	Diszkontált FCF	Diszkontált FCF	Diszkontált FCF	Diszkontált FCF	Nincs ilyen feladat
	Projekttek, beruházások értékelése	Diszkontált FCF	Diszkontált FCF	Diszkontált FCF	Diszkontált FCF	Diszkontált FCF	Nincs ilyen feladat
	Tőkeköltség kalkuláció	Szofisztikált (WACC)	Szofisztikált (WACC)	Szofisztikált (WACC)	Szofisztikált (WACC)	Nem szofisztikált	Szofisztikált (WACC)
	Teljesítménymérés	EVA TM alapú KPI rendszer	EVA TM alapú KPI rendszer	KPI rendszer	EVA TM alapú (CVC) KPI rendszer	EVA TM alapú KPI rendszer	EVA TM alapú (UOP) KPI rendszer
	Számvitel korrekciója	Nem végzik	Nem végzik	Részben végzik	Nem végzik	Optimális számban végzik	Optimális számban végzik
	Ösztönzési rendszer	EVA TM alapú	EVA TM alapú	Számviteli alapú (Pl.: PBT stb.)	EVA TM (CVC) alapú	EVA TM alapú (teszt-fázisban)	EVA TM (UOP) alapú
	Hosszú távú ösztönzés	Prémiumbank	Prémiumbank	Felsővezetés tulajdonoszerzése	Prémiumbank	Prémiumbank	Prémiumbank
	BSC	Osztály szintre lebontott	Osztály szintre lebontott	Nem alkalmazzák	Egyéni szintre lebontott	Nem alkalmazzák	Cégszintű
	BSC és VBM integráció	Megvalósul	Megvalósul	Nem valósul meg	Megvalósul	Nem valósul meg	Nem valósul meg
	Informatikai támogatottság	Integrált rendszer (SAP)	Integrált rendszer (BPCS) + ALCAR	Integrált rendszer (TM1) + MS Excel	Integrált rendszer (SAP) + MS Excel	Integrált rendszer (TM1) + MS Excel	Integrált rendszer (SAP) + MS Excel
Legjobb gyakorlatként (best practice) kiemelhető területek	Rendszerintegrálás; Projektértékelés; WACC kalkuláció	Stratégiai alternatívák értékelése; Célszoftver alkalmazás	Akvizíciók értékelése; WACC kalkuláció	Abszolút értékközpontú szemlélet; Stratégia kialakítás; Egyéni szintre lebontott BSC	EVA TM alapú teljesítménymérés optimális korrekciókkal	EVA TM alapú teljesítménymérés ágazatspecifikus korrekciókkal	
Fő továbbfejlesztési irány	BSC nem pénzügyi nézőpontjainak fejlesztése; BSC lebontása alacsonyabb szintekre	Anyavállalathoz való integráltság fokozása	Ösztönzési rendszer bekapcsolása az értékközpontú működésbe	Számviteli alapadatok pontosságának felülvizsgálata az értékmérésben	WACC kalkuláció pontosítása	BSC lebontása alacsonyabb szintekre	

Forrás: Saját felmérés

Az esettanulmányoknak vannak általánosítható tapasztalatai, megfogalmazhatók *kritikus sikertényezők*, amelyek a vizsgált, a módszertant sikerrel alkalmazó vállalkozások mindegyikénél megtalálhatók valamilyen formában. Kritikus sikertényezőként a következők határozhatók meg:

- tulajdonosok elkötelezettsége a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás iránt,
- felsővezetés elkötelezettsége, szakértelme,
- megalapozott, a fejlett országok gyakorlatában elterjedt módszerek szakszerű alkalmazása a vállalatirányításban, értékmérésben (diszkontált szabad cash flow; hozzáadott gazdasági érték; súlyozott átlagos tőkeköltség; kulcs értékteremtő tényezők; kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer),
- a rendszer kommunikálása a szervezetben és elfogadtatása a cég dolgozóival,
- hosszú távú ösztönzési rendszer kialakítása és bekapcsolása az értékközpontú működésbe,
- informatikai támogatottság biztosítása.

A bemutatott példák alapján elmondható, hogy kevésbé fejlett tőkepiacon is van létjogosultsága a tulajdonosi érték koncepció követésének, az értékközpontú vállalatirányítás alkalmazásának, hiszen a módszer nemcsak akkor működőképes, ha tőzsdei cégek alkalmazzák, és ha a tőkepiac folyamatos képet ad a vállalat megítéléséről. Az esettanulmányok segítségével sikerült olyan vállalkozások gyakorlatát bemutatnom, ahol a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítást, ha nem is teljes körűen, de bizonyos részterületeken magas szakmai színvonalon, több éve végzik, és szintösszehasonlítás (benchmarking) céljából úgynevezett legjobb gyakorlatot folytató (best practice) céggként szolgálhatnak más vállalkozások számára.

III.3. MODELLÉPÍTÉS A TULAJDONOSI ÉRTÉK MÉRÉSÉNEK TÁMOGATÁSÁRA

Az 1980-as évek üzleti környezetében bekövetkező változások – magánvagyon felhalmozása, globális piac, valuta- és kamatlábckockázatok, pénzügyi liberalizáció, növekvő információigény stb. – hatására intenzív fejlődésnek indult a számítástechnikai ágazat. A személyi számítógépek elterjedése a vállalatok vezetői számára hozzáférhetővé tette a táblázatkezelő programokat a különböző gyakorlati alkalmazásoknál, és segítette a tulajdonosi érték korszerű mérési módszereinek elterjedését. Míg a különböző számvetési mutatószámok kalkulálása számítástechnikai támogatás nélkül is elvégezhető, a korszerű gazdasági érték-mérési módszerek alkalmazása viszont a megfelelő informatikai háttér nélkül nehezen képzelhető el.

III.3.1. A táblázatkezelő programok hiányosságai a tulajdonosi érték mérésében

A tulajdonosi érték mérésének támogatására csaknem kizárólagosan táblázatkezelő programot – ami többségében a Microsoft Excelt jelenti – vesznek igénybe a vállalkozások, és csak ritkán lehet találni speciális célszoftverek alkalmazásával, mint például a III.2.2. fejezetben összefoglalóan, az M10 mellékletben pedig részletes esettanulmányként bemutatott TVK Rt. által használt Alcar for Windows szoftver. A standard táblázatkezelő programoknak vannak azonban olyan sajátosságai, hiányosságai, amelyek esetenként nehezkesé teszik a tulajdonosi érték mérésének hatékony támogatását:

- Rendszerint ahány modell, annyi struktúra létezik, vagyis csak a modell készítői ismerik annak egyedi struktúráját, és csak ők tudják kezelni, módosítani. (Ez az úgynevezett „egy ember – egy projekt” probléma, melynek eredményeképpen a vállalkozás kiszolgáltatottá válhat – legalábbis időlegesen – a modell készítőjének.)
- Mivel nem tartalmazznak standard struktúrákat, így bármely apró változtatás esetén nagy a hibázási lehetőség, mert a változtatással kapcsolatban lévő képletekben a módosításokat rendre meg kell tenni.
- A különböző számítási változatok, érzékenységvizsgálatok kidolgozása az esetek többségében a modellek, fájlok más néven történő lementésével, majd az abban történő módosítások elvégzésével zajlik, ami a fájlok nagy mértékű felszaporodásához vezet. Ezt követően még nehezkesebb a több scenáriót, vagyis több fájlt érintő módosítások kivitelezése.

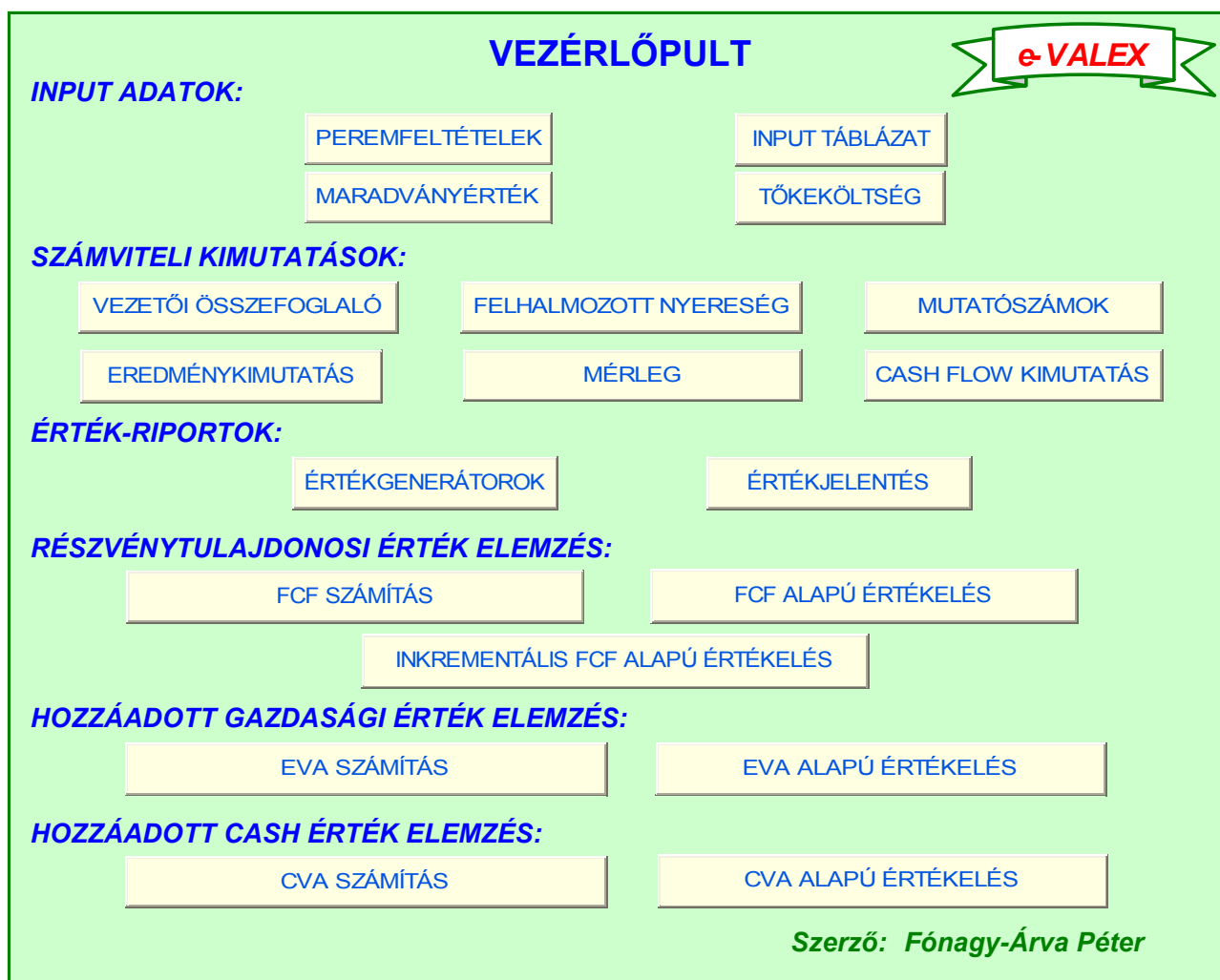
A táblázatkezelő programok azonban a fenti hiányosságok ellenére is hasznos eszköznek tekinthetők a tulajdonosi érték mérése során.

III.3.2. A tulajdonosi érték mérésére fejlesztett modell bemutatása

A táblázatkezelő programok hiányosságainak kiküszöbölése érdekében készítettem egy Microsoft Excel alapú, Visual Basic programozással támogatott modellt, melynek kialakításához felhasználtam a szakirodalomban fellelhető esettanulmányokból és a saját készítésű esettanulmányokból származó ismereteket, valamint a saját munkám során szerzett gyakorlati tapasztalatokat. A modellt az értekezés során **e-VALEX** néven szerepeltetem (electronic-Valuation Complex), utalva az elektronikus, könnyen kezelhető, ugyanakkor átfogó, komplex értékelés megvalósíthatóságára.⁷³

III.3.2.1. A modell strukturális felépítése

A modell három nagy részből áll, az input adatok bevitelének, definiálásának a blokkjából, a különböző támogató szerepeket betöltő funkció-modulokból, valamint az automatikusan generálódó riportokból. A modell strukturális felépítésének ábrája az M15 mellékletben található. A munkalapok közötti eligazodást, azok egyszerű, gyors elérését az *e-VALEX* modellben egy vezérlőpult (Steering Board) támogatja. A vezérlőpult (37. ábra) segítségével egy makró-gombra történő klikkeléssel elérhetők a különböző munkalapok, és ugyanilyen lehetőség van a vezérlőpultra való visszatérésre.



37. ábra: Az e-VALEX modell vezérlőpultja

Forrás: Saját

⁷³ A programnak egyelőre a központi modul része került kifejlesztésre, de a távlati elképzelések között szerepel az adatbázis kapcsolat (historikus adatok automatikus átvétele a könyvelési rendszerekből) és a hálózati alkalmazás (többszereplős munkavégzés egyazon modell egyes részfeladataiban hálózaton keresztül, védett információ tartalom mellett) területén történő továbbfejlesztés, ezek azonban nem tartoznak közvetlenül az értekezés témaköréhez.

Az egyes input adatok munkalapjainak bemutatására a III.3.2.2., a funkció-modulok leírására a III.3.2.3., míg a kimutatások ismertetésére a III.3.2.4. fejezetben kerül sor.

III.3.2.2. Az input adatok bevitele a modellben

Az e-VALEX modellben az input adatok bevitelére, definiálására négy munkalap áll rendelkezésre, úgymint a peremfeltételeket összefoglaló, a különböző maradványérték számítási módszereket tartalmazó, a súlyozott átlagos tőkekötség számítását támogató, valamint a fentiekén kívüli összes alapadat rögzítését lehetővé tevő input munkalap.

A **PEREMFELTÉTELEK** munkalapon nyílik lehetőség a modell által alkalmazandó peremfeltételek megadására, amelyek magukban foglalják a különféle makroökonómiai adatokat (fogyasztói árindexek, termelői árindexek, árfolyam adatok, adóráta, kamatráták), a részvényekkel kapcsolatos adatokat (részvények darabszáma és árfolyama), az immateriális javak és tárgyi eszközök különböző leírási kulcsait, valamint a különböző forgási napokat (például készletek forgási napjai, vevők forgási napjai, szállítók forgási napjai stb.). A **MARADVÁNYÉRTÉK** munkalapon történik a maradványértékek meghatározása. Az alkalmazásra kerülő módszereket és azok számításának képletét a 8. táblázat tartalmazza.

8. táblázat: Az e-VALEX modell által kezelt maradványérték számítási módszerek

Örökjáradék módszer (Perpetuity Method)	$RV = \frac{FCF_{T+1}}{WACC}$
Növekvő tagú örökjáradék módszer (Growth in Perpetuity Method)	$RV = \frac{FCF_{T+1}}{WACC - g}$
Értékkeremtő tényezők ké- plete (Value Drivers Method)	$RV = \frac{NOPLAT_{T+1}(1 - g / ROIC)}{WACC - g}$
Konvergencia képlet (Convergence Method)	$RV = \frac{NOPLAT_{T+1}}{WACC}$
Agresszív képlet (Agressive Method)	$RV = \frac{NOPLAT_{T+1}}{WACC - g}$
Likvidációs érték módszer (Liquidation Method)	$RV = \frac{LV}{WACC}$
Árfolyam/nyereség módszer (Price/Earnings Ratio Method)	$RV = \frac{EAT_{T+1} * P / E_{T+1}}{WACC}$
Gazdasági profit módszer (Economic Profit Method)	$RV = \frac{Gazdasági\ profit_{T+1}}{WACC} + \frac{(NOPLAT_{T+1})(g / ROIC)(ROIC - WACC)}{WACC(WACC - g)}$
Hozzáadott cash érték mód- szer (CVA Method) ⁷⁴	$RV = \frac{OCFD_{T+1} * Avg. CVA Index}{WACC}; Avg. CVA Index = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{OCF}{(1 + WACC)^i}}{\sum_{i=1}^n \frac{OCFD}{(1 + WACC)^i}}$
EBITDA többszörös mód- szere (EBITDA Multiple)	$RV = EBITDA_T * k$

Forrás: Saját összeállítás

⁷⁴ Saját meghatározás, Ottosson – Weissenrieder (1996, a, b) alapján.

Ahol:

$RV =$ maradványérték

$FCF_{T+1} =$ az explicit előrejelzési időszakot követő első év normalizált szabad cash flow értéke

$g =$ a szabad cash flow / NOPLAT várható növekedési üteme az idők végtelenségéig

$NOPLAT_{T+1} =$ az explicit előrejelzési időszakot követő első év normalizált NOPLAT-ja

$LV =$ likvidációs érték (Liquidation Value)

$EAT_{T+1} =$ időszak végi adózott eredmény (Earnings After Tax)

$Gazdasági\ profit_{T+1} =$ az explicit előrejelzési időszak után következő első év normalizált gazdasági profitja

$OCFD_{T+1} =$ operatív cash flow elvárás

$OCF =$ operatív cash flow

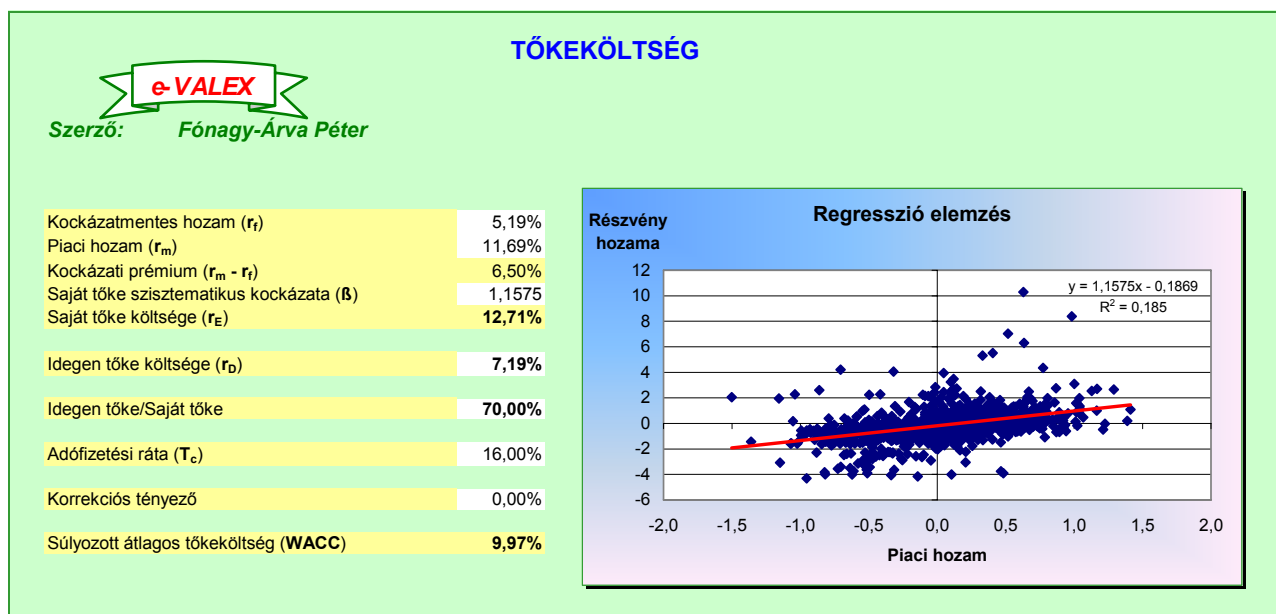
$Avg.\ CVA\ Index =$ az előrejelzési időszak jelenértékben kifejezett operatív cash flow értékének és az operatív cash flow elvárásának a hányadosa

$EBITDA_T =$ az előrejelzési időszak utolsó évének EBITDA értéke

$k =$ különböző EBITDA szorzók

Az alkalmazott maradványérték számítási módszerek részletesebb leírása annak terjedelme miatt az M2 mellékletben található.

A **TŐKEKÖLTSÉG** munkalap támogatja a súlyozott átlagos tőkeköltség kalkulációját, valamint ennek részeként egy regresszióanalízis elvégzését a tőkepiaci árfolyamok modelljében a saját tőke szisztematikus kockázatának meghatározásához. (38. ábra)



38. ábra: Tőkeköltség kalkulációja az e-VALEX modellben

Forrás: Saját

Az e-VALEX modell a *súlyozott átlagos tőkeköltség* számítását az alábbi képlet alkalmazásával végzi:

$$WACC = \frac{D}{D + E} * r_D * (1 - T_c) + \frac{E}{D + E} * r_E$$

Ahol:

$D =$ idegen tőke piaci értéke

$E =$ saját tőke piaci értéke

$r_D =$ idegen források költsége

$r_E =$ saját tőke megtérülési követelménye

T_c = társasági adókules

A saját tőke költségének meghatározását (Opportunity Cost of Capital) az e-VALEX modellbe épített *tőkepiaci árfolyamok modellje* (CAPM) segíti, az alábbi számítási módszerrel:

$$r_E = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Ahol:

r_E = saját tőke költsége

r_f = kockázatmentes hozam

r_m = a piaci portfólió várható hozama

β = piaci hozam hatása a részvény hozamára; a saját tőke szisztematikus kockázata

A *béta* meghatározásához az e-VALEX modellben a múltbeli ötéves (hatvan hónapos) adatok felhasználásával számított 10-napos mozgóátlag kalkulációja szerepel. Ezt grafikusán jeleníti meg – a függőleges tengelyen az adott részvény tíznapos mozgóátlagainak változását, a vízszintes tengelyen pedig a piaci hozamot megtestesítő index tíznapos mozgóátlagainak változását ábrázolva. A grafikonra illesztett trendvonal $\{y = ax - b\}$ egyenletéből az $\{a\}$ értéke adja a bétát. (A 38. ábrán látható példában a Synergon és a BUX múltbeli ötéves adatainak felhasználásával meghatározott tíznapos mozgóátlagok változásából kalkulált béta értéke 1,1575. Az 1-nél nagyobb béta érték azt mutatja, hogy a piaci hozamnál nagyobb mértékben változó hozamú, úgynevezett nagy volatilitású részvényről van szó.)

Az e-VALEX modellben a tulajdonosi érték méréséhez nem kell feltétlenül az így kalkulált béta értéket alkalmazni, ehelyett használható például valamilyen publikált béta érték, a CAPM modellben kalkulált tőkeköltség helyett pedig alkalmazható a gyakorlatban elterjedt felépítéses (vagy más irodalmakban build-up, illetve prémium) módszer. Ennek lényege, hogy a kockázatmentes befektetések hozamához először hozzá kell adni az iparágra fejlettebb országokban érvényes kockázati felárat, ezt módosítani az országhoz tartozó kockázati tényezővel, végül a cégre jellemző egyedi kockázati tényezőkkel (nagyság, tulajdonosi szerkezet, stb.)

A tőkeköltség meghatározásának módszertani leírása részletesebben az M3 mellékletben található.

Az e-VALEX modellben a fentiekben részletezett input adatokon (premisszák, maradványérték, tőkeköltség) kívüli valamennyi input adat rögzítésére az *INPUT TÁBLÁZAT* munkalap ad lehetőséget. Ezen a munkalapon kerülnek rögzítésre a különböző bevételi és költségadatok, az egyes mérlegtételeket érintő adatok, valamint a különböző befektetési, beruházási adatok. A munkalap tartalmaz standard sorokat, valamint a felhasználó által tetszőlegesen definiálható, képletezhető, tetszőleges számban bővíthető sorokat, vagyis meglehetősen nagy rugalmasságot biztosít a felhasználó számára.

III.3.2.3. A modell funkció-moduljai

A modell menürendszerében több olyan opció található, amely használatával a standard táblázatkezelő szoftverek hátrányai kiküszöbölhetők. Az e-VALEX modell menürendszere az alábbi főmenüből áll:

Kalkuláció ▼ Opciók ▼ Szenárió ▼ Konszolidátor ▼ Segítség ▼ ▼

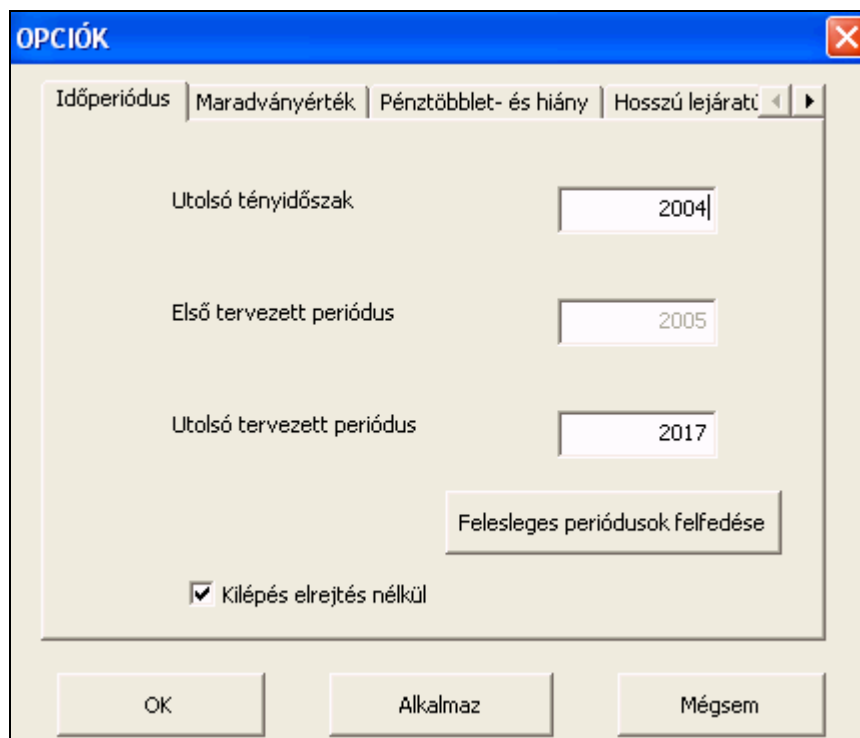
A főmenüből továbblépve több hasznos lehetőséget alkalmazhatunk, melyek közül a jelentősebbek a következők:

- időperiódus beállításának lehetősége,
- a kalkulációban alkalmazandó maradványérték kiválasztásának lehetősége,
- Szenárió-kezelés,
- pénztöbblet- és hiány kezelésének lehetőségei,

- finanszírozási alternatívák beállításának lehetőségei,
- pénzügyi befektetési lehetőségek kezelése, valamint a
- konszolidálás lehetősége.

III.3.2.3.1. Az időperiódus beállítása

Az alkalmazni kívánt időperiódust a 39. ábrán szemléltetett képernyőn tudjuk definiálni.



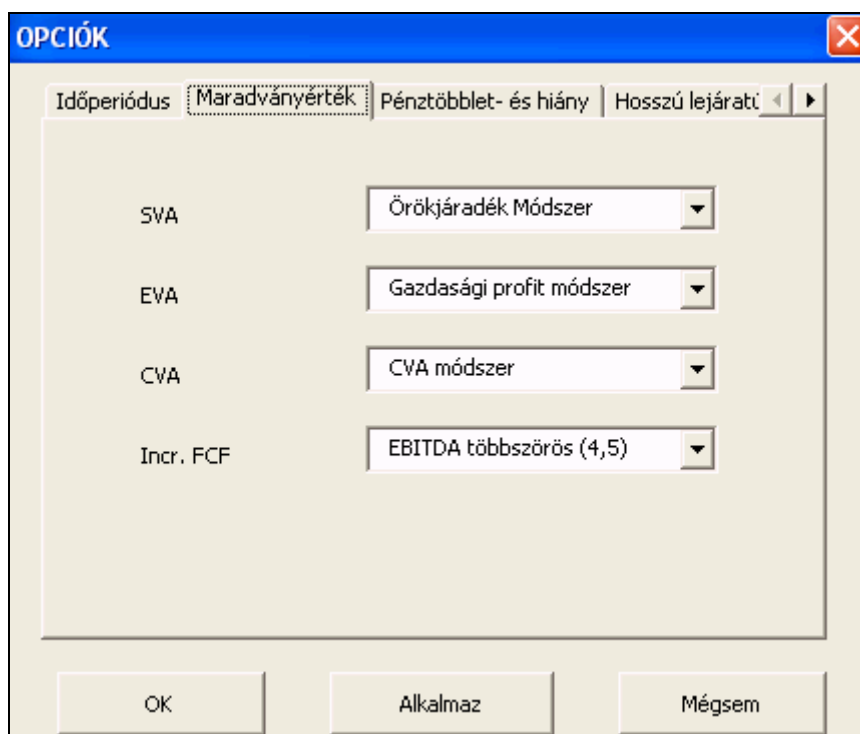
39. ábra: Az időperiódus beállítása az e-VALEX modellben

Forrás: Saját

Az utolsó tényadatokat tartalmazó éven és a tárgyéven kívül 20 év adatainak kezelésére alkalmas a modell. A képernyőn az utolsó történelmi időszak és a modellezni kívánt utolsó év megadásával a program átalakítja a teljes táblázatrendszert, és valamennyi input adat-beviteli lehetőség, valamint valamennyi jelentés, riport esetében a meghatározott időperiódust kínálja fel, jeleníti meg. A maradványérték számításánál automatikusan mindig az utolsó évként definiált év adatait veszi figyelembe a modell.

III.3.2.3.2. A maradványérték számítási módszerének kiválasztása

Az alkalmazni kívánt maradványérték számítási módszert a 40. ábrán szemléltetett képernyőn lehet kiválasztani egy legördülő menü segítségével, a kiválasztás után pedig a program automatikusan a kiválasztott módszer alkalmazásával végzi el a kalkulációt.



40. ábra: A maradványérték számítási módszerének kiválasztása az e-VALEX modellben

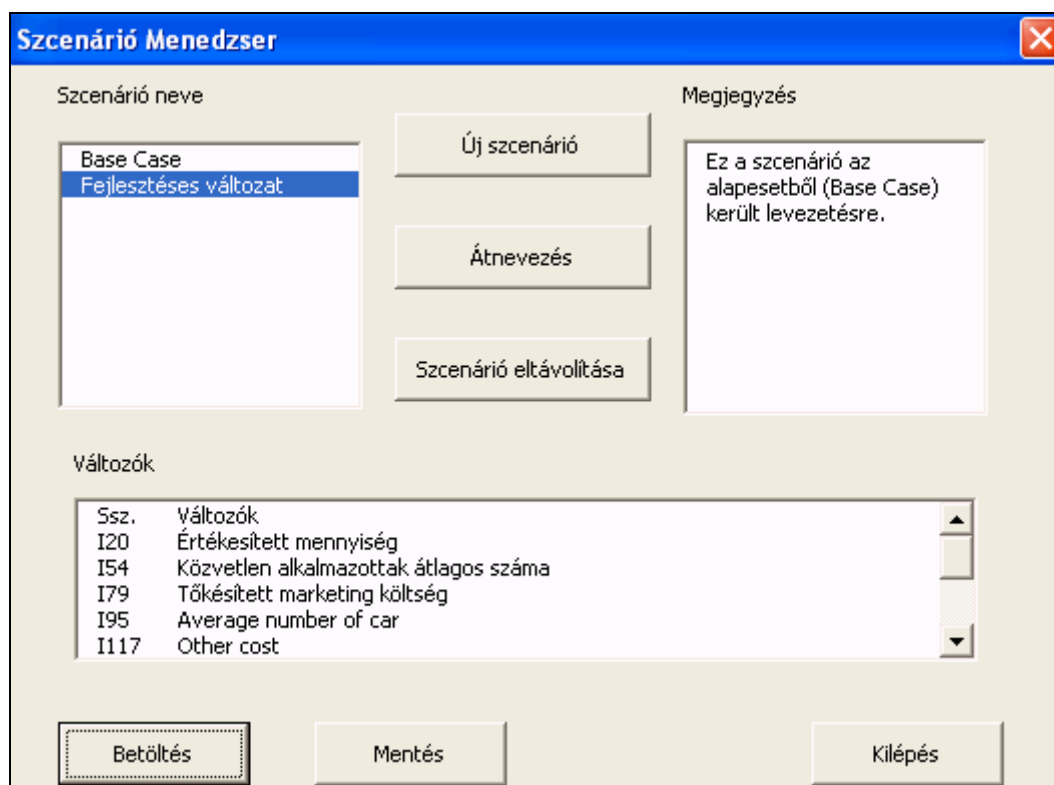
Forrás: Saját

A szabad cash flow alapú értékeléshez, a hozzáadott gazdasági érték alapú értékeléshez, a hozzáadott cash érték alapú értékeléshez, valamint az inkrementális szabad cash flow alapú értékeléshez nyílik lehetőség a 8. táblázatban összefoglalt maradványérték számítási módszerek közül történő választásra.

A program a számítási módszerek gyors változtathatóságának eredményeképpen érzékenységvizsgálatok (Sensitivity Analysis) gyors elvégzését is lehetővé teszi, amelyekkel kimutathatók az egyes maradványérték számítási módszerek tulajdonosi értékre gyakorolt hatása.

III.3.2.3.3. Szenárió-menedzser

Az e-VALEX modell Szenárió-menedzsere, Szenárió-kezelési lehetősége biztosítja azt számunkra, hogy egy Microsoft Excel fájlban tudjuk nyilvántartani az adott vizsgálati egység (cég, stratégiai üzleti egység, projekt, stb.) különböző adattartalommal bíró változatait, Szenárióit. A modell segítségével kiküszöbölhetők a felesleges fájl-sokszorozások, a redundáns, ismétlődő adatok nyilvántartásai, mivel az úgynevezett Szenárió-technika segítségével lehetőség van egyes adatsorok kicserélésére, vagyis az ugyanazon információ-tartalommal rendelkező, de eltérő értékeket tartalmazó sorok közül a felhasználó által kiválasztható adatsor alkalmazására. A modell Szenárió-kezelési képernyőjét a 41. ábra mutatja.



41. ábra: Szcenárió-kezelés az e-VALEX modellben

Forrás: Saját

A szcenárió-menedzser segítségével új szcenáriókat tudunk tetszőleges számban létrehozni a modellben. Az új szcenárió alaphelyzetben megegyezik azzal a szcenárióval, amelyből létrehoztuk (ezt a program megjeleníti a Szcenárió Menedzser Megjegyzés ablakában), a létrehozás után viszont az input adatok (INPUT TÁBLÁZAT, PEREMFELTÉTELEK) tetszőleges adatsorait hozzá tudjuk rendelni az új szcenárióhoz. A szcenárióhoz rendelés az adatsorok megnevezése előtti, vagyis az első oszlopba írt 'x' betű beírásával történik. Az adott szcenárióhoz rendelt adatsorokat, azok sorszámát és megnevezését a Szcenárió Menedzser Változók ablakában jeleníti meg a program. A szcenárióhoz rendelt adatsorok tartalmát tetszőlegesen tudjuk változtatni anélkül, hogy az eredeti adattartalom elveszne, hiszen az megmarad az új szcenárió leképezése előtti állapotban.

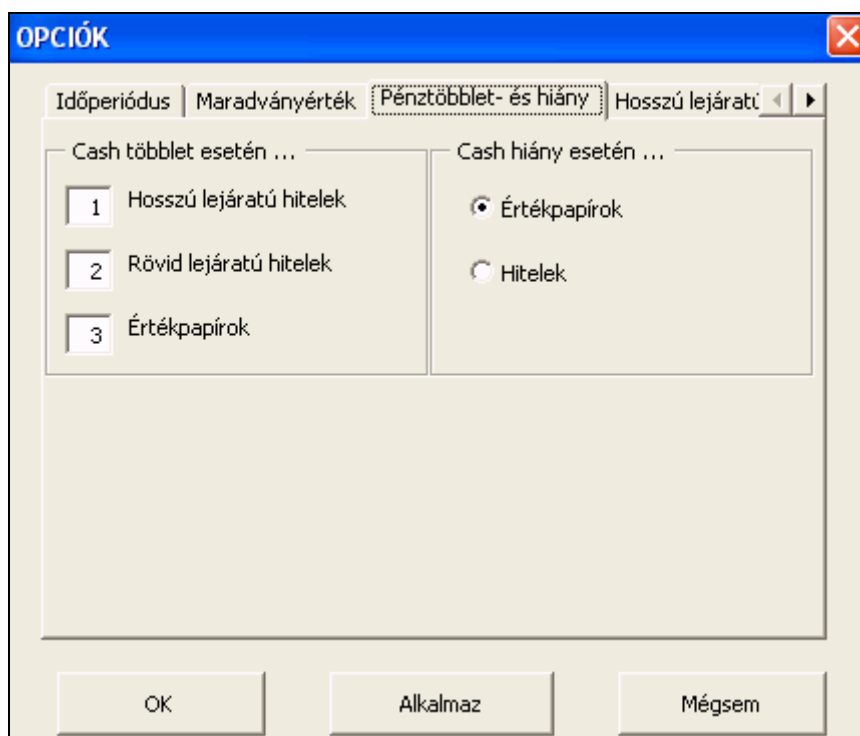
A különböző adattartalommal rendelkező szcenáriók között – mely szcenáriók csak az adott szcenárióhoz hozzárendelt sorokban fognak különbözni egymástól – a Szcenárió Menedzser gyors váltást tesz lehetővé, és a program az adott szcenárióhoz rendelt adatsorok alkalmazásával a modell gyors újrakalkulálását biztosítja.

Amellett, hogy az e-VALEX modell a Szcenárió Menedzser segítségével komplex változatok, stratégiai alternatívák kezelését biztosítja, jól használható az egyes input-adatok értékre gyakorolt hatását kimutató érzékenységvizsgálatok (Sensitivity Analysis) elvégzésére is.

A szcenárió-menedzser logikai működését az M16 melléklet mutatja be.

III.3.2.3.4. A pénztöbblet- és hiány kezelésének beállításai

A kalkulációban előálló pénzhiány- és többlet kezelésének elsődleges beállítása a 42. ábrán szemléltetett ablakban történik.



42. ábra: A pénztöbblet és –hiány kezelésének lehetőségei az e-VALEX modellben

Forrás: Saját

Pénztöbblet esetére a modellben sorszámozni tudjuk, hogy az egyes intézkedések milyen sorrendben történjenek. Például a 42. ábra szerinti beállítás esetén a pénztöbbletből elsőként a hosszú lejáratú hitelállományt nézi meg a program, és ha van ilyen hitel, akkor a pénztöbbletből megkezdődik a visszafizetés. Ha a visszafizetés után még mindig maradt pénztöbblet, akkor a program a rövid lejáratú hitel (amennyiben szerepel ilyen hitel a kalkulációban) visszafizetésére tesz kísérletet, majd pedig az előlötti többletet értékpapír vásárlásra fordítja.

Pénzhiány esetén azt tudjuk beállítani, hogy a program a hiány felszámolása érdekében tegyen-e kísérletet értékpapír eladására, vagy pedig automatikus (ha két egymást követő év pénzhiányos, akkor hosszú lejáratú, egyébként pedig rövid lejáratú) hitelfelvétellel pótolja a hiányt.

III.3.2.3.5. Finanszírozási alternatívák beállításai

A pénztöbblet- és hiány kezelésének az előző fejezetben bemutatott elsődleges beállításán túl további beállítási lehetőségek is rendelkezésre állnak. Amennyiben a program az első körben egy finanszírozásra szoruló szituációban a beépített automatizmusoknak köszönhetően modellezi a finanszírozást, és például hosszú lejáratú hitel felvételével kalkulál, azt követően szükség van arra, hogy az automatikusan generálódó konstrukciót életszerűbbé, a gyakorlati életben alkalmazott konstrukcióvá finomítsuk. Az automatikusan „felvett hitel” egészére vagy akár egy részére vonatkozó kondícióinak pontosítására szolgál az e-VALEX modell 43. ábrán szemléltetett lehetősége.

Itt lehet megadni a hitel türelmi idejét, a visszafizetés időtartamát, a hitelfelvétel évét, a felvett hitel összegét, de itt tudjuk kiválasztani azt is, hogy egyenlő tőketörlesztéses, vagy annuitásos hitellel kalkuláljon a program. Az így meghatározott hitelekhez a feltételrendszerben speciális kamatkondíciók is társíthatók.

43. ábra: Hosszú távú finanszírozás az e-VALEX modellben

Forrás: Saját

III.3.2.3.6. Pénzügyi befektetési lehetőségek kezelése

A pénztöbbletnek a program által automatikusan értékpapírba fektetett állományát, vagy annak egy részét (a hosszú lejáratú hitelek előző fejezetben bemutatott beállításaihoz hasonlóan) külön paraméterek megadásával konkretizálhatjuk. Erre szolgál az e-VALEX modell 44. ábrán szemléltetett lehetősége.

Év	Futamidő	Összeg
2011	8	40000 E Ft
2012	7	40000 E Ft
2013	6	20000 E Ft

44. ábra: Pénzügyi befektetések kezelése az e-VALEX modellben

Forrás: Saját

Ezen a bemeneti képernyőn tudjuk meghatározni a befektetés évét, futamidejét, összegét, valamint annak kiválasztását, hogy a kamat tőkésítésével számoljon-e a program, vagy pedig ne. Az így konkretizált befektetésekhez a feltételrendszerben speciális kamat-kondíciók társítására is lehetőség van.

III.3.2.3.7. Konzolidáció

Az e-VALEX modell lehetővé teszi az egy-egy fájlban modellezett vizsgálati egységek automatikus konzolidációját. Ez a lehetőség például jól hasznosítható, ha egy vállalkozásnál több stratégiai üzleti egységet tartunk nyilván, vagy pedig ha egy holding struktúrában működtetett cégcsoport egyes cégeinek konzolidációját akarjuk megvalósítani.

Ahhoz, hogy a konzolidáció valós, értelmezhető adatokat eredményezzen, az egyedi modellekben olyan scenáriókat kell létrehozni, amelyekben kiszűrjük a konzolidációt érintő, a konzolidálandó egységek közötti belső átadásokat, átvételeket tartalmazó tételeket.

III.3.2.4. A modell automatikusan generálódó jelentései

Az e-VALEX modell 15 előre beépített jelentéssel segíti az elemzések, értékelések végzését. A jelentések között a kapcsolat 100%-os, így a modellezés során csak az input adatok minőségére és bevitelének pontosságára kell összpontosítani, mivel az input adatok alapján a riportok logikailag hibamentesen, automatikusan előállnak. A modellben szereplő jelentések, riportok a következők (a jelentések azok terjedelme miatt egy mintapélda adataival feltöltve a mellékletben kerülnek bemutatásra):

Számviteli kimutatók (ACCOUNTING REPORTS):

- Vezetői összefoglaló jelentés (EXECUTIVE SUMMARY, ES): a vezetők számára készített összegző kimutató, amely magában foglalja a mérleg, eredménykimutató és cash flow kimutató legfontosabb sorait, valamint kiemelt számviteli mutatószámot (M17 melléklet).
- Felhalmozott nyereség (RETAINED EARNINGS, RE) kimutatója: az eredménytartalék és a mérleg szerinti eredmény alakulását szemléltető kimutató (M18 melléklet).
- Pénzügyi ráták, mutatószámok (RATIOS) kimutatója: különböző eredménymutatókat, tőkeáttételi mutatókat, forgási mutatókat, likviditási mutatókat, és az egyes részvényekre vetített mutatókat tartalmaz (M19 melléklet).
- Eredménykimutató (INCOME STATEMENT, IS) (M20 melléklet).
- Mérleg (BALANCE SHEET, BS) (M21 melléklet).
- Cash flow kimutató (CASH FLOW STATEMENT, CF) (M22 melléklet).

Érték-riportok (VALUE REPORTING, VR):

- Értékjelentés (Value Reporting, VR): összefoglalóan tartalmazza a szabad cash flow alapú, a hozzáadott gazdasági érték alapú, a hozzáadott cash érték alapú, valamint az inkrementális szabad cash flow alapú értékelések eredményeit. (Részletesebb bemutatása a III.3.2.4.1. fejezetben szerepel.)
- Értékgenerátorok (VALUE DRIVERS) kimutatója: a szabad cash flow alapú értékelés, a hozzáadott gazdasági érték és a hozzáadott cash érték alapú megközelítések értékteremtő tényezőit foglalja össze. (Részletesebb bemutatását a III.3.2.4.2. fejezet és az M23 melléklet tartalmazza.)

Tulajdonosi érték elemzésének kimutatásai (SHAREHOLDER VALUE ANALYSIS):

- Szabad cash flow kimutatás (FREE CASH FLOW CALCULATION). (Az alkalmazott módszertan elméleti megalapozása az I.5.4.2. fejezetben, a kimutatásra egy példa pedig az M24 mellékletben található.)
- Szabad cash flow alapú érték meghatározás (FREE CASH FLOW VALUATION): a tulajdonosi érték elemzés módszertanával meghatározott vállalati érték és tulajdonosi érték kalkulációja. (Az alkalmazott módszertan elméleti megalapozása az I.5.4.1. fejezetben, a kimutatásra egy példa pedig az M27 mellékletben található.)
- Inkrementális szabad cash flow alapú értékelés (INCREMENTAL FREE CASH FLOW VALUATION): két számszerűsített változat szabad cash flow-ja különbözetének kalkulációján alapuló értékelés (M28 melléklet).

Hozzáadott gazdasági érték elemzésének kimutatásai (ECONOMIC VALUE ADDED ANALYSIS):

- Hozzáadott gazdasági érték kimutatás (ECONOMIC VALUE ADDED CALCULATION). (Az alkalmazott módszertan elméleti megalapozása az I.5.5.1. fejezetben, a kimutatásra egy példa pedig az M25 mellékletben található.)
- Hozzáadott gazdasági érték alapú érték meghatározás (ECONOMIC VALUE ADDED VALUATION): az EVATM módszertanával meghatározott hozzáadott piaci érték, vállalati érték és tulajdonosi érték kalkulációja. (Az alkalmazott módszertan elméleti megalapozása az I.5.5.2. fejezetben, a kimutatásra egy példa pedig az M29 mellékletben található.)

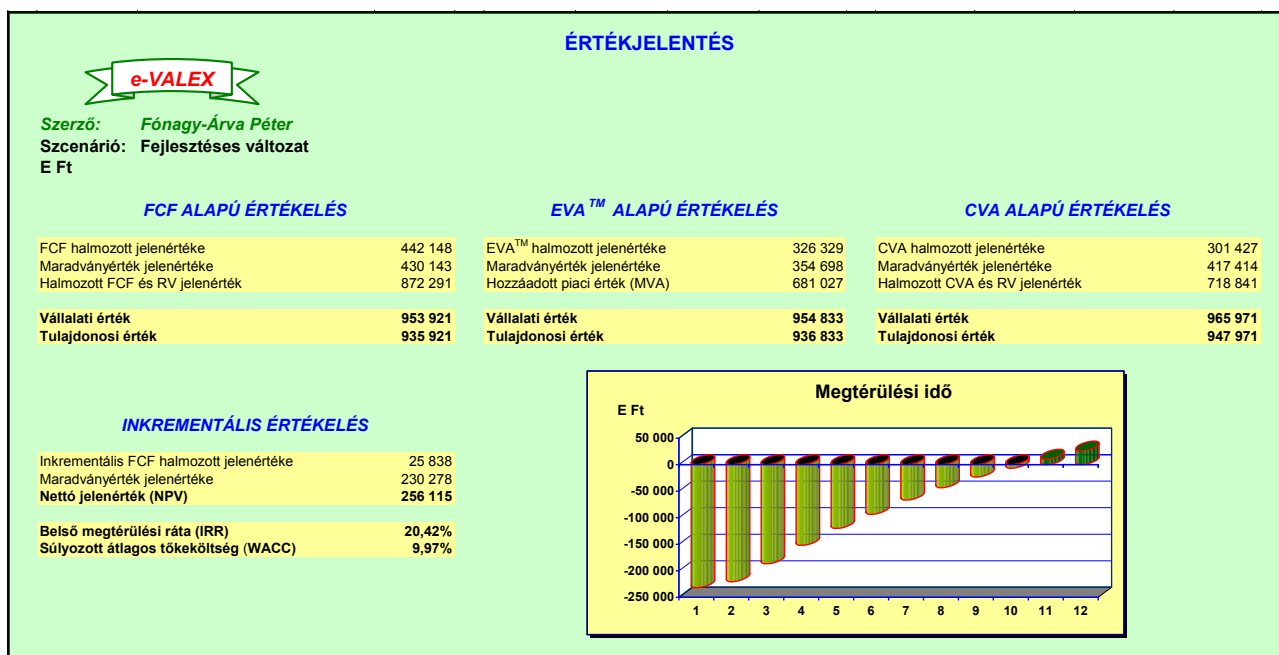
Hozzáadott cash érték elemzésének kimutatásai (CASH VALUE ADDED ANALYSIS):

- Hozzáadott cash érték kimutatás (CASH VALUE ADDED CALCULATION). (Az alkalmazott módszertan elméleti megalapozása az I.5.7.1. fejezetben, a kimutatásra egy példa pedig az M26 mellékletben található.)
- Hozzáadott cash érték alapú érték meghatározás (CASH VALUE ADDED VALUATION): a CVA módszertanával meghatározott vállalati érték és tulajdonosi érték kalkulációja. (Az alkalmazott módszertan elméleti megalapozása az I.5.7.2. fejezetben, a kimutatásra egy példa pedig az M30 mellékletben található.)

III.3.2.4.1. A modellben alkalmazott értékelési módszerek összehasonlítása

Az e-VALEX modell a tulajdonosi érték meghatározására a szabad cash flow diszkontálásán, a hozzáadott gazdasági érték diszkontálásán és a hozzáadott cash érték diszkontálásán alapuló értékelési módszereket alkalmazza, tőkeköltségként a súlyozott átlagos tőkeköltséget szerepeltetve a kalkulációban. Mindegyik módszernek megvannak a saját erősségei, gyenge pontjai, és mindegyik hasznos információkat szolgáltat az értékteremtési folyamatról. Egyidejű használatuk hasznos önelenőrzési lehetőségeket biztosít, továbbá különböző egyéb szempontokat is szemléletessé tesz az elemző számára. (A módszerek összehasonlítása, előnyeinek, hátrányainak és alkalmazási lehetőségeinek bemutatása az I.5.8. fejezetben található.)

A példa kedvéért az e-VALEX modellben egy nem létező vállalkozás adatait szerepeltetve az alapeset változat és egy stratégiai alternatíva megvalósítása esetén (egy 170 M Ft összegű hitel felvételével megvalósított 250 M Ft értékű kapacitás-bővítő fejlesztés végrehajtásával, a többlet-termelés export piacon történő értékesítésével és 12 éves előrejelzési időszakkal kalkulálva), az úgynevezett fejlesztéses változat a 45. ábrán bemutatott értékeket eredményezi. (A példaként összeállított stratégiai alternatíva modellezése kapcsán előálló valamennyi e-VALEX kimutatás szerepel az M17-M30 mellékletekben.)

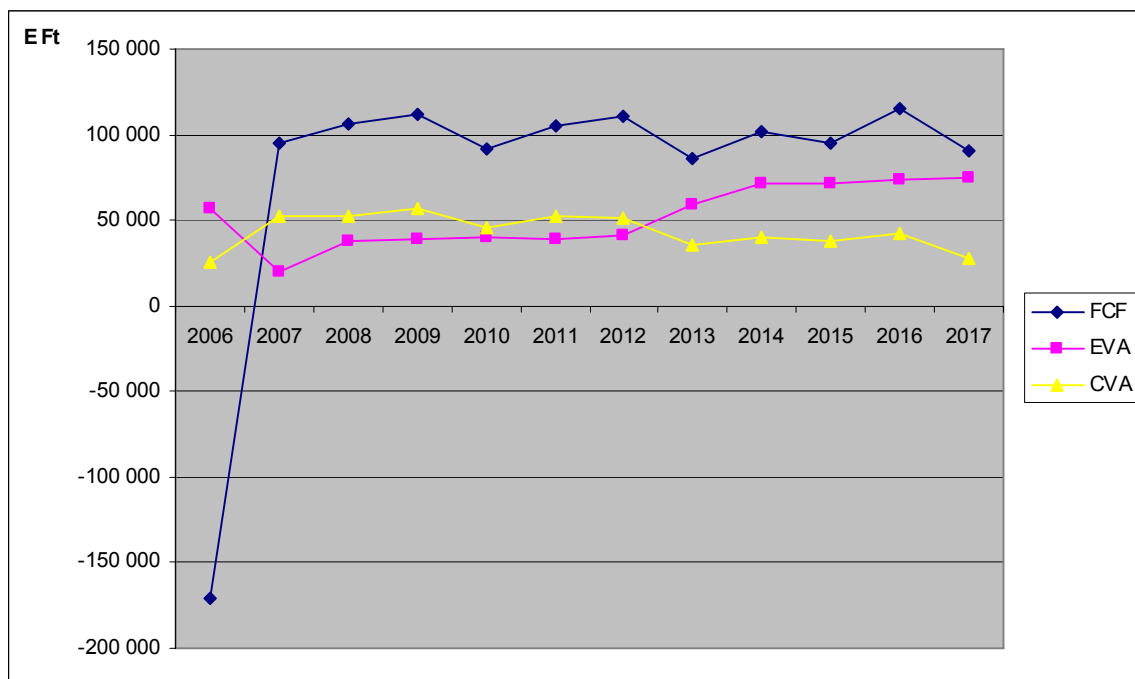


45. ábra: Értékjelentés az e-VALEX modellben

Forrás: Saját

Látható, hogy az FCF alapú, az EVA™ alapú és a CVA alapú értékelés is egymáshoz nagyon közeli tulajdonosi értéket eredményezett. Ez azonban csak bizonyos feltételek együttes fennállása esetén valósul meg, mint például az FCF alapú és az EVA™ alapú értékelés között akkor, ha az EVA™ kalkuláció mérlegadataiban a nyitóértéket szerepeltetjük, az FCF alapú és a CVA alapú értékelés között akkor, ha csak az előrejelzési időszak kezdetén kalkulálunk egy stratégiai beruházással, és azt követően már nem. (Ez utóbbi miatt alkalmas elsősorban projektértékelésre, és nem vállalatértékelésre a CVA alapú értékelési módszer.) A fenti elvek alapján elvégezhető többféle stratégiai változat modellezése és kiválasztható a legnagyobb tulajdonosi értéket (az alapesethez viszonyítva legnagyobb többletértéket, inkrementális értéket) eredményező stratégiai változat.

Amennyiben a teljes élettartam alatt termelt tulajdonosi érték meghatározásán túlmenően az egyes periódusok teljesítményét akarjuk megítélni, a három értékelési módszer alapjaként szolgáló mutatószámok eltérő következtetések levonásához vezethetnek. A szabad cash flow, a hozzáadott gazdasági érték és a hozzáadott cash érték egyes periódusbeli értékeit szemlélteti a 46. ábra.



46. ábra: FCF, EVATM és CVA alakulásának összehasonlítása egy mintapéldában

Forrás: Saját

Az ábrán jól látható, hogy a vállalat teljesítményét nem lehet az FCF alapján megítélni, hiszen értéke nagyban függ az adott évben a tárgyi eszközökbe, immateriális javakba és működő tőkébe eszközölt befektetésektől, és a példában az FCF 2006. évi -171 M Ft értéke alapján nem tudjuk azt eldönteni, hogy a cég jól teljesített, vagy sem. (Ha önmagában a szabad cash flow értéke alapján akarnánk a vállalat teljesítményét meghatározni, előfordulhatna, hogy a vállalat vezetése a befektetéseket pusztán azért késleltetné, hogy egy adott év szabad cash flow értékét javítsa, ennek viszont a hosszú távú értékteremtés látná a kárát.) A CVA koncepció a stratégiai beruházásokat külön szerepelteti a kalkulációban, így a kompenzációs rendszerben alkalmazott CVA mutató kapcsán nem kerül veszélybe a stratégiai fontosságú beruházások léte és időzítése, ami a CVA módszert – az EVATM koncepcióhoz hasonlóan – alkalmassá teszi a teljesítménymérésre. A számított értékeket azonban tudnunk kell értelmezni. A példában látható, hogy az EVATM és a CVA értéke 2006-ban és a 2012-t követő években eltérő tendenciát mutat. 2006-ban az EVATM még nem tartalmazza a lekötött tőkében a nagy beruházás értékét, mivel nyitóállománnyal kalkulál, ami a CVA értékét meghaladó értéket eredményez. (2007-ben az előző összefüggés megváltozása miatt változnak az egymáshoz viszonyított értékek is.) 2013-tól kezdődően a CVA értéke rendre alacsonyabb, mint az EVATM. Ennek oka, hogy az EVATM-ban szereplő lekötött tőke értéke a már elszámolt értékcsökkenés miatt lecsökken, azt sugallva, mintha azok az eszközök kikerültek volna a termelésből, és már nem várnánk el utána hozamot, így a NOPAT-ból egy kisebb tőkedíjat vonunk le, aminek egyenes következménye a növekvő EVATM érték.⁷⁵

Amennyiben tehát értelmezzük az EVATM és a CVA értékeket, azok tervezett és tényleges értékeit, valamint azok változását vetjük össze, akkor a teljesítmény mérése szempontjából egy hasznos, az ösztönzési rendszerbe jól illeszthető eszközhöz jutunk.

III.3.2.4.2. A modellben szereplő értékteremtő tényezők összehasonlítása

Az e-VALEX modell összefoglalja a szabad cash flow alapú értékelés, a hozzáadott gazdasági érték és a hozzáadott cash érték alapú megközelítések értékteremtő tényezőit. Az értékteremtő tényezőket és azok számítási módját a 9. táblázat mutatja be.

⁷⁵ Mindez persze kiküszöbölhető, amennyiben a kalkulációban nem az adótörvény által meghatározott értékcsökkenési leírást alkalmazzuk, hanem a hasznos élettartam teljes időszakára számoljuk el az értékcsökkenést.

9. táblázat: Az e-VALEX modellben szereplő értékteremtő tényezők

<i>Szabad cash flow alapú értékelés</i>	
Árbevétel növekedési ráta (G)	$G = \frac{\text{Nettó árbevétel}_T - \text{Nettó árbevétel}_{T-1}}{\text{Nettó árbevétel}_{T-1}}$
Működési eredményhányad (P)	$P = \frac{\text{Üzemi tevékenység eredménye}}{\text{Nettó árbevétel}}$
Befektetett eszközök állományának változása (F)	$F = \frac{\Delta \text{Tárgyi eszközök és immateriális javak}}{\Delta \text{Nettó árbevétel}}$
Működő tőke állományának változása (W)	$W = \frac{\Delta \text{Működő tőke}}{\Delta \text{Nettó árbevétel}}$
Operatív adóráta (T)	<i>Input adat</i>
Tőkeköltség (K) ⁷⁶	$K = WACC = \frac{D}{D+E} * r_D * (1 - T_c) + \frac{E}{E+D} * r_E$
<i>Hozzáadott gazdasági érték alapú értékelés</i>	
Adózás utáni nettó működési eredmény (NOPAT)	$NOPAT = \text{Üzemi tevékenység eredménye} - \text{Operatív adó}$
Lekötött tőke (BV)	$BV = \text{Pénzeszközök} + \text{Vevők} + \text{Készletek} + \text{Egyéb követelések} + \text{Tárgyi eszközök} + \text{Immateriális javak} - \text{Nem kamatozó rövid lejáratú és egyéb rövid lejáratú kötelezettségek}$
Tőkeköltség (WACC) ⁷⁷	$WACC = \frac{D}{D+E} * r_D * (1 - T_c) + \frac{E}{E+D} * r_E$
<i>Hozzáadott cash érték alapú értékelés</i>	
Kamat, adófizetés és értékcsökkenés előtti eredmény (EBDIT)	$EBDIT = \text{Üzemi tevékenység eredménye} + \text{Értékcsökkenés}$
Működő tőke változás (WCM)	$WCM = \text{Működő tőke}_T - \text{Működő tőke}_{T-1}$
Nem-stratégiai befektetések (NSI)	<i>A stratégiai befektetések által képzett érték fenntartásához szükséges befektetések értéke.</i>
Operatív cash flow elvárás (OCFD)	<i>Olyan operatív cash flow adatsor, amelynek diszkontálása nulla NPV-t eredményez a befektetések gazdasági élettartama alatt.⁷⁸</i>

Forrás: Saját összeállítás

Ezek az értékteremtő tényezők meghatározzák a vállalat működésének azon területeit, melyek hatással vannak az értékteremtés folyamatára, és keretet biztosítanak a vállalatban belüli folyamatok áttekintésére. A felsorolt értékteremtő elemek pénzben kifejezett tényezők, melyek alakulását az operatív működésre vonatkozó, valamint a befektetési és a finanszírozási döntésein keresztül befolyásolhatja a menedzsment. Az értékteremtő tényezőket kell a vállalatoknak meghatározott stratégia mellett mikrotényezőkre bontani, amelyek jól tükrözik a cég működési tevékenységét, és amelyekre hatást gyakorolva az értékteremtő tényezőkben javulás érhető el, ami pedig a vállalat értékében közvetlenül növekedést eredményez. A kulcsfontosságú értékteremtő tényezők segítségével tehát kontrollálni tudjuk a tulajdonosi érték teremtését, és ehhez az e-VALEX modell egy jól alkalmazható monitoring rendszert biztosít. (M23 melléklet.)

III.3.2.5. A modell előnyei

Az e-VALEX modell legfontosabb előnyei felsorolásszerűen a következők:

⁷⁶ Részletesebb kifejtését lásd a III.3.2.2. fejezetben és az M3 mellékletben.

⁷⁷ Részletesebb kifejtését lásd a III.3.2.2. fejezetben és az M3 mellékletben.

⁷⁸ Részletesebben lásd az I.5.7.1. fejezetben.

- Egy *vezérlőpult* segíti a Microsoft Excel munkalapok közötti eligazodást, és könnyű elérését biztosítja a kiválasztott munkalapnak.
- Egy munkalapra rendszerezve rögzíthetők a különböző peremfeltételek, *premisszák* (makroökonómiai adatok, értékcsökkenési ráták, forgási napok stb.), amelyeket a modell következetesen alkalmaz.
- 20 éves *időhorizonton* belül *tetszőlegesen* választható a modellezni kívánt évek száma.
- Input adat szinten *tetszőleges részletezettségű* terv elkészítésére nyújt lehetőséget úgy, hogy az előre definiált riportok változatlanok maradnak, és nincs szükség a hivatkozások módosítására, aktualizálására.
- 15 előre *beépített jelentéssel* segíti az elemzések, értékelések végzését.
- A *kapcsolat* az eredménykimutatás, a mérleg, a cash flow kimutatás, és az egyéb *jelentések között 100%-os*, vagyis a modellezés során csak az input adatok pontosságára kell fókuszálni, mivel a riportok logikailag hibamentesen, automatikusan előállnak.
- A modell különböző értékmérési módszereknek megfelelően tartalmazza az üzleti értéket befolyásoló *kulcsfontosságú értékteremtő tényezőket* (value driver), amelyek egyértelműen meghatározzák a vállalat működésének az értékteremtés folyamatára ható területeit és közös keretet adnak a vállalaton belüli folyamatok áttekintésére.
- A modell 12 *maradványérték-számítási módszer* közül választást tesz lehetővé.
- A modell támogatja a *súlyozott átlagos tőke költség kalkulációját*, valamint ennek részeként egy regresszióanalízis elvégzését a tőkepiaci árfolyamok modelljében a saját tőke szisztematikus kockázatának (β) meghatározásához.
- Az immateriális javak és a tárgyi eszközök esetében az egyes eszközcsoportokhoz *tetszőlegesen* kiválasztható leírási kulcsok alkalmazásával automatikusan *kalkulálja* a modell *az értékcsökkenési adatokat*, valamint a mérlegben szereplő *nettó állományadatokat*. (A könyvelőprogramok a múlt adatainak elszámolása során képesek ugyanezt elvégezni, a fejlettebb, alapvetően ugyancsak a könyvelést támogató programok pedig még a jövőre vonatkozóan is támogatják ennek a szimulációnak a megvalósítását, a standard táblázatkezelő szoftverek esetében viszont nem triviális ennek a kivitelezése.)
- A modell segítségével kiküszöbölhetők a felesleges fájl-sokszorozások, a redundáns, ismétlődő adatok nyilvántartásai, mivel az úgynevezett *szcenárió-technika* segítségével lehetőség van egyes adatsorok kicserélésére, vagyis az ugyanazon információ tartalommal rendelkező, de eltérő értékeket tartalmazó sorok közül adott esetben a felhasználó által kiválasztott adatsor alkalmazására.
- Különböző *finanszírozási, befektetési lehetőségek* beállítását biztosítja a modell, a beállításoknak megfelelően pedig automatikusan egyenlíti ki a pénzühiányt és a többletet.
- Az egy-egy fájlban modellezett vizsgálati egységek *automatikus konszolidációját* teszi lehetővé a program, amely például jól hasznosítható, ha egy vállalkozásnál több stratégiai üzleti egységet tartunk nyilván, vagy pedig ha egy holding struktúrában működtetett cégcsoport egyes cégeinek konszolidációját akarjuk megvalósítani.

III.3.2.6. Összegzés

A táblázatkezelő programok hiányosságainak kiküszöbölése érdekében készített Microsoft Excel alapú, Visual Basic programozással támogatott modell (e-VALEX) a funkció-moduljainak köszönhetően hatékony segítséget képes nyújtani a különböző tulajdonosi értékmérési feladatok ellátásához. A beépített jelentéseknek köszönhetően többféle értékmérési módszer egyidejű alkalmazását teszi lehetővé a program, így a felhasználó olyan módszereket tud ezek közül kiválasztani az adott értékmérési feladat megoldására, amely arra a leginkább használható. Az e-VALEX a tulajdonosi érték teremtésének kontrollálásához a kulcsfontosságú értékteremtő tényezők beillesztése révén egy jól alkalmazható monitoring rendszert biztosít. A modell jól beépíthető a vállalatok tervezésébe, kontrollingjába, hozzájárulhat a tanuláshoz, a tulajdonosi értékteremtés megértéséhez.

IV. AZ EREDMÉNYEK ÉRTÉKELÉSE

IV.1. EREDMÉNYEK, KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK A SZAKIRODALOM ÁTTEKINTÉSE ÉS SZINTETIZÁLÁSA ALAPJÁN

A tulajdonosi érték növelésére való törekvés, mint vállalatirányítási alapelv, mára elfogadottá vált a világban, széles körben elterjedt az Amerikai Egyesült Államokban, és egyre népszerűbbé válik Európában, Ausztráliában, sőt még Japánban is, összefüggésben a magánvagyon felhalmozódásával, a verseny és a tőkepiacok globálissá válásával, a pénzügyi liberalizációval.

Empirikus kutatások bizonyítják, hogy az országok makrogazdasági teljesítménye (az egy főre jutó GDP, a termelékenység) és a tulajdonosi értékmaximalizálás elvére épülő vállalatvezetés között szoros kapcsolat van. A tőkepiacok globalizálódásával azok az országok, amelyek a tőkebefektetések után alacsony hozamot biztosítanak abból adódóan, hogy a gazdasági rendszer nem a tulajdonosi érték maximalizálására épül, egyre inkább tőkehiánnyal szembesülnek, ami a világpiaci versenyben történő lemaradáshoz vezet.

A tulajdonosi érték növelése érdekében elsődlegesen az értékközpontú vállalatvezetési szemlélet kialakítására van szükség, amely szemlélet alapján a vezetés felismeri, hogy a saját és a tulajdonosok érdekei és céljai azonosak, ebből adódóan a közös érdek megvalósítására törekszik a vállalat értékének tartós és megfelelő mértékű növelése révén. A szemléletnek a napi gyakorlatban mind stratégiai, mind pedig operatív szinten történő érvényre juttatásához szükség van egy eszközrendszerre. Ezen célok megvalósítására alkalmas eszközrendszer az *értékközpontú vállalatirányítás*. Az értékközpontú vállalatirányítás az egész vállalati működést átható vezetői megközelítés, melyben minden döntést a vállalat értékének maximalizálására való törekvés szemléletében hoznak meg és hajtanak végre.

Az 1990-es évek előtt a tulajdonosi érték diszkontált pénzáramlási modellek segítségével történő mérését elsősorban a beruházások, akvizíciók értékelése céljából használták. Az alapvető tulajdonosi érték modell azóta is változatlan – azt tükrözi, hogy egy piacgazdaságban a racionális szereplők hogyan becsülik meg egy eszköz értékét, vagyis a jövőben várható készpénzáramlásoknak a kockázattal módosított nagyságát. Ma már azonban az akvizíciók, beruházások értékelésén túl a korszerűen működő vállalatok stratégiát dolgoznak ki a vállalati érték maximalizálása érdekében, majd pedig a stratégiát a kulcsfontosságú értékteremtő tényezőkben kifejezett rövid és hosszú távú teljesítménycélokra fordítják le. Meghatározzák a célok elérése érdekében a következő mintegy egy évben megteendő lépéseket, kialakítják az akcióterveket és a költségterveket. A tulajdonosi érték alapú mutatókat beépítik a tervezésbe és az üzleti tevékenységet átfogó teljesítményértékelésbe, a stratégiai értékképzés vizsgálatával pedig hozzájárulnak a stratégia sikeres megvalósításának menedzseléséhez. Az értékközpontú vállalatirányítást a vezetői és a tulajdonosi érdekeket összehangoló javalmazási és ösztönzési rendszer teheti teljessé.

Alapvető megállapítás, hogy *a tulajdonosi érték nem létezhet fogyasztói érték nélkül, vagyis a hosszú távú pozitív cash flow elégedett fogyasztókat feltételez*, ugyanakkor az elégedett fogyasztók és a fogyasztóknak szolgáltatott érték nem jár együtt automatikusan a tulajdonosi érték növekedésével. A tulajdonosi érték növeléséhez a fogyasztó számára nyújtott többletértéken keresztül vezet az út, mely akkor jön létre, ha az eladott termék (szolgáltatás) fogyasztó által észlelt hasznossága meghaladja a megszerzéshez kapcsolódó ráfordításokat.

Értekezésemben rávilágítottam arra, hogy a tulajdonosi érték maximalizálására törekvő, és tulajdonosi értéket teremtő vállalat nemcsak a tulajdonosok javát szolgálja, hanem az összes *többi érintett* (tulajdonosok; hitelezők; vállalatvezetés; alkalmazottak; ügyfelek, szállítók; a vállalat társadalmi környezete) igényeit is kielégíti, ha viszont nem sikerül tulajdonosi értéket teremteniük, akkor az valamennyi érintettre hátrányos következményekkel jár. (Nem képes fenntartani munkahelyeket; alkalmazottainak csak szerényebb feltételeket kínálhat; nem képes kiszolgálni a fogyasztókat; nem

fizet adót; nem tud felvállalni karitatív tevékenységeket, stb.) A vállalatoknak versenyképesen kell működniük a fennmaradásukhoz, és ahhoz, hogy a jövőben is szolgálhassák valamennyi érintettjük (stakeholder) érdekeit. A tulajdonosi érték maximalizálására törekvő vállalatvezetésnek figyelemmel kell arra lennie, hogy a többi érintett kihasználásával nem hozhatnak létre tartós tulajdonosi értéket, hiszen a rossz hírnévből hosszú távon bekövetkező károk felülmúlnak bármilyen rövid távú előnyt.

Kifejtettem továbbá, hogy az értékközpontú vállalatirányítás elvei nem mondanak ellent a *nem pénzügyi célok* megvalósítására való törekvésnek, hanem a két irányzat összevonása, integrálása a megvalósítás javára szolgál. A vállalat végső célja általában valamilyen módon pénzügyi célok formájában (tulajdonosi érték, nyereség, megtérülés, stb.) fogalmazódik meg. A vezetésnek azonban tisztában kell azzal lennie, hogy ez a cél milyen súlyú más célokhoz képest, mivel nem lehet vállalatot irányítani kizárólag pénzügyi adatokra építve. A vállalatnak általánosságban két célcsoporttal kell rendelkeznie, a felsővezetőket vezérlő *pénzügyi célokkal* és a teljes szervezet teljesítményét ösztönző *nem pénzügyi célokkal*, mint például a fogyasztók elégedettségének célja, az alkalmazottak elégedettségének célja, stb.

Az értékközpontú vállalatirányítás fontos részét jelenti az, hogy feltárjuk a kulcsfontosságú *értékteremtő tényezőket*, meghatározzuk a vállalat működésének az értékteremtés folyamatára ható területeit, beazonosítsunk minden olyan változót, elemi munkafolyamatot (stratégiai, vezetői döntés; működési, finanszírozási, befektetési tényező; gazdasági, iparági, versenytársi hatás), amely befolyásolja a vállalat értékét. Ezek a tényezők összekapcsolhatók a működési, befektetési és finanszírozási döntésekkel, ezáltal a vállalati érték és a vezetői döntések között kapcsolatot teremt. Az értékteremtő tényezők bármelyikében bekövetkező javulás a vállalat értékét közvetlenül növeli.

Értekezésemben rámutattam arra, hogy az érték növelése érdekében a vállalatvezetés egyik legfontosabb feladata az intellektuális tőke hatékony menedzselése érdekében az *intellektuális tőke* mérése. Az intellektuális tőkéből történő értékképzés segítése, vagyis az intellektuális tőke pénzügyi tőkévé való átalakításának stratégiai szintű menedzselése, valamint az egyéb, a stratégia kivitelezését akadályozó nehézségek leküzdése érdekében szükség van a *stratégia-központú szervezetek* kialakítására. Stratégia-központú szervezetek kialakításával, működésének fenntartásával elérhető az, hogy valamennyi üzleti és nem üzleti vállalkozás küldetése, jövőképe és stratégiai céljai ne csak formális megnyilvánulások legyenek. A stratégia-központú szervezet kialakítása és működésének fenntartása képessé teszi a szervezeteket a stratégia hathatósabb, eredményesebb kivitelezésére a *kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer* alkalmazásán keresztül, és megvalósítja a teljesítmény mérésének és befolyásolásának átfogó, kiegyensúlyozott megközelítését. Emellett utaltam arra, hogy az intellektuális tőke mérését és menedzselését támogató egyéb módszereknek – *francia „irányítótábla”* vagy „műszerfal”; *immateriális javak monitora*; *Skandia Navigátor* – vannak olyan elemei, amelyek jól használhatók a Balanced Scorecard kiegészítésére, javítására, tökéletesítésére.

Rávilágítottam továbbá a *kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer és az értékközpontú vállalatirányítás integrált alkalmazásának* előnyeire. A Balanced Scorecard a stratégiai célok levezetésével támogatja a stratégiaalkotást, a célok mellé társított akciókkal pedig a stratégia megvalósítását segíti. Az akciók mellé felelősöket és határidőket rendel, amivel lehetőséget teremt a beszámoltatásra. A BSC egyértelművé teszi az ok-okozati viszonyokat, és meghatározza, hogy a különböző nézőpontokból milyen stratégiai, a pénzügyi teljesítménnyel közvetlenül vagy közvetve kapcsolatban lévő célkitűzések megvalósítására van szükség egy vállalkozás csúcsmutatójának növeléséhez. Az ok-okozati viszonyok meghatározásával és érzékenységvizsgálatok elvégzésével azonosíthatók az értékorientált vállalatirányítás koncepciójának (is) részét képező értékgenerátorok. Az értékközpontú mutatószámoknak a Balanced Scorecard nem pénzügyi teljesítménymutatóival történő összekapcsolása révén jelentősen növelhető a pénzügyi célok teljesítésének valószínűsége, ugyanakkor a Balanced Scorecard pénzügyi nézőpontjában a tulajdonosi érték megfelelő mutatószámait alkalmazva nem áll fenn annak a veszélye, hogy nem a valós értéket tükröző mutatószám elérésére motiválják a szervezet működtetőit.

Megállapítottam, hogy a tanuló vállalat kialakítását célzó *benchmarking*, vagyis a folyamatos szint-összehasonlítás hatékony támogató módszere lehet a különböző tulajdonosi értékmérési módszerek bevezetésének, az értékközpontú vállalatirányítás kialakításának, gyakorlati alkalmazásának. A megfelelően végzett benchmarking lehetővé teszi a vállalkozások számára, hogy tevékenységüket, folyamataikat összehasonlítsák a legjobb gyakorlatot (best practice) folytató vállalkozások gyakorlatával, és ennek kapcsán a változtatásra szoruló területeken folyamatos fejlődési programokat dolgozzanak ki és valósítsanak meg. (Arra a nehézségre viszont fel kell készülnünk, hogy a mintacégként kiszemelt partnerek nem mindegyike lesz készséges a gyakorlati tapasztalatok megosztásában, mivel a versenyelőnyt magában hordozó tulajdonságuk miatt üzleti titokként kezelik.)

Rávilágítottam továbbá arra, hogy a tulajdonosi érték maximalizálására való törekvést hatékonyan támogathatja, ha a vállalkozások felépítenek és működtetnek egy vállalati *kockázatmenedzsment* rendszert. Ezt az teszi indokolttá, hogy a vállalat tőkeszerkezete átalakulóban van, a látható tőkeelemek (például tárgyi eszközök) mellett egyre nagyobb a jelentősége a magasabb befektetési kockázattal rendelkező láthatatlan tőkeelemeknek (ügyfél-tőke, szervezeti tőke, munkatársak kompetenciája). Az egyre erősödő versenyben egy vállalat csak akkor lehet versenyképes, ha a láthatatlan tőke nagyságát meghatározó tőkeelemekkel járó kockázatokat feltárja és értékeli.

Alapvető megállapítás, hogy *a tulajdonosi értéket csak úgy lehet maximalizálni, ha definiálni és mérni tudjuk, amit növelni kívánunk*. Napjainkban a vállalatok tulajdonosi értékének meghatározására sokféle helyzetben szükség lehet – beszélhetünk egyedi, tranzakciós helyzetekben történő értékelésről, valamint folyamatos értékelésről. Folyamatos értékelést végezhetünk a vállalati érték menedzselése, a tulajdonosi érték maximalizálása és a különböző befektetési, beruházási lehetőségek értékelése, az alternatív investíciók közötti választás céljából. Egyedi értékelésre sor kerülhet tőkebevonáskor, nyilvános kibocsátáskor, cégeladáskor és akvizíció, összeolvadás kapcsán.

A tulajdonosi érték mérésére a különböző értékelési helyzetekben világszerte számos módszert használnak. Az *értékmérési módszerekkel* foglalkozó irodalmat tanulmányozva az eljárások szövevényes halmazával találjuk szembe magunkat, amely technikákat különböző tanácsadó cégek és/vagy iskolák hozták létre. A különböző módszerek határfokáról, eredményességéről az információk meglehetősen korlátozottak, figyelembe véve azt is, hogy az adott módszer kifejlesztőinek üzleti érdeke fűződik a saját kutatási eredményei hasznosságának kidomborításához.

Az értékmérési módszereket a könnyebb áttekinthetőség érdekében csoportosítottam az alábbiak szerint:

- Időbeliségük alapján: *egyperiódusú* vagy *többperiódusú* mérések.
- Komplexitásuk alapján: *mérőszámon alapuló* vagy *komplex* módszerek.
- Újszerűségük alapján: *hagyományos számviteli* vagy *korszerű gazdasági értékmérések*.
- Tartalmi összpontosításuk alapján: *tőkeérték* vagy *maradvány-nyereség koncepciók*.

A csoportosítás elvégzése mellett feltártam a fontosabb módszerek vonatkozásában az átfedéseket, kiszűrtem azokat a módszereket, amelyek teljesen, vagy a lényegi részeket tekintve azonosak, habár eltérő néven szerepelnek a szakirodalomban.

Értekezésemben igyekeztem hozzájárulni az egyes tulajdonosi értékmérési módszerek alkalmazási lehetőségeinek, előnyeinek és hátrányainak tisztázásához, összehasonlítani a különböző értékelési megoldásokat – ezen belül is elsősorban a számviteli méréseket, a Rappaport (1986) által publikált tulajdonosi érték elemzést, a Stewart (1991) által leírt hozzáadott gazdasági érték technikát, a HOLT Value Associates befektetés-arányos cash flow megtérülés megközelítését, valamint Ottosson – Weissenrieder (1996, a, b) hozzáadott cash érték módszerét.

Összefoglaltam a *számviteli mérések* legfontosabb, a tulajdonosi érték mérésének vonatkozásában tapasztalható problémáit:

- A szakirodalomban található empirikus kutatások nem mutattak ki szignifikáns korrelációs kapcsolatot a hagyományos számviteli mutatók és a vállalatok gazdasági teljesítménye között.

- A számviteli mutatók utólagos, késői információkat szolgáltatnak.
- Sok számviteli adat elsősorban az eredménykimutatásra összpontosít, és kis hangsúlyt fektet a részben a mérlegből levezetett cash flow-ra.
- A számvitelben keverednek a különböző értékelési eljárások, alternatív számviteli módszerek léteznek, amely az összehasonlíthatóság lehetőségét akadályozza.
- A számvitel egyoldalúan kezeli a kockázatot. Az óvatosság elve értelmében nem lehet eredményt kimutatni, ha az árbevétel, bevétel pénzügyi realizálása bizonytalan, de az előre látható kockázatot, feltételezhető veszteséget értékvesztés, illetve céltartalékképzés formájában el kell számolni.
- A hagyományos számviteli mutatók általában nem kapcsolódnak a vállalati stratégiához.
- A mutatók általában aggregált szinten jelennek meg, így nem alkalmasak az operatív szint teljesítményének a megítélésére.
- A számviteli mérések nem veszik figyelembe a tőkeigényt és a pénz időértékét.

A hagyományosan használt számviteli mérések az előzőekben felsorolt hiányosságai miatt nem alkalmazhatók eredményesen a vállalatirányításban. Ha tisztán a számviteli mérésekre alapozva akarjuk megítélni egy stratégia, egy vállalat, egy üzleti terület vagy egy projekt sikerét, akkor hibát követhetünk el. Könnyen előfordulhat, hogy olyan területeket fogunk előnyben részesíteni, melyek nem termelnek valódi értéket, ugyanakkor nem biztosítunk lehetőséget a tényleges értékteremtő területek számára. A számviteli beszámolókból számított hagyományos mutatók nem tükrözik megbízhatóan a tulajdonosi érték nagyságát, és ennek hátrányos következménye lehet az, hogy a döntéshozók nem megfelelően értelmezik a belőlük nyert információkat.

A hagyományos számviteli mérések alkalmazására szükség van a külső jelentések elkészítéséhez, a törvényi előírásoknak való megfelelés érdekében, azonban nem vállalatértékelésre és stratégiai tervek vezetésére, teljesítménymérésre tervezték – nem is alkalmas ezekre a célokra. Tehát az érték méréséhez a számviteli méréseknél jobb módszerhez kell folyamodnunk, amelynek két nagyon fontos jellemzővel kell rendelkeznie:

1. a *cash flow-ra kell összpontosítania*, és nem a számvitelileg származtatott jövedelemre, valamint
2. figyelembe kell vennie, hogy *valamennyi költség összekapcsolódik a befektetett tőkével*.

Ezen elvárásoknak kívánunk megfelelni a különböző korszerű gazdasági értékmérési módszerek, amelyek közös vonása, hogy pénzügyi és gazdasági megfontolások alapján korrigálni igyekeznek a számviteli előírások torzító hatásait, a számvitel múltbeli teljesítményekre koncentrálnak megközelítést kívánja felváltani jövőorientált szemlélettel. Figyelemmel kell azonban lenni a korrekciók menynységére, és azokra kell összpontosítani, azokat kell elvégezni, amelyek szignifikánsan torzítják az értéket. Ez fontos egyrészt azért, hogy a korrekciók elvégzése által generált többlet költség ne haladja meg az azokkal elérhető többlet információ értékét, másrészt pedig azért, mert az egész szervezetben mindenkinek meg kell értenie az adott mutatószám kiszámításának módját. A szakirodalom szerint a legtöbb vállalatnak 15-nél több számviteli módosításra nincs szüksége. A magyar számviteli törvény alkalmazása mellett az immateriális javak és tárgyi eszközök aktiválása, értékelése és értékcsökkenése, a készletek értékelése, a valutában-devizában nyilvántartott eszközök és források értékelése, valamint a céltartalékok elszámolása adja a korrekciók legfontosabb területeit.

Értekezésemben megállapítottam, hogy nem létezik egyetlen olyan mérési, elemzési technika, amely tökéletesen alkalmas mindenféle pénzügyi döntés támogatására.

A hozzáadott gazdasági érték módszer például jól alkalmazható a vállalat egészének és egyes részeinek teljesítménymérésére, a befektetés-arányos cash flow megtérülés mutató a társaság hosszabb távú erőforrás-allokációjának értékeléséhez hasznos, a tulajdonosi érték elemzés összefüggést teremt a kulcsfontosságú stratégiai és működési célkitűzések között, a hozzáadott cash érték módszer pedig a cash flow elemzéssel összefüggésben a nettó jelenérték kalkuláció periodizálása révén alkalmazható a teljesítmény mérésére. Az SVA nem alkalmazható jól a kompenzációs rendszerben, míg az EVATM igen. Az EVATM azonban az értékgenerátorok elemzésére vagy a stratégiák érzé-

kenységének elemzésére nem igazán jó, míg az SVA-nak ez az erőssége – az SVA módszer tehát kiválóan alkalmas a különböző tervek, stratégiák, projektek összehasonlítására a tervezési folyamat során. Az EVATM az ismertetett módszerek közül talán a legelterjedtebb – viszonylag egyszerűen használható, a külső és belső érdekeltek számára egyaránt könnyen értelmezhető mutató. Az EVATM minden korábbi módszernél szemléletesebben jeleníti meg a nem kellő hatékonysággal használt tőke értékromboló hatását. A CFROITM nem alkalmazható vállalati tervezésre, viszont a befektetők hasznos eszköze a részvények kiválasztásában – a CFROITM a befektetések megtérülésének mérésére megfelelő, de nagyon múltorientált eszköz, alkalmazása sok kötöttséggel jár, s noha megtérülésszámításra alkalmas, a vállalat értékelését nem lehet a segítségével elvégezni.

Az igazság az, hogy valamennyi módszer hasznos lehet számunkra, de nem ugyanazon célok elérésének támogatására. Sok esetben a módszerek különböznek már az alapfeltételezések tekintetében is és eltérő következtetésekhez, megállapításokhoz vezethetnek a vállalkozások teljesítményével, kilátásaival kapcsolatban. Fontos kérdés tehát az, hogy ki tudjuk-e választani az adott cél megvalósítását leginkább támogató módszert, valamint rendelkezünk-e megfelelő mennyiségű és minőségű információval a módszer alkalmazásához.

IV.2. EREDMÉNYEK, KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK AZ EMPIRIKUS VIZSGÁLATOK ALAPJÁN

Értekezésemben kifejtettem, hogy a tulajdonosi érték maximalizálásának és az ahhoz kapcsolódó koncepcióknak a fontosságát a vállalatok egy része már hazánkban is kezdi felismerni. A többségében külföldi tulajdonban lévő, Magyarországon működő leányvállalatok, egyes tőzsdei cégek, valamint az elemzők és a tanácsadók körében egyre nagyobb ismertségre és elismertségre tesz szert, a hazai tulajdonú kis- és középvállalatokról ugyanakkor ez még nem mondható el. Napjainkig fennálló ellentmondás tapasztalható a küldetésnyilatkozatokban foglalt elvek és a vállalati teljesítménymérő rendszerek között, és még azok a vállalatok is, amelyek legfontosabb stratégiai célként tűzik ki a tulajdonosi érték növelését, gyakran számviteli mutatókat használnak értékmérési eszközként.

Kérdőíves felmérés kiértékelése

A különböző toplistákon előkelő helyen szereplő *harminc vállalkozástól* beszerzett adatok alapján megállapítottam, hogy a különböző értékmérési feladatok közül a teljesítmény mérése fordul elő a vizsgált cégeknél legnagyobb arányban (97%), és 90%-uk a teljesítménymérés különböző mutatószámait az ösztönzési rendszerben is figyelembe veszi. Projektek, beruházások értékelésének feladatai a vizsgált cégek 87%-ánál található meg, míg a vizsgált cégek 67%-ánál foglalkoznak stratégiai alternatívák, fúziók, akvizíciók értékelésével.

A harminc cégtől kapott információk feldolgozása alapján az alábbi fontosabb észrevételeket, megállapításokat tettem:

- Amely cégeknél foglalkoznak stratégiai alternatívák, fúziók, akvizíciók értékelésével, ott kivétel nélkül alkalmaznak valamilyen diszkontált cash flow alapú módszert, és ezen cégek 45%-a ezt kiegészíti valamilyen maradvány-nyereség koncepción alapuló módszerrel is.
- A projektek, beruházások értékelésére alkalmazott módszerek, mutatószámok tekintetében nagyon kiegyenlített képet kapunk – a vizsgált cégek mindössze 7%-a alkalmaz a nettó jelenértéken, a belső megtérülési rátán, a befektetés-arányos hozamon, a megtérülési időn és a jövedelmezőségi indexen kívül más mutatószámot.
- A teljesítménymérésre alkalmazott mutatószámok közül a leggyakrabban alkalmazott hat mutatószám még napjainkban is tisztán számviteli alapú mutató, annak hátrányai ellenére. A vizsgált cégek 63% és 83% közötti részénél veszik figyelembe teljesítménymérő mutatószámként az adózás előtti eredményt, az árbevételt, az üzemi tevékenység

eredményét, a kamat, értékcsökkenés és adózás előtti eredményt, az eszközarányos hozam, és a saját tőke arányos hozam mutatót.

- A teljesítménymérésre alkalmazott tulajdonosi értékalapú mutatók közül a leggyakrabban alkalmazott mutató a hozzáadott gazdasági érték – a vizsgált cégek közel felénél használják –, valamint annak különböző részmutatói, úgymint a lekötött tőke arányos megtérülés és az adózás utáni operatív eredmény.
- A vizsgált vállalati kör ösztönzési rendszereiben a legnépszerűbb mutatószám 43%-os alkalmazási szinttel a kamat, értékcsökkenés és adózás előtti eredmény, amely ugyan a számviteli alapú mutatók közé tartozik, de legalább az értékcsökkenés visszaadásával az egyik legfontosabb korrekciót már tartalmazza.
- Minden negyedik cégnél (27%) figyelembe veszik az ösztönzési rendszerben a tulajdonosi érték nagyságával legkevésbé kapcsolatban lévő mérőszámok egyikét, az árbevétel, és ugyanez az arány érvényesül az egy adott periódus értékváltozását leginkább tükröző jelzőszám, a hozzáadott gazdasági érték mutató esetében is.
- A vizsgált cégek több mint a felénél valamilyen szinten alkalmazzák a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszert, közülük azonban csak minden ötödik valósítja meg a BSC integrációját az értékközpontú vállalatirányítással.
- A toplistákra való felkerülés kritériumai és a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás teljes vagy részbeni alkalmazásának pusztán léte között korrelációs számítás alkalmazásával nem mutatható ki szignifikáns kapcsolat.
- Az előző pontban szereplő kapcsolat szorosabbá válik, amennyiben a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás alkalmazásánál azt is figyelembe vesszük egy tényezőben, hogy az milyen múltra tekint vissza az adott cég életében. A vizsgált vállalati körben elvégzett korrelációs számítás közepes kapcsolat jelenlétére utal.

A vizsgált 30 cég információi alapján megállapítottam, hogy a számviteli mutatók hazánkban még napjainkban is nagy szerepet töltenek be az értékmérésben, és az értékközpontú vállalatirányítás részét képező értékmérési módszerek megtalálhatók ugyan a cégek életében, de még nem valósult meg a teljes körű alkalmazásuk.

Részletes esettanulmányok kiértékelése

A kérdőíves felmérésen alapuló értékelésen túlmenően *részletes esettanulmányokkal* bemutattam olyan vállalkozások gyakorlatát, ahol a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítást, ha nem is teljes körűen, de bizonyos részterületeken magas szakmai színvonalon, több éve végzik, és amely cégek, cégcsoportok úgynevezett legjobb gyakorlatok (best practice) lehetnek más vállalkozások számára.

Hat fő témakörre (*stratégia kialakítása; stratégiai alternatívák, akvizíciós lehetőségek értékelése; projektek, beruházások értékelése; teljesítménymérés; ösztönző javadalmazási rendszer részeként történő értékmérés; kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer alkalmazása*) összpontosítva végeztem vizsgálatokat, amelyek alapján a MOL Csoport, a Tiszai Vegyi Kombinát Rt., a Wallis Csoport, a Béres Csoport, az Allianz Hungária Biztosító Rt., valamint a Continental Temic Hungary Kft. gyakorlatát sikerült pozitív példaként állítanom.

A *MOL Csoport* példájával bemutattam, hogyan valósítható meg az alkalmazott módszerek, eszközök teljessé, integrált szintűvé tétele, és annak az érintettek körében történő elfogadtatása az ösztönzőrendszerbe történő beillesztésével. (A siker zálogaként az elfogadtatás vonatkozásában a külső tanácsadók bevonását tekintik a MOL Rt.-nél, mivel sokkal könnyebben elfogadnak az emberek valamit, amit külső tanácsadók mondanak, mint amit a cég alkalmazottai.) A legkorszerűbb irányítási, kontrolling eszközöket és módszereket alkalmazzák, és ezzel nemcsak Magyarországon, hanem Európában is az élenjárók közé tartoznak.

Ismertettem a MOL Rt.-nél sikeresnek tekinthető, a projektek, beruházások értékelésére alkalmazott diszkontált cash flow alapon működő rendszert, melyet 1997 óta használnak. Az utóértékelések azt mutatják, hogy a projektek pozitív hatásait az előterjesztők általában túlzottan optimistán ítélik meg,

vagy sok esetben később nem mérhető hatást használnak a gazdaságossági számítások alapjául, ebből adódóan nagy jelentőséggel bíró feladat az előterjesztések tartalmának szigorú felülvizsgálata.

Bemutattam a MOL Csoportban működő, többszintű kiegyensúlyozott stratégiai mutatószám-rendszert, amely működőnek tekinthető, de még felülvizsgálatra szorul – a nem pénzügyi vonatkozást, ezen belül is elsősorban a tanulás nézőpontot kell erősíteni. Emellett további fejlesztési lehetőségként mutatkozik az osztály szintre lebontott rendszer továbbfejlesztéseként a személyi szintre való lebontás, amely fejlesztés egyébként szerepel is a cég célkitűzései között.

A különböző stratégiai változatok értékelésére pozitív példaként a *Tiszai Vegyi Kombinát Rt.* gyakorlatát ismertettem, ami az Alfred Rappaport által leírt Shareholder Value módszertan alapján került kialakításra. Ezzel a tevékenységével a TVK élenjáró volt az országban, a Shareholder Value módszertanának gyakorlatra történő adaptálását magas színvonalon végezték el, az adattartalom, az előrejelzések lehető legpontosabb kivitelezése érdekében kapcsolatot tartva a világ vezető szakértő-, elemző-, vállalatértékelő cégeivel, az értékelés gyakorlati kivitelezésében jól hasznosítva a számítástechnika, informatika adta lehetőségeket, előnyöket. (A stratégiai változatok számszerűsítése kapcsán a TVK Rt. alkalmazottjaként mindennek magam is részese lehettem.) A módszertannak a stratégiai változatok értékelésére való alkalmasságát jól példázza, hogy a TVK Rt.-nél mintegy 3 éves előkészítő munka után jóváhagyásra került egy olyan stratégiai változat és elindult egy olyan mértékű fejlesztés, amely méretét és hatását tekintve a Tiszai Vegyi Kombinát alapításához hasonlítható, így nem csupán a társaság életében, hanem a hazai ipartörténelemben is mérföldkőnek tekinthető. A beruházás eredményeképpen a Társaság elérte azt a méretgazdaságosságot, amelynek birtokában megőrizheti vezető pozícióját a közép-európai régióban, és erősítheti piaci jelenlétét az Európai Unióban.

A *Wallis Csoport* példájával rávilágítottam arra, hogy egy sok (adott példában mintegy 70) cégből álló cégcsoport esetében, annak irányításában, a cég akvizíciós stratégiájának támogatásában nagy jelentősége van a tulajdonosi érték maximalizálására való törekvésnek. A Wallis Csoport alapvető célként a tulajdonosi érték növelését fogalmazta meg, ennek szellemében folyamatosan új vállalatfelvásárlási lehetőségeket keres, és megfelelő ajánlat esetén azokat értékesíti. A befektetési döntéshozatalokban az értékteremtés szemléletét tekintik dominánsnak – szabad cash flow alapú modelleket építenek, ezek alapján határozzák meg a tulajdonosi értéket. Nagy alaposággal munkálják ki a modelleket, nagy hangsúlyt fektetnek a szabad cash flow számításához szükséges alapadatok előállítására, valamint a súlyozott átlagos tőkeköltés meghatározására. Projektek esetében a materiális dolgok (például új gyártósor, új szalon építése) értékelésére ugyanazt a módszert alkalmazzák, mint az akvizíciók esetében.

A Wallis Csoportban az akvizíciók értékelését magas színvonalon végzik, viszont a rendszer hiányosságaként említendő, hogy a teljesítménymérésben és az ösztönzésben különböző számviteli mutatókat alkalmaznak, tehát ezekre a területekre még nem gyűrűzött be a tulajdonosi értékmaximalizáló szemlélet gyakorlati alkalmazása. A tulajdonosi érték növelése érdekében mindenképpen javasolható a tulajdonosi érték mérési módszereinek alkalmazása a teljesítménymérésben, valamint ezzel egyidejűleg, de akár egy következő fázisként a teljesítménymérési és az ösztönzési rendszer integrációjának a megteremtése.

A *Continental Temic Hungary Kft.* példáján keresztül bemutattam azt, hogy a tulajdonosi érték növelését a folyamatos fejlesztési projektek, az integrált irányítási rendszer, a technológiai kompetencia és a vállalati kultúra kiegyensúlyozott, egyenletes fejlesztése alapozza meg, a rendszerek összehangolását és a stratégiaközpontú vállalatirányítást pedig a Balanced Scorecard rendszer tudja biztosítani. A stratégia nagy szakértelemmel és körültekintéssel végzett kialakítására és a stratégia megvalósítására minta-cégként javasolható a Continental Temic Hungary Kft. Az értékközpontú vállalatirányítás és a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer összekapcsolása, integrálása valósul meg – hasonlóan mint a MOL Csoport esetében, azzal a különbséggel, hogy míg a MOL Csoport egyelőre osztály szintre lebontott BSC-t alkalmaz, addig a

Continental Temic esetében már az egyéni szintre való lebontás is megvalósult. Ez az egyéni BSC rendszer a BSC megalkotói (Kaplan – Norton, 1999) által elképzelt, a rendszer csúcsát jelentő megoldás, melynek a Continental Temicnél megvalósított gyakorlati alkalmazása Magyarországon mindenképpen, de még Európában is ritkának tekinthető!

A Continental Temic Hungary Kft. példáján szemléltettem azt, hogy miként működik sikeresen az a cég, ahol szigorúan a gazdasági számítások adatai alapján döntenek egy stratégiai alternatíva, egy projekt vagy beruházás megvalósításáról, vagy elvetéséről, és más szempontok egyáltalán nem érvényesülnek. A különböző stratégiai alternatívák számszerűsítésére és értékelésére a szabad cash flow módszertant, a teljesítmény mérésének csúcsmutatójaként pedig a Continental Vállalati Értékkeremtés (Continental Value Contribution, CVC) mutatót alkalmazzák, ami gyakorlatilag az EVATM mutatóval egyezik meg. A Continental Temic Hungary Kft. gyakorlata jól példázza a teljesítménymérés és az ösztönzési rendszer integrált működtetésének lehetőségét – a felsővezetők ösztönzési rendszerének egyik alapeleme a CVC mutató. Az ösztönzési rendszerben valamennyi dolgozóra prémiumbankot működtetnek, amely segítségével kiszűrhetők a nagy prémiumingadozások és a hatásuk késleltethető mindaddig, amíg be nem bizonyosodik, hogy azok a tulajdonosi vagyontartós növekedéséhez kapcsolódnak.

Értekezésemben a hozzáadott gazdasági érték alapú mérés pozitív példájaként a *Béres Csoport* gyakorlatát mutattam be. A valós érték megállapítása érdekében optimális számú, az értéket szignifikánsan befolyásoló korrekciók elvégzésére törekszenek, és azt nagy alaposággal el is végzik. Csoporton belüli cégek között mind az eredmény, mind pedig a lekötött tőke vonatkozásában a korrekciók tipikus példájaként említhetők a részesedésekkel, az üzleti vagy cégértékkel, a cégcsoporton belüli kölcsönökkel kapcsolatos korrekciók, míg cégen belüli korrekcióként a kutatás-fejlesztési költségek és a marketing költségek említhetők. (Tesztüzemben már működik az EVATM rendszer és az egyéni teljesítménymérés integrált alkalmazása, de itt még további pontosítások, továbbfejlesztések lehetségesek.)

Tanulmányomban bemutattam, hogy egy külföldi anyavállalat elvárása alapján hogyan kerül alkalmazásra egy Magyarországon működő cégnél egy új teljesítménymérési rendszer. Az *Allianz Hungária Biztosító Rt.*-nél az anyavállalat elvárása alapján a teljesítménymérésre bevezetésre került az operatív teljesítménymérési elveket megtestesítő úgynevezett Underlying Operating Performance (UOP) módszer, amelynek végtermékeként jelenik meg a cégnél a teljesítménymérés első számú mutatója a hozzáadott gazdasági érték mutató. Az EVATM az ösztönzési rendszerben is szerepel – a felsővezetők, osztályvezetők legfőbb bónuszkritériuma.

Az Allianz Hungária Biztosító Rt. gyakorlatának tanulmányozása kapcsán szembesülhetünk azzal, hogy az EVATM számításában az adott vállalkozás tevékenységére jellemző specialitások léteznek – az Allianz Hungária Biztosító Rt.-nél az EVATM pontosítása érdekében a biztosítási tevékenységre jellemző sajátosságokat, specialitásokat figyelembe is veszik. Kalkulálnak a törvényileg szabályozott tartalékképzés hatásaival, az úgynevezett csendes tartalék hatásaival, a működéshez szükséges UOP szavatoló tőke (kockázattal súlyozott szükséges tőke, Risk Adjusted Capital, RAC) kockázatra vonatkozó elemeivel, de elvégzik az UOP eredmény normalizálását is a volatilitás kiegyensúlyozása érdekében.

Az elkészített hat esettanulmánynak vannak általánosítható tapasztalatai, megfogalmazhatók *kritikus sikertényezők*, amelyek a vizsgált, a módszertant sikerrel alkalmazó vállalkozások mindegyikénél megtalálhatók valamilyen formában. Kritikus sikertényezőként a következők határozhatók meg:

- tulajdonosok elkötelezettsége a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás iránt,
- felsővezetés elkötelezettsége, szakértelme,
- megalapozott, a fejlett országok gyakorlatában elterjedt módszerek szakszerű alkalmazása a vállalatirányításban, értékmérésben (diszkontált szabad cash flow; hozzáadott gazdasági érték; súlyozott átlagos tőkeköltség; kulcs értékkeremtő tényezők; kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer),
- a rendszer kommunikálása a szervezetben és elfogadtatása a cég dolgozóival,

- hosszú távú ösztönzési rendszer kialakítása és bekapcsolása az értékközpontú működésbe,
- informatikai támogatottság biztosítása.

A bemutatott példák alapján elmondható, hogy kevésbé fejlett tőkepiacon is van létjogosultsága a tulajdonosi érték koncepció követésének, az értékközpontú vállalatirányítás alkalmazásának, hiszen a módszer nemcsak akkor működőképes, ha tőzsdei cégek alkalmazzák, és ha a tőkepiac folyamatos képet ad a vállalat megítéléséről. Az esettanulmányok segítségével sikerült olyan vállalkozások gyakorlatát bemutatnom, ahol a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítást, ha nem is teljes körűen, de bizonyos részterületeken magas szakmai színvonalon, több éve végzik, és szintösszehasonlítás (benchmarking) céljából úgynevezett legjobb gyakorlatot folytató (best practice) céggként szolgálhatnak más vállalkozások számára.

A különböző toplistákon szereplő 30 cég tanulmányozása, valamint a hat cégcsoportnál, cégnél készített esettanulmányok alapján az a megállapítás tehető, hogy Magyarországon már számos cég alkalmazza a tulajdonosi érték maximalizálását célul kitűző vezetési módszereket, de néhány kivételtől eltekintve az irányítási rendszer nem fogja át a vállalati hierarchiát és kizárólag a felsővezetői szintre korlátozódik, valamint nem teljes körűen, hanem csak bizonyos részterületeknél alkalmazzák. Ezért javaslatként fogalmazható meg, hogy az egyes cégeknek törekedni kell a tulajdonosi értékmaximalizálás elvei szerint történő működés *vertikális kiterjesztésére*, valamint az *integráció fokozására*, vagyis nemcsak egyes feladatok ellátására való igénybevételére, hanem valamennyi területen (stratégia kialakítása; stratégiai alternatívák, akvizíciós lehetőségek értékelése; projektek, beruházások értékelése; teljesítménymérés; ösztönzési rendszer részeként történő értékmérés; kiemelt stratégiai mutatószámrendszer alkalmazása) történő alkalmazására.

Modell-építés

Vizsgálataim és saját korábbi gyakorlati munkám során szembesültem azzal, hogy a tulajdonosi érték mérése során a vállalkozások csaknem kizárólag *táblázatkezelő programokat* (Microsoft Excel) használnak, annak *hátrányaival* (nehezen áttekinthető modellek; nagy hibázási lehetőség; egyre nagyobb számosságú fájlok; stb.) együtt. A kedvezőtlen tapasztalatok motiváltak abban, hogy készítsék egy, a vállalatvezetők számára ideálisnak mondható, a tulajdonosi érték mérésére általánosan alkalmazható modellt. A táblázatkezelő programok hiányosságainak kiküszöbölése érdekében készített Microsoft Excel alapú, Visual Basic programozással támogatott modell (*e-VALEX*) egyszerű kezelhetősége és beépített opciói (szcenárió-menedzser; vezérlőpult; időperiódus tetszőleges választása; finanszírozási és befektetési lehetőségek paraméterezési lehetősége; konszolidátor funkció; maradványérték számítási módszerek közüli választhatóság; stb.) révén hatékony segítséget képes nyújtani a különböző tulajdonosi értékmérési feladatok ellátásához.

Többféle értékmérési módszer egyidejű alkalmazását teszi lehetővé a program, amelyek közül mindig az adott értékmérési feladat megoldására leginkább alkalmas módszert tudja kiválasztani a felhasználó. A modellben az egymással 100%-os kapcsolatban álló jelentések, riportok logikailag hibamentesen, automatikusan előállnak, így a modellezés során „csak” a tetszőleges részletezettségű input adatok bevitelére, annak minőségére kell fókuszálni. A modell különböző értékmérési módszereknek megfelelően tartalmazza – és egyúttal egy jól alkalmazható monitoring rendszert biztosít – az üzleti értéket befolyásoló kulcsfontosságú értékteremtő tényezőket, amelyek egyértelműen meghatározzák a vállalat működésének az értékteremtés folyamatára ható területeit és közös keretet adnak a vállalaton belüli folyamatok áttekintésére.

A modell alkalmazásával ki tudjuk küszöbölni a redundáns, ismétlődő adatok nyilvántartásait, mivel az úgynevezett scenárió-technika segítségével adott esetben lehetőség van az ugyanazon információtartalommal rendelkező, de eltérő értékeket tartalmazó sorok közül a felhasználó által kiválasztott adatsorok alkalmazására a kalkulációban. Egy fájlban van tehát lehetőség nyilvántartani az adott vizsgálati egység (cég, stratégiai üzleti egység, projekt, stb.) különböző adattartalommal bíró változatait, scenárióit. Az egy-egy fájlban modellezett vizsgálati egységek automatikus konszoli-

dációját is lehetővé teszi a program, ami jól hasznosítható például, ha egy vállalkozásnál több stratégiai üzleti egységet tartunk nyilván, vagy pedig ha egy holding struktúrában működtetett cégcsoport egyes cégeinek konszolidációját akarjuk megvalósítani.

Összességében elmondható, hogy a kutatási tevékenységem részeként felépített e-VALEX modell a tetszőleges részletezettségű és struktúrájú input adat beviteli lehetőségének köszönhetően bármely ágazatban, annak minden sajátosságával, specialitásával működő vállalkozás számára jól használható lehetőséget tartogat a tulajdonosi érték mérésének támogatására az értékorientált vállalatirányítási rendszerben, jól beépíthető a vállalatok tervezésébe, kontrollingjába, hozzájárulhat a tanuláshoz, a tulajdonosi értékteremtés megértéséhez.

Empirikus eredmények összegzése

Az empirikus eredmények összegzését a kutatás hipotéziseivel összhangban a 10. táblázat tartalmazza.

10. táblázat: Az empirikus eredmények összegzése

Hipotézis	Vizsgálat	Eredmény
A különböző toplistákon előkelő helyen szereplő, Magyarországon működő vállalkozások jelenlegi gyakorlatában ha nem is teljességében, de részleteiben már megtalálhatók a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás alkalmazásának, a tulajdonosi érték mérésének egyes módszerei.	Kérdőíves felmérés végzése és a kapott válaszok kiértékelése megosztási viszonyszámok alkalmazásával.	A vizsgálat igazolta, hogy a hazánkban működő „legnagyobb” vállalkozások gyakorlatában – eltérő alkalmazási szint mellett – már megjelentek a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás elemei.
A fent említett vállalati körben statisztikailag igazolható, szignifikáns kapcsolat van a tulajdonosi értékközpontú módszerek alkalmazásának ténye és a toplistákra kerülés kritériumának mutatószámai között.	Korrelációs számítás a kérdőíves felmérés adatainak felhasználásával.	A kalkulációban a módszerek alkalmazásának időszakát is figyelembe véve súlyfaktorként közepes pozitív korreláció mutatható ki.
A Magyarországon működő vállalkozások között már vannak olyan innovatív, élenjáró cégek, ahol a tulajdonosi érték mérését, a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítást legalább bizonyos részterületeken olyan színvonalon végzik, hogy úgynevezett legjobb gyakorlatot folytató mintacégek (best practice) lehetnek más vállalkozások számára.	Esettanulmány készítése.	Hat cégcsoportnál, cégnél készített részletes esettanulmányok követendő pozitív példákat szolgáltatnak a hazai gyakorlat számára.
A tulajdonosi érték mérésére, a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás informatikai támogatására hazánkban döntő többségben a standard táblázatkezelő szoftvereket (Microsoft Excel) használják, annak hátrányaival együtt. A táblázatkezelő szoftverek továbbfejlesztése révén jelentős mértékben javítható annak a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányításban történő alkalmazhatósága.	Visual Basic programozás.	Az előállított e-VALEX modell kiküszöböli az alapját adó Microsoft Excel hátrányait és a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítás számára jól hasznosítható eszközt biztosít.

Forrás: Saját

IV.3. ÚJ KUTATÁSI EREDMÉNYEK

A. A szakirodalom tanulmányozása és a bemutatott esettanulmányok alapján arra a következtetésre jutottam, hogy egy korszerűen működő vállalatnál a döntéshozatalnak a tulajdonosi érték maximalizálására való törekvés szemléletében kell történnie, és a döntést követő megvalósítási fázisban is ennek a szemléletnek kell érvényesülnie. Az értékközpontú vállalatirányítási rendszert vertikálisan kiterjesztve úgy kell felépíteni, hogy az a felsővezetői szint és az alsó szinten lévő alkalmazotti szint közötti teljes struktúrában érvényesüljön, és ne ragadjon meg a felsővezetői szinten. Az irányítási rendszer akkor működtethető a leghatékonyabban, ha az mélyen lehatol a vállalati hierarchiába, és érvényesül az, hogy valamennyi dolgozó a tulajdonosi érték maximalizálására való törekvés szemléletével összhangban lévő célok elérésére ösztönözve végzi a tevékenységét. A vertikális kiterjesztés mellett törekedni kell az integráció fokozására, vagyis nemcsak szigetenként, bizonyos feladatok ellátására való igénybevételére, hanem valamennyi területen (stratégia kialakítása; stratégiai alternatívák, akvizíciós lehetőségek értékelése; projektek, beruházások értékelése; teljesítménymérés; ösztönző javadalmazási rendszer részeként történő értékmérés; kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer alkalmazása) történő alkalmazására. Ugyanakkor már bármelyik részterületen történő alkalmazása is hasznára válhat a vállalkozásnak, és hozzájárulhat a tulajdonosi érték növeléséhez.

B. Értekezésemben kifejtettem, hogy az értékközpontú vállalatirányítás elvei nem mondanak ellent a nem pénzügyi célok megvalósítására való törekvésnek, sőt éppen ellenkezőleg, a két irányzat összevonása, integrálása a megvalósítás javára szolgál. Rámutattam arra, hogy az érték növelése érdekében a vállalatvezetés egyik legfontosabb feladata az intellektuális tőke hatékony menedzselése, a menedzselhetőség érdekében pedig az intellektuális tőke mérése. Az intellektuális tőke pénzügyi tőkévé való átalakításának stratégiai szintű menedzselése, valamint az egyéb, a stratégia kivitelezését akadályozó nehézségek leküzdése érdekében van szükség stratégia-központú szervezetek kialakítására és működtetésére, mellyel a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer diszciplína alkalmazásán keresztül elérhető az, hogy valamennyi üzleti és nem üzleti vállalkozás küldetése, jövőképe és stratégiai céljai realizálásra kerüljenek.

Rávilágítottam a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer és az értékközpontú vállalatirányítás integrált alkalmazásának előnyeire. A Balanced Scorecard a stratégiai célok, mérőszámok levezetésével támogatja a stratégiaalkotást, a célok és intézkedések összerendelésével pedig a stratégia működésbe hozását. A stratégia megvalósítását célzó akciók mellé felelősöket, határidőket rendel, mellyel jogosultságot teremt a beszámoltatásra, a felelősségre vonásra, az akciók sorozata pedig megteremti a stratégia megvalósításának alapját. A Balanced Scorecard egyértelművé teszi az ok-okozati viszonyokat, és meghatározza, hogy egy vállalkozás csúcsmutatójának növeléséhez a különböző nézőpontokból milyen, a pénzügyi teljesítménnyel közvetlenül vagy közvetve kapcsolatban lévő stratégiai célok megvalósítására van szükség. Az ok-okozati viszonyok meghatározásával és érzékenységvizsgálatok, szimulációk segítségével a vállalat különböző szintjein azonosíthatók az értékorientált vállalatirányításnak (is) részét képező értékgenerátorok. Az értékorientált mutatószámoknak a Balanced Scorecard nem pénzügyi teljesítménymutatóival történő összekapcsolása révén jelentősen növelhető a pénzügyi célok elérésének valószínűsége. Más szavakkal megfogalmazva a Balanced Scorecard pénzügyi nézőpontjában a tulajdonosi érték megfelelő mutatószámait alkalmazva a pénzügyi célok valós értékmérő formát öltenek, és nem áll fenn annak a veszélye, hogy az értéket nem pontosan mutató, félrevezető képet adó pénzügyi érték elérésére motiválják a szervezet működtetését végző szereplőket.

C. Rávilágítottam arra, hogy a tanuló vállalat kialakítását célzó benchmarking, vagyis a folyamatos szint-összehasonlítás, és a kockázatmenedzsment hatékony támogató módszerei lehetnek a különböző tulajdonosi értékmérési módszerek bevezetésének és alkalmazásának, az értékközpontú vállalatirányítás kialakításának és működtetésének. A megfelelően végzett benchmarking meg-

világítja azokat a területeket, amiket fejleszteni kell, lehetővé teszi a vállalatok számára, hogy teljesítményüket a legjobb gyakorlattal, a gazdasági verseny élmezőnyébe tartozó vállalatok gyakorlatával hasonlítsák össze, majd folyamatos fejlődési programokat fejlesszenek ki. Annak viszont tudatában kell lennünk, hogy a minta-cégeként kiszemelt partnerek nem mindegyike lesz készséges a gyakorlati tapasztalatok megosztásában, mivel ezek a témák a versenyelőnyt magában hordozó tulajdonságuk miatt rendszerint üzleti titoknak minősülnek.

Rámutattam továbbá arra, hogy a tulajdonosi érték maximalizálására való törekvést hatékonyan támogatja, ha a vállalkozások felépítenek és működtetnek egy vállalati kockázatmenedzsment rendszert. A kockázatelemzés alkalmazását a vállalatok tőkeszerkezetének átalakulása teszi indokolttá. A tangible (látható) tőkeelemek (például tárgyi eszközök) mellett egyre nagyobb jelentőséggel bír az intangible (láthatatlan) tőkeelemek (ügylettőke, szervezeti tőke, munkatársak kompetenciája) súlya. A láthatatlan tőkébe történő befektetés kockázata azonban magasabb, mint a tárgyi eszközökbe történő befektetés, és az egyre erősödő versenyben egy vállalat csak akkor lehet versenyképes, ha a láthatatlan tőke nagyságát meghatározó tőkeelemek színvonalára is figyel, az ezzel járó kockázatokat feltárja és értékeli.

D. A tulajdonosi értéket csak úgy lehet maximalizálni, ha definiálni és mérni tudjuk azt, amit növelni kívánunk. A napjainkban széles körben elterjedt számviteli mérések azonban azok sajátosságai miatt (múltra és rövid periódusra történő fókuszálás; utólagos, késői információk; túlzott fókuszálás a számviteli eredményre; értékelési eljárások keveredése; alternatív számviteli módszerek léte; óvatosság elvének egyoldalú alkalmazása; tőkeigény és a pénz időértékének figyelmen kívül hagyása; gazdasági teljesítménnyel való korreláció hiánya stb.) nem alkalmasak a tulajdonosi érték mérésére. Tehát az érték méréséhez a számviteli méréseknél jobb módszerre van szükség, amelynek két nagyon fontos ismérvvvel kell rendelkeznie:

- a) a cash flow-ra kell koncentrálnia, és nem a számvitelileg származtatott jövedelemre, valamint
- b) fel kell ismernie, hogy valamennyi költség összekapcsolódik a befektetett tőkével.

Ezen elvárásoknak kívánnak megfelelni a különböző korszerű gazdasági értékmérési módszerek, melyek közös vonása, hogy pénzügyi és gazdasági megfontolások alapján korrigálni igyekezzenek a számviteli előírások torzító hatásait, a számvitel múltbeli teljesítményekre koncentráló megközelítését kívánják felváltani jövőorientált szemlélettel. Az értékmérési módszerekkel foglalkozó irodalomban az eljárások szövevényes halmaza található, mely módszerek sok-sok hol egyértelműen, hol nehezebben észrevehető átfedést tartalmaznak, nehezítve a felhasználók számára az adott cél elérését támogató módszer kiválasztását és annak alkalmazását.

Értekezésemben értékeltem és összehasonlítottam a szakirodalomban rendszerint előforduló különböző értékelési, mérési módszereket, meghatároztam azok előnyeit, hátrányait, azonosítottam az egyes feladatok, problémák megoldására leginkább alkalmas technikákat. Feltártam a fontosabb módszerek vonatkozásában az átfedéseket, kiszűrtem azokat a módszereket, amelyek teljesen, vagy a lényegi részeket tekintve azonosak, habár eltérő néven szerepelnek a szakirodalomban. Ezt követően megállapítottam, hogy nem létezik egyetlen olyan mérési, elemzési technika, amely tökéletesen alkalmas valamennyi értékelési szituációban a döntéshozatal támogatására. Mindegyik pénzügyi elemző technikának megvannak a saját erősségei, gyenge pontjai, és mindegyik hasznos információkkal szolgál az értékteremtési folyamatról, vagyis valamennyi módszer hasznos lehet számunkra, de nem ugyanazon célok megvalósítására. A legkörültekintőbb megoldás a mérések koordinációjának használata, ami a különböző módszerek közötti összefüggések ismeretében hasznos önellenőrzési lehetőségeket biztosít, továbbá különböző, az értékmérés céljának megfelelő szempontokat tesz szemléletessé az elemző számára.

E. Az elmélet és a gyakorlat összehasonlításakor megállapítottam, hogy a Magyarországon működő vállalkozások gyakorlata sok esetben még jelentős lemaradást mutat a fejlett piacgazdasággal rendelkező országok gyakorlatához viszonyítva.

Értekezésemben kifejtettem, hogy hazánkban is kezdi felismerni a vállalatok egy része a tulajdonosi érték növelésének, a tulajdonosi érték növelését célzó koncepcióknak a fontosságát. A multinacionális leányvállalatok, bizonyos tőzsdei cégek, valamint az elemzéssel és tanácsadással foglalkozó cégek körében egyre inkább ismertté és elfogadottá válik, ugyanakkor a hazai tulajdonú kis- és középvállalatok esetében azonban még évekkel a privatizáció lezajlása után sem mindig egyértelmű a tulajdonosok számára, hogy miként kell tulajdonosként viselkedni. Napjainkig fennálló ellentmondás mutatkozik a küldetésnyilatkozatokban foglalt elvek és a vállalat gyakorlatában működő teljesítménymérés között. Vizsgálataimmal felhívtam a figyelmet és bizonyítottam, hogy a magyar vállalkozások egy részénél a tulajdonosok, vezetők szemléletmódja nem változott meg, még azok a vállalatok is, amelyek legfontosabb stratégiai célként tűzik ki a tulajdonosi érték növelését, alapvetően a tulajdonosi értéket pontatlanul mutató számviteli eredménykategóriákat, mutatószámokat használják az értékmérés eszközeként.

A toplisták előkelő helyein szereplő 30 cég tanulmányozása, valamint a hat cégcsoportnál, cégnél készített részletes esettanulmányok alapján megállapítható, hogy Magyarországon már számos cég alkalmazza a tulajdonosi érték maximalizálását célzó vezetési módszereket, de a kevés kivétel mellett általános tapasztalat, hogy az irányítási rendszer nem hatol le mélyen a vállalati hierarchiába, hanem gyakran megragad a felsővezetői szinten. Ezért javasolható a tulajdonosi értékmaximalizálás elvei szerint történő működés vertikális kiterjesztése, valamint az integráció fokozása, vagyis nemcsak szigetenként, bizonyos feladatok ellátására való igénybevétele, hanem valamennyi területen (stratégia kialakítása; stratégiai alternatívák, akvizíciós lehetőségek értékelése; projektek, beruházások értékelése; teljesítménymérés; ösztönző javadalmazási rendszer részeként történő értékmérés; kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer alkalmazása) történő alkalmazása.

- F. Tapasztalataim alapján megállapítható, hogy a táblázatkezelő szoftverek alkalmazása széles körben elterjedt a tulajdonosi érték mérésének támogatására, azok valamennyi előnyével és hátrányával (nehezen áttekinthető modellek; nagy hibázási lehetőség; egyre nagyobb számosságú fájlok; stb.) együtt. Ezen szoftverek hátrányainak kiküszöbölése érdekében építettem fel egy Microsoft Excel alapú, Visual Basic programozással támogatott modellt (e-VALEX), amely egyszerű kezelhetőségének és beépített opcióinak (scenárió-menedzser; vezérlőpult; időperiódus tetszőleges választása; finanszírozási és befektetési lehetőségek paraméterezési lehetősége; konszolidátor funkció; maradványérték számítási módszerek közül választhatóság; stb.) köszönhetően hatékony segítséget képes nyújtani a különböző tulajdonosi értékmérési feladatok ellátásához.

A beépített jelentések révén többféle értékmérési módszer egyidejű alkalmazását teszi lehetővé a program, így a felhasználó olyan módszereket tud ezek közül kiválasztani az adott értékmérési feladat (stratégiai változatok, akvizíciók, projektek, beruházások értékelése; teljesítménymérés; mérés az ösztönzési rendszerben) megoldására, amely arra a leginkább használható. Az e-VALEX a tulajdonosi érték teremtésének kontrollálásához a kulcsfontosságú értékteremtő tényezők beillesztése révén egy jól alkalmazható monitoring rendszert biztosít.

A modell számos opciója közül talán a legjelentősebb, hogy segítségével kiküszöbölhetők a felesleges fájl-sokszorozások, a redundáns, ismétlődő adatok nyilvántartásai, mivel az úgynevezett scenárió-technika alkalmazásával lehetőség van egyes adatsorok kicserélésére, vagyis az ugyanazon információtartalommal rendelkező, de eltérő értékeket tartalmazó sorok közül adott esetben a felhasználó által kiválasztott adatsor alkalmazására. Egy fájlban van tehát lehetőség nyilvántartani az adott vizsgálati egység (cég, stratégiai üzleti egység, projekt, stb.) különböző adattartalommal bíró változatait, scenárióit. Emellett az egy-egy fájlban modellezett vizsgálati egységek automatikus konszolidációját is lehetővé teszi a program, amely opció például jól használható, ha egy vállalkozásnál több stratégiai üzleti egységet tartunk nyilván, vagy pedig

ha egy holding struktúrában működtetett cégcsoport egyes cégeinek konszolidációját akarjuk megvalósítani.

Összességében elmondható, hogy a kutatási tevékenységem részeként felépített e-VALEX modell a tetszőleges részletezettségű és struktúrájú input adatbeviteli lehetősége révén bármely ágazatban működő vállalkozás számára jól hasznosítható lehetőséget tartogat a tulajdonosi érték mérésének támogatására, a beépített opcióknak köszönhetően könnyen és rugalmasan kezelhető eszközt biztosít az értékorientált vállalatirányítási rendszer számára, jól beépíthető a vállalatok tervezésébe, kontrollingjába, hozzájárulhat a tanuláshoz, a tulajdonosi értékteremtés megértéséhez.

Új kutatási eredmények összegzése

Az új kutatási eredmények összefoglalásként tehát a következők:

- Arra a következtetésre jutottam, hogy a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítási rendszer vertikális és horizontális kiterjesztése, az integráció fokozása hozzájárul a tulajdonosi érték növeléséhez, ezáltal pedig valamennyi érintett javát szolgálja.
- Rávilágítottam a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer és az értékközpontú vállalatirányítás integrált alkalmazásának előnyeire: a tulajdonosi értékközpontú mutatószámoknak a Balanced Scorecard nem pénzügyi teljesítménymutatóival történő összekapcsolása növeli a pénzügyi célok elérésének valószínűségét, ugyanakkor a Balanced Scorecard pénzügyi nézőpontjában a tulajdonosi érték megfelelő mutatószámait alkalmazva elkerülhető az, hogy a szervezet tagjait egy félrevezető képet mutató pénzügyi érték elérésére motiválják.
- Ráműtöttem arra, hogy a tanuló vállalat kialakítását célzó folyamatos szint-összehasonlítás (benchmarking) alkalmazása, valamint egy vállalati kockázatmenedzsment rendszer felépítése és működtetése hatékony támogató módszerei lehetnek a különböző tulajdonosi értékmérési módszerek bevezetésének és alkalmazásának, az értékközpontú vállalatirányítás kialakításának és működtetésének.
- Értekezésemben értékeltem és összehasonlítottam a szakirodalomban rendszerint előforduló különböző értékmérési módszereket, meghatároztam azok előnyeit, hátrányait, azonosítottam az egyes feladatok, problémák megoldására leginkább alkalmas technikákat.
- Kérdőíves felmérés alkalmazásával bemutattam, hogy a Magyarországon működő, a toplisták előkelő helyein szereplő vállalkozások milyen módszereket használnak a különböző értékmérési feladatok ellátására, és megállapítottam, hogy a vállalkozások egy részénél megtalálhatók már ugyan a tulajdonosi érték maximalizálását célzó vállalatirányítási módszerek, de ezek rendszerint nem hatolnak le mélyen a vállalati hierarchiába, és néhány kivételtől eltekintve keverednek a számviteli értékmérés módszereivel.
- Hat cégnél, cégcsoportnál készített részletes esettanulmányokkal pozitív példákat mutattam be a tulajdonosi értékközpontú maximalizálás elvei szerint történő működésben a különböző részfeladatok megoldására, úgymint a stratégia kialakítása, stratégiai alternatívák, akvizíciós lehetőségek értékelése, projektek, beruházások értékelése, teljesítménymérés, ösztönző javadalmasítási rendszer részeként történő értékmérés, valamint a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer alkalmazása.
- A táblázatkezelő szoftverek hátrányainak kiküszöbölése érdekében Visual Basic programozás alkalmazásával felépítettem egy Microsoft Excel alapú, az értékközpontú vállalatirányítási rendszerben könnyen és rugalmasan kezelhető, e-VALEX fantázianévvel ellátott modellt a tulajdonosi érték mérésének támogatására.

ÖSSZEFOGLALÁS

A gazdasági, piaci viszonyok változása – magántőke térhódítása; piacok globalizálódása; nemzetközi verseny erősödése; információs forradalom – miatt a vállalkozások napjainkban újfajta kihívásokkal néznek szembe. Ezen kihívásoknak való megfelelés, a versenyképesség mind mikro-, mind makroszinten történő növelése érdekében jelenleg a pénzügyi és stratégiai menedzsment legaktuálisabb irányvonalai olyan módszerekhez kapcsolódnak, amelyeknek célja a tulajdonosi érték (shareholder value) növelése. A tulajdonosi érték növelésére való törekvés, mint vállalatirányítási alapelv, napjainkra világszerte elterjedt, Magyarországon azonban még csak az elmúlt néhány évben kezdett ismertté válni. Hazánkban a multinacionális leányvállalatok, egyes tőzsdei cégek, az elemzők és a tanácsadók körében egyre nagyobb ismertségre és elfogadottságra tesz szert, a vállalatok többsége azonban még nem találkozott ezekkel a módszerekkel, vagy pedig nagyvonalakban már hallott róluk, de még nem látta meg a bennük rejlő lehetőséget.

Fentiek motiváló hatására választottam kutatási tevékenységem alapvető céljául, hogy rávilágítsak a tulajdonosi érték maximalizálására fókuszáló vállalatirányítás, a vállalatnál felmerülő valamennyi döntés tulajdonosi értékre gyakorolt hatásának vizsgálatán alapuló meghozatalának időszerűségére, szükségességére. Ezen célkitűzésnek való megfelelés érdekében megvizsgáltam a tulajdonosi értékmaximalizáló szemléletnek többek között a stratégiai alternatívák, akvizíciók, projektek, beruházások értékelésében, a teljesítménymérésben és az ösztönzésben betöltött szerepét. Kutatásom a tulajdonosi értékmaximalizáló vállalatirányítás keretein belül alkalmazható jelentősebb értékmérési módszerek áttekintését, azok előnyeinek, hátrányainak, alkalmazási lehetőségeinek vizsgálatát, valamint (vizsgálati módszerként az esettanulmányok készítését alkalmazva) a hazai vállalatok gyakorlatának megismerését is célozta.

Napjainkban egy korszerűen működő vállalatnál a tulajdonosi érték maximalizálása érdekében a vállalat vagy az üzleti egység kidolgozza a stratégiáját, azt a kulcsfontosságú értékteremtő tényezőkben kifejezett rövid és hosszú távú teljesítménycélokra fordítja le, meghatározza a célok elérése érdekében a körülbelül 12 hónapban megteendő lépéseket, kialakítja az akcióterveket és a költségterveket. Emellett teljesítménymérő és ösztönzési rendszereket illesztenek a rendszerbe, a teljesítmény és a célok összevethetősége és az alkalmazottak célokhoz kötött ösztönzése érdekében.

A tulajdonosi értéket csak úgy lehet maximalizálni, ha definiálni és mérni tudjuk azt, amit növelni kívánunk, a mérés tehát kulcsfontosságú valamennyi vállalkozás számára. A napjainkban széles körben elterjedt számviteli mérések azok sajátosságai miatt nem alkalmasak a tulajdonosi érték mérésére, ezért a korszerű gazdasági értékmérési módszereknek nem a számvitelileg származtatott jövedelemre, hanem a cash flow-ra kell koncentrálnia, valamint fel kell ismernie, hogy valamennyi költség összekapcsolódik a befektetett tőkével.

Értekezésemben értékeltem és összehasonlítottam a szakirodalomban rendszerint előforduló különböző értékelési, mérési módszereket, meghatároztam azok előnyeit, hátrányait, azonosítottam az egyes feladatok, problémák megoldására leginkább alkalmas technikákat. Megállapítottam, hogy a legkörültekintőbb megoldás a mérések koordinációjának használata, ami a különböző módszerek közötti összefüggések ismeretében hasznos önellenőrzési lehetőségeket biztosít, továbbá különböző, az értékmérés céljának megfelelő szempontokat tesz szemléletessé az elemző számára.

A hazai vállalatok gyakorlatának megismerése érdekében a különböző toplistákon előkelő helyen szereplő 30 vállalkozástól begyűjtött információk alapján megállapítottam, hogy a számviteli mutatók hazánkban még napjainkban is nagy szerepet töltenek be az értékmérésben, és az értékközpontú vállalatirányítás részét képező értékmérési módszerek megtalálhatók ugyan a cégek életében, de még nem valósult meg a teljes körű alkalmazásuk. A magyar vállalkozások egy részénél a tulajdonosok, vezetők szemléletmódja nem változott meg, még azok a vállalatok is, amelyek legfontosabb stratégiai célnak tartják a tulajdonosi érték növelését, alapvetően számviteli mutatókat használnak értékmérési eszközként, amelyek gyakran félrevezető képet adnak.

Az átfogó, statisztikai jellegű értékelésen túlmenően részletes esettanulmányokkal bemutattam olyan vállalkozások gyakorlatát, ahol a tulajdonosi értékközpontú vállalatirányítást, ha nem is teljes körűen, de bizonyos részterületeken magas szakmai színvonalon, több éve végzik, és amely cégek, cégcsoportok úgynevezett legjobb gyakorlatok (best practice) lehetnek más vállalkozások számára. Hat fő témakör (stratégia kialakítása; stratégiai alternatívák, akvizíciós lehetőségek értékelése; projektek, beruházások értékelése; teljesítménymérés; ösztönző javadalmazási rendszer részeként történő értékmérés; kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer alkalmazása) mentén végzett vizsgálatokkal a MOL Csoport, a TVK Rt., a Wallis Csoport, a Continental Temic Hungary Kft., a Béres Csoport, valamint az Allianz Hungária Biztosító Rt. gyakorlatát sikerült pozitív példaként állítanom.

A gyakorlati tapasztalatok alapján megállapítottam, hogy Magyarországon már számos cég alkalmazza a tulajdonosi érték maximalizálását célzó vezetési módszereket, de a kevés kivételtől eltekintve az irányítási rendszer nem hatol le mélyen a vállalati hierarchiába. Ezért javasolható a tulajdonosi értékmaximalizálás elvei szerint történő működés vertikális kiterjesztése, valamint az integráció fokozása, vagyis nemcsak szigetenként, bizonyos feladatok ellátására való igénybevétele, hanem valamennyi területen (amelyek a részletes esettanulmányok témaköreit is alkották) történő alkalmazása. (Ugyanakkor már bármelyik részterületen történő alkalmazása is hasznára válhat a vállalkozásnak, és hozzájárulhat a tulajdonosi érték növeléséhez.)

Annak érdekében, hogy a hazai vállalkozások ne kerüljenek hátrányba a világpiaci versenyben, ne kelljen tőkehiánnyal küzdeniük amiatt, mert a befektetett tőke után alacsonyabb hozamot biztosítanak, szükség van a tulajdonosi érték mérésére szolgáló korszerű módszerek alkalmazására, a tulajdonosi érték növelésére fókuszáló koncepciók elterjesztésére, működtetésére. Az értékközpontú vállalatirányítás szakszerű és hatékony alkalmazásával több elkölthető jövedelem áramlik a gazdaságba, ami javítja a foglalkoztatottsági lehetőségeket. A fogyasztás növekedése még több tulajdonosi értéket teremt a vállalatoknak, ami egy halmozódó hatású körforgást indukál. Az alacsonyabb megtakarítási és befektetési szintet kompenzálja a tőke magasabb termelékenységéből adódó befektetési hozamnövekedés, összességében pedig nagyobb pénzügyi jólét és életszínvonal jön létre. Az egyes cégek versenyképességének fenntartása mellett tehát az ország makrogazdasági teljesítményére gyakorolt kedvező hatása miatt is szükség van az értékorientált vállalatirányítás elvei szerint működő hazai cégek számának minél nagyobb növelésére.

SUMMARY

As a result of changing economic and market conditions – expansion of private capital, globalization of markets, increasing international competition and information revolution -, businesses today are facing new challenges. In order to meet these challenges and increase competitiveness in micro and macroeconomic levels, the latest financial and strategic management policies are related to such methods which were developed to increase shareholder value. This effort to increase shareholder value, as a basic corporate management principle, has now become generally accepted all over the world, yet, in Hungary it started to become known only in the last few years. Now it is gaining more and more popularity and acceptance in our country, too, among multinational affiliates, certain shareholder companies, analysts and consultants, but the majority of the companies have not yet been acquainted with these methods, or they have heard of them in general terms, but have not yet seen the opportunity in them.

Motivated by the influence of the above facts, I chose to set as the primary aim of my research to show just how urgent and imperative it is that company management focus on the maximum increase of their shareholder value, and companies make all decisions by examining the effect on this shareholder value. In order to achieve this aim, I examined what part the approach of maximum shareholder value plays, among others, in strategic alternatives, acquisitions, projects, investment evaluation, measure of performance and incentives. My research was also aimed to give an overview on the main value measuring methods, within the frame of value based management, to examine their advantages, disadvantages and application possibilities, and to find out about the practice of the Hungarian companies (by using case studies as a method of examination).

Nowadays, in order to maximize shareholder value at a company with a state-of-the-art system of operation, the company or business develops a strategy, then uses it to determine various short- and long-term goals for performance, expressed in key value drivers, defines all the specific measures to be taken to reach these goals in approximately 12 months, and prepares the related action plans and budgets. In addition to this, performance measurement and various incentives are added to the system, to compare performance and align employees' motivation with the set goals.

It is not possible to maximize shareholder value unless we are able to define and measure what we intend to increase, therefore, measuring is a key issue for all businesses. Today's widely used accountancy-based measurements, however, are not suitable for measuring shareholder value, so the latest methods to measure economic value must focus on cash flow rather than the earnings defined by accountancy, and they must take it into account that all costs are related to the invested capital.

In my dissertation, I evaluated and compared those assessment and measurement methods which are usually discussed in most reference books, by describing their advantages and disadvantages, and identifying the most appropriate techniques to solve specific tasks and problems. I found that the most prudent solution is to use the co-ordination of measurements, which, by recognizing the relations between the different methods, may provide useful self-controlling possibilities, and make some specific aspects, which are suitable for value measuring purposes, more expressive for the analyser.

To learn more about the practices of the Hungarian companies, I collected information from 30 different companies, all of which are ranked among the bests in various top lists, and I found that accountancy-based indexes still have a major part in value measurement in Hungary; and although some of the value-measuring methods of the value based management can be found at the companies, their overall adoption has not yet been realized. The attitude of management in some Hungarian businesses has not changed, and even those companies which consider the increase of shareholder value their most important strategic goal, are still using accountancy-based indexes to measure value, which often produce misleading results.

In addition to overall statistic evaluation, by using some more detailed case studies, I demonstrated the practice of some companies where shareholder value based management has now been applied for several years on a highly professional level, although not all but only in some parts of their businesses, and which companies or groups could therefore provide best practise for other businesses. By examining six main topics (developing a strategy; evaluating strategic alternatives and acquisition possibilities; evaluating projects and investments; measuring performance; measuring values as part of the incentive bonus system; applying a balanced strategic index number system), I managed to present the practice of the following companies as a positive examples: MOL Group, TVK Rt., Wallis Group, Continental Temic Hungary Kft., Béres Group, and the Allianz Hungária Insurance Co..

Based on practical experiences, I concluded that although numerous companies in Hungary are now using the shareholder value maximizing management methods, apart from a few exceptions, this management system has not been deeply accepted in corporate hierarchy. Therefore, it is advisable to vertically expand the operation based on these shareholder value maximising principles, and to enhance its integrity, so that it is not used isolated to perform specific task only, but to reach all areas (which formed the topics of the detailed case studies). (At the same time, applying these principles on any of the areas may contribute to the increase of shareholder value.)

In order to prevent that Hungarian businesses take an unfavourable position in the global market competition, and that they struggle with scarcity of capital, because return is less on the invested capital, it is necessary to introduce the latest methods for measuring shareholder value, and to widely implement and operate the concepts focusing on the increase of shareholder value. With the appropriate and efficient use of value based management, more expendable earnings would flow back to the economy, which would improve employment possibilities. The increasing consumption would create more value for the companies, which would induce a cumulative circular flow. The lower rate of savings and investments would be compensated by the increased investment yield from higher productivity, and finally it would result in a financial prosperity and a higher standard of living. Therefore, it is important to greatly increase the number of those companies in Hungary which operate according to value based management principles, not only to maintain their competitiveness in the market, but also to improve the country's macroeconomic performance.

MELLÉKLETEK

M1: Irodalomjegyzék

HIVATKOZOTT IRODALOMJEGYZÉK

1. Bacidore, Jeffrey M. – Boquist, John A. (1997): The search for the best financial performance measure. *Financial Analysts Journal*, 53 (3) 11-21 p.
2. Baumol, W. J. (1995): Business behaviour, value and growth. New York, Harcourt.
3. Black, Andrew – Wright, Philip – Bachman, John E. – Davies, John (1999): Shareholder Value – Részvényesi érték. Az értékközpontú vállalatirányítás. Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Pricewaterhouse Coopers, 310 p.
A eredeti mű: In Search Of Shareholder Value. 1st edition. Pricewaterhouse Coopers, London, 1997.
4. Boda Zsolt (1997): A vállalat társadalmi felelőssége. In: Boda Zsolt – Radácsi László: Vállalati etika. Budapest, BKE Vezetőképző Intézet
5. Brealey, Richard A. – Myers, Stewart C. (1996, a): Modern vállalati pénzügyek. I. kötet. Ötödik kiadás. Budapest: Panem Kft., 485 p.
Az eredeti mű: Principles of Corporate Finance. Fourth Edition, International Edition. McGraw – Hill, Inc., 1991
6. Bughin, Jacques – Copeland, Thomas E. (1997): The virtuous cycle of shareholder value creation. *The McKinsey Quarterly*, (2) 157-159 p.
7. Copeland, Tom – Koller, Tim – Murrin, Jack (1999): Vállalatértékelés. Értékmérés és értékmaximalizáló vállalatvezetés. Budapest: Panem Könyvkiadó Kft. – John Wiley & Sons, Inc. 352 p.
Az eredeti mű: Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. 2nd edition, Copyright © 1994, 1995 by McKinsey & Company, Inc., Printed by John Wiley & Sons, Inc.
8. Csath Magdolna (2000): A stratégiai vezetés új irányai. II. rész. *Marketing és Menedzsment*, XXXIV (1) 65-69 p.
9. Czakó Erzsébet (2003): Érték az üzleti stratégiákban – a Porteri koncepciók és változásai. *Vezetéstudomány*, XXXIV (5) 3-9 p.
10. Damodaran, Aswath (2002): Investment Valuation, Tools and techniques for determining the value of any asset, 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, Inc.
11. Dorgai Ilona (2002): A részvényesi értékmaximalizálás és a vállalati értékteremtés kapcsolata. Doktori (PhD) értekezés - Tézisgyűjtemény, Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, 21 p.
12. Dorgai Ilona (2003): A részvényesi értékmaximalizálás és a vállalati teljesítménymérés kapcsolata. *Vezetéstudomány*, XXXIV (03) 2-17. p.
13. Dorgai Ilona (2004): A részvényesi értékmaximalizálás elméleti háttere. *Vezetéstudomány*, XXXV (03) 2-18. p.
14. Edvinsson, Leif – Malone, Michael S. (1997): Intellectual Capital – Realizing your company's true value by finding its hidden brainpower. Harper Collins New York, 7 p
15. Ehrbar, Al (1998): EVA. The real key to creating wealth. Copyright © 1998 by Al Ehrbar and Stern Stewart Co., Printed by John Wiley and Sons, Inc., 234 p.
16. Evans, Ann (1997): Benchmarking. Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 200 p.
17. Evans, Matt H. (1999, a): Creating Value through Financial Management.
<http://www.exinfm.com/board>. 25 p.
18. Fekete István (2004): Controlling és kockázatelemzés. 215-236 p. In: *Ágazati és Funkcionális Controlling I.* Szerzői Közösség munkája, 9. fejezet. Budapest: Saldo Pénzügyi Tanácsadó és Informatikai Rt.

19. Fiáth Attila (2002): Értékközpontú vállalat irányítás – a vezetéstudományi irányzat elméleti háttere és gyakorlata a MOL Rt. példáján szemlélítve. Doktori értekezés - Tézisgyűjtemény, Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, 27 p.
20. Fiáth Attila (2004): Az értékközpontú vállalatirányítás gyakorlata a MOL Rt.-nél. *Vezetéstudomány*, XXXV (03) 38-46. p.
21. Fónagy-Árva Péter (2001, a): Selection Process of Benchmark Companies to Support Modern Management. *microCAD'2001. International Scientific Conference*. Miskolc, 1-2 March 2001. 37-42 p.
22. Fónagy-Árva Péter (2001, b): Benchmark vállalkozások kiválasztása többváltozós statisztikai módszerek segítségével. *Bankszemle*, 2001 (4-5) 100-110 p.
23. Fónagy-Árva Péter (2003): Az intellektuális tőkéből történő értékképzés mérése és az érték növelése a stratégia-központú szervezetekben. *Szent István Egyetemi napok*. 2003. augusztus 25-29. 10 p.
24. Fónagy-Árva Péter – Ilyés Csaba (2001): Tervezen rövid és hosszú távra. *Institute for International Research GmbH konferencia*. Budapest, 2001. június 12-13. 23 p.
25. Fónagy-Árva Péter – Kuruc Angéla – Zéman Zoltán (2005): A tulajdonosi érték mérése a Magyarországon működő vállalkozások gyakorlatában. In: *Gyakorlati controlling. Magyarországi vállalkozások és intézmények controllingkézikönyve*. Budapest: Raabe Kiadó, 2005. október. 4/14. fejezet, 1-17 p.
26. Fónagy-Árva Péter – Zéman Zoltán (2000): A tulajdonosi értékelemzés módszertana, folyamata. *VISION-2000. III. Tudományos Konferencia*. Gödöllő, 2000. november 9-10. 10 p.
27. Fónagy-Árva Péter – Zéman Zoltán (2001): Creating the Strategy-Focused Organization. 7 p. *1st International Conference for Young Researchers*. Gödöllő, 4-5. September, 2001. 7 p.
28. Fónagy-Árva Péter – Zéman Zoltán (2004): Az intellektuális tőke vezetői számviteli mérési módszereinek összehasonlítása. In: *Gyakorlati controlling. Magyarországi vállalkozások és intézmények controllingkézikönyve*. Budapest: Raabe Kiadó, 2004. június. 4/12. fejezet, 1-31 p.
29. Fónagy-Árva Péter – Zéman Zoltán – Majoros György (2003): Értékmérési módszerek alkalmazási lehetőségeinek vizsgálata. *Pénzügyi Szemle*, XLVIII (4), 2003. április, 380-403 p.
30. Freeman, R. E. (1984): *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman, 276 p.
31. Harbula Péter (1999): Tulajdonosi és nagyvállalati struktúra a francia gazdaságban. *Közgazdasági Szemle*, XLVI (3) 245-265 p.
32. Hollóné Kacsó Erzsébet (2001): A tőzsdéi bevezetések megalapozását szolgáló vállalatértékelés elvi alapjai, módszerei. (A magyar vállalatok piaci értéke.) Doktori (PhD) értekezés tézisei, Miskolci Egyetem, 24 p.
33. Horváth Péter (1997): *Controlling. Út egy hatékony controlling-rendszerhez*. Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 212 p.
Az eredeti mű: *Das Controlling-konzept. Der Weg zu einen wirkungsvollen Controllingsystem*.
34. Hoványi Gábor (2006): Kockázat és kockázatmenedzsment a termelőszférában. *Vezetéstudomány*, XXXVII (Megjelenés alatt) <http://www.hovanyig.hu/KOCKAZAT.DOC>
35. Huba Eörs – Szegedi Zoltán (2003): Az értékközpontú vállalatirányítás jelentősége várhatóan tovább nő. Value Based Management az európai pénzügyi szolgáltatóknál. <http://www.controllingportal.hu>
36. IFUA Horváth & Partner Consulting Kft. (1998): Társasági Érték Optimalizáló Program. *IFUA Horváth & Partner Consulting Kft. tanulmány*. 1998. március 23. Tiszaújváros. TVK Rt. belső anyag.
37. Juhász Péter (2004, a): Iránytű nélkül – Információs válságban a pénzügyi döntéshozatal. *Vezetéstudomány*, XXXV (7-8) 30-41 p.
38. Juhász Péter (2004, b): Az üzleti és könyv szerinti érték eltérésének magyarázata – Vállalatok mérlegen kívüli tételeinek értékelési problémái. Doktori (PhD) értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem, 223 p.

39. Kaplan, Robert S. – Cooper, Robin (2001): *Költség & hatás. Integrált költségszámítási rendszerek: az eredményes vállalati működés alapjai.* Budapest: Panem Könyvkiadó Kft. 474 p.
Az eredeti mű: *Cost & effect. Using Integrated Cost Systems to Drive Profitability and Performance.* President and Fellows Harvard College. Harvard Business School Press, 1998.
40. Kaplan, Robert S. – Norton, David P. (1999): *Balanced Scorecard. Kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer.* Második kiadás. Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó. 301 p.
Az eredeti mű: *The Balanced Scorecard. Translating Strategy into Action.* President and Fellows Harvard College. Harvard Business School Press, 1996.
41. Knight, James A. (1998): *Value Based Management Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value.* New York: McGraw-Hill, 307 p.
42. Konkoly Lászlóné – Fekete István (2004): *Nyereségoptimalizálás az üzleti kockázatelemzés és a játékelmélet együttes alkalmazásával.* *Controlling Portál*, http://www.controllingportal.hu/index.php?doc=tk_t&t=4&d=206, 17 p.
43. Kopányi Mihály (Szerk.) (1997): *Mikroökonómia.* Budapest: Műszaki Könyvkiadó, 556 p.
44. Kotler, Philip (1998): *Marketing management – Elemzés, tervezés, végrehajtás és ellenőrzés.* Budapest: Műszaki Könyvkiadó
45. Lukaszik, Todd (2000): *EVA™: The Basic Approach.* CPS, 2 p.
http://www.cps-home.com/articles/eva/_basic_approach.phtml
46. Madden, Bartley J. (1998): *The CFROI valuation model,* *Journal of Investing*, 7 (1), 31-44. p.
47. Mäkeläinen, Esa (1998, a): *Economic Value Added as a Management Tool.* Master's Thesis. Helsinki School of Economics and Business Administration, Department of Accounting and Finance, Finland, February 9th 1998, 79 p.
<http://www.evanomics.com>
48. Mills, Roger W. (1998): *Shareholder value analysis in acquisition and divestment decisions by large UK companies.* *Management Accounting: Magazine for Chartered Management Accountants*, 76 (2) 38-41. p.
49. Noble, John Y. (2000): *Alcar Solution.* *Alcar Solution Seminar*, Amsterdam, 2000. July 10. 40 p.
50. Norton, David (2000, a): *Strategy-Focused Organisations: Management Mandate for the New Millennium.* In: *Balanced Scorecard European Summit 2000* Balanced Scorecard Executive Conference, London, 3rd-5th May 2000.
51. Novotni Anna (2003): *Néhány gondolat a stratégiai szemlélet elterjesztésének és a stratégia készítésének gyakorlatáról* 13 p. In: *Gyakorlati controlling. Magyarországi vállalkozások és intézmények controllingkézikönyve.* Budapest: Raabe Kiadó, 2003. szeptember.
52. Ormos Mihály – Szabó Balázs (1999): *A Capital Asset Pricing Model (CAPM) empirikus tesztelése a magyar tőkepiacon.* *Gazdaság Vállalkozás Vezetés*, (4) 88-79 p.
53. Ottosson, Erik – Weissenrieder, Fredrik (1996, a): *Cash Value Added – a framework for Value Based Management.* *Ekonomi & Styrning*, 3 p.
54. Ottosson, Erik – Weissenrieder, Fredrik (1996, b): *CVA, Cash Value Added – a new method for measuring financial performance.* *Gothenburg Studies in Financial Economics*, Study No. 1996.1. 9 p.
55. Ónodi Annamária (2004): *Kell-e választani? – Tulajdonosi értékelmélet vagy érintett elmélet?* *Vezetéstudomány*, XXXV (7-8) 42-59 p.
56. Pataki György – Radácsi László (2000): *Alternatív kapitalisták - Gazdálkodás az érintettek jólétéért.* Szentendre: Új Paradigma Kiadó, 261 p.
57. Porter, Michael E. (1985): *The Competitive Advantage of Nations.* New York: The Free Press, 855 p.

58. Porter, Michael E. (1993): Versenystratégia. Iparágak és versenytársak elemzési módszerei. Budapest: Akadémiai Kiadó, 384 p.
Az eredeti mű: Competitive Strategy. Techniques for Analyzing Industries and Competitors. New York: The Free Press, 1980.
59. Radó Márk (2003): Infláció, tőkeköltség és a magyar tulajdonosok versenyhátránya. *Közgazdasági Szemle*, L (11) 964-987 p.
60. Radó Márk (2004): Az infláció hatása a pénzügyi kimutatásokra. *Vezetéstudomány*, XXXV (7-8) 42-59 p.
61. Rappaport, Alfred (1986): Creating Shareholder Value. The new standard for business performance. New York: The Free Press, 270 p.
62. Rappaport, Alfred (2002): A tulajdonosi érték – Útmutató vállalatvezetőknek és befektetőknek. Budapest: Alinea kiadó, 225 p.
Az eredeti mű: Creating Shareholder Value – A Guide for Managers and Investors. New York: The Free Press, 1998.
63. Rekettye Gábor (2004): Értékteremtés – érték menedzsment. *Harvard Business Manager*, 6 (2) 54-64 p.
64. Reszegi László (2004): A tulajdonosi érték növelése – a vállalati teljesítménymérés koordináta-rendszerének néhány problémája. *Vezetéstudomány*, XXXV (7-8) 4-15 p.
65. Simig László (1998): Ami a tőkeértékelési modellből kimaradt. *Bankszemle*, XLII (4) 54-60 p.
66. Stewart, G. Bennett (1991): The Quest for Value, the EVA™ Management Guide. New York: Harper Business
67. Tanács Zoltán (2001): EVA. A telekommunikációs szektor gazdasági csúcsmutatója? *Magyar Távközlés*, (4) 10-19. p.
68. Turner Anna (2003, a): Az EVA, a hozzáadott gazdasági érték mint a vezetői számvitelen alapuló vállalati (tulajdonosi) értékmérő módszer. 23 p. In: *Gyakorlati controlling. Magyarországi vállalkozások és intézmények controllingkézikönyve*. Budapest: Raabe Kiadó, 2003. június.
69. Turner Anna (2003, b): Az értékközpontú vezetés controllingtámogatása. 21 p. In: *Gyakorlati controlling. Magyarországi vállalkozások és intézmények controllingkézikönyve*. Budapest: Raabe Kiadó, 2003. szeptember.
70. Turner Anna (2003, c): A tulajdonosi érték maximalizálásának lehetőségei Magyarországon. PhD értekezés, Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, 161 p.
71. Udvardi Lakos János (2001): A kiválóság mérése a „stakeholder value” szemszögéből. *Menedzsment Fórum*, 2001. május 28.
72. Ulbert József (1994): A vállalatértékelés európai és hazai fejlődési tendenciái. *Vezetéstudomány*, XXV (11) 28-34 p.
73. Uwe Michel (1998): Az értékorientált vállalatirányítás elmélete. In: *Értékorientált vállalatirányítás* IFUA Horváth & Partner konferencia, Budapest, 1998. március 30-31. 47 p.
74. Wensing, Maurice et al. (2001): Relative Strengths and Weaknesses of Financial Analysis Methodologies. Corporate Performance Systems, 12 p.
http://www.cpshome.com/articles/methodologies/_relative_strengths.phtml
75. Wimmer Ágnes (2000): A vállalati teljesítménymérés az értékteremtés szolgálatában. A működési és a pénzügyi teljesítmény kapcsolatának vizsgálata, Doktori (Ph.D.) értekezés, Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, 208 p.

ÁTTEKINTETT, DE NEM HIVATKOZOTT IRODALOMJEGYZÉK

1. Andersen Consulting (1999): EVA bevezetése a TVK-nál. *Andersen Consulting tanulmány*. 1999. október 12. Tiszaújváros. TVK Rt. belső anyag.
2. Andersen Consulting (1999): EVA módszertan. Andersen Consulting tanulmány. 1999. október 12. Tiszaújváros. TVK Rt. belső anyag.
3. Angyal Ádám (1999): A teljesítmény mérése. *Cégvezetés*, 1999. szeptember, 9 p.
4. Annema, André – Goedhart, Marc H. – Koller, Timothy M. (2003): A closer look at the bear in Europe. *The McKinsey Quarterly*, Web exclusive, October 2003.
5. Ballow, John J, - Thomas, Robert J. – Noren, Eric R. – Herring, Paul J. (2005): Getting a truer picture of shareholder value. *Finance & Performance Management. Outlook 2005*, Number 2. www.accenture.com/Outlook, 50-55 p.
6. Balogh Csaba (2004): A siker elemzése a vállalatok akvizíciós és fúziós tranzakcióinál. *Vezetéstudomány*, XXXV (különszám) 81-86 p.
7. Bassett, Richard – Turim, Lionel (2000): SVA versus EVATM in Acquisition Analysis Quaker Oats Case Example. CPS, 3 p.
http://www.cpshome.com/articles/eva_vs_sva/_sva_vs_eva_in_acquisition_analysis.phtml
8. Benson-Armer, Richard J. – Dobbs, Richard F. – Todd, Paul (2004): Putting value back in value-based management. *The McKinsey Quarterly*, Web exclusive, March 2005
9. Berg Marianna (1999): A shareholder value üzletpolitika, a technológiai innováció és a fúzió hatása a banki humánpolitikára. *Bankvilág*, (3) 12-14 p.
10. Birchard, Bill (1999): Metrics for the masses. When it comes to EVA don't take the rank and file for granted. *CFO Magazine*, May 1999. 7 p.
11. Bodel, Graham – Lukasik, Todd (2000): SVA – A framework for Merger & Acquisition. CPS Hong Kong. 2 p.
http://www.cpshome.com/articles/sva/_framework_for_bank_mergers.phtml
12. Bodnár Viktória (2004): Evolúció – A módszertanok kialakulásának történeti áttekintése. In: *Value Based Management versus Balanced Scorecard* IFUA Horváth & Partners Management Consultants szeminárium, Budapest, 2004. március 9.
13. Booth, Laurence (1998): What Drives Shareholder Value? Rotman School of Management, University of Toronto, Toronto, Ontario, Canada. 33 p. Presented at the Federated Press „*Creating Shareholder Value*” conference, October 28, 1998.
15. Bourguignon, Annick – Malleret, Véronique – Norreklit, Hanne (2001): Balanced scorecard versus French tableau de bord: beyond dispute, a cultural and ideological perspective. ESSEC Business School, Groupe HEC, Aarhus Schoole of Business, 7 p
16. Bölöni Eszter (2004, a): Értékközpontú pénzügyi menedzsment módszerek. In: *Value Based Management versus Balanced Scorecard* IFUA Horváth & Partners Management Consultants szeminárium, Budapest, 2004. március 9.
17. Bölöni Eszter (2004, b): EVA alapú teljesítménymérési rendszer Magyarországon – Megoldások az EVA alapú ösztönzés problémáira. *Vezetéstudomány*, XXXV (7-8) 16-29 p.
18. Brealey, Richard A. – Myers, Stewart C. (1996, b): Modern vállalati pénzügyek. II. kötet. Ötödik kiadás. Budapest: Panem Kft., 508 p.
Az eredeti mű: *Principles of Corporate Finance*. Fourth Edition, International Edition. McGraw – Hill, Inc., 1991
19. Business Intelligence (2000): Building and Communicating Shareholder Value Electrolux. Case Study, 10 p.

20. Byers, Steven S. – Groth, John C. – Rirkands, Malcolm R. – Wiley, Marilyn K. (1997): Capital investment analysis for managers. *Management Decision*, 35 (3) 250-257 p.
21. Czakó Erzsébet (2000): Versenyképesség iparágak szintjén – a globalizáció tükrében. PhD disszertáció, Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, 202 p.
23. Cohins, Gary (2000): Value-based management helps divvy up savings. *Electronic Buyers' News*, 10/02/2000 (1231)
24. Collins, J. Markham – Collins, Rebecca A. (1993): Pénzügyekről nemcsak pénzügyi szakembereknek. Budapest: CO-NEX Training Bt., 135 p.
Az eredeti mű: About Finances not only for financial experts. The University of Tulsa, Tulsa, Oklahoma, U.S.A.
25. Collins, J. Markham (1994): Cashflow és likviditásmenedzsment. Budapest, CO-NEX Training Bt., 132 p.
Az eredeti mű: Cashflow and Liquidity Management. The University of Tulsa, Tulsa, Oklahoma, U.S.A.
26. Cooper, Robin – Kaplan, Robert S. (1999): Az integrált költségrendszerek ígérete és kockázata. *Harvard Business Manager*, 1 (2) 36-46 p.
27. Corporate Performance Systems (1999): Alcar for Windows Training Manual. February 1999, Tiszaújváros, TVK Ltd., belső anyag
28. Csath Magdolna (1990): Stratégiai vezetés – vállalkozás. Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 343 p.
29. Csath Magdolna (1996): Stratégiai tervezés és vezetés. Sopron – Budapest: „Leadership” Vezetés- és Szervezetfejlesztési és Tanulást Segítő Kft., 123 p.
30. Csath Magdolna (1999): A stratégiai vezetés új irányai. I. rész. *Marketing és Menedzsment*, XXXIII (6) 73-75 p.
31. Csikós Istvánné – Juhász Tibor – Kertész Tamás (1993): Operatív controlling I. Költség- és teljesítménycontrolling. Budapest: Novorg Kft., 221 p.
32. Csikós Istvánné – Juhász Tibor (1997): Operatív controlling III. Pénzügyi controlling. Budapest: Novorg Kiadó, 191 p.
33. Csikós Istvánné – Juhász Tibor – Papp Ottó (1999): Operatív controlling II. Beruházás- és projectcontrolling. Budapest: KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft., 201 p.
34. Dangerfield, Byron – Merk, Lawrence H. – Narayanaswamy, C. R. (1999): Estimating the Cost of Equity: Current Practices and Future Trends in the Electric Utility Industry. *Engineering Economist*, 44 (4) 377-388 p.
35. Day, G. S. – Fahey, L. (1990): Putting strategy into shareholder value analysis. *Harvard Business Review*, 68 (2), 6-12. p.
36. Deloitte & Touche Consulting Group (1997): Evaluator CFROI Tutorial. Deloitte & Touche Consulting Group Presentation
37. Dobbs, Richard (2005): Managing value and performance. *The McKinsey Quarterly*, 2005 Special Edition: Value and performance.
38. Dobbs, Richard – Koller, Timothy (2005): Measuring stock market performance. TSR doesn't reflect a company's performance or health. What does? *The McKinsey Quarterly*, Web exclusive, October 2005
39. Dolgos Olga (2000): A logisztika szerepe a vállalati versenyképességben. Doktori (PhD) értekezés - Tézisgyűjtemény, Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, 25 p.
40. Doyle, Peter (2000): Valuing Marketing's Contribution. *European Management Journal*, 18 (3) 233-246 p.
41. Ehrbar, Al (2000): EVA. Kulcs az értékteremtéshez. Budapest: Panem Könyvkiadó Kft., 272 p.
42. Epstein, Marc J. – Manzoni, Jean-Francois (1997): The balanced scorecard and Tableau de Bord: A global perspective on translating strategy into action - Fontainebleau: INSEAD, 7 p

43. Evans, Matt H. (1999, b): Discussion Board Articles on Performance Measurement and Balanced Scorecard. <http://www.exinfm.com/board>
44. Fera, Nick (1997): Using shareholder value to evaluate strategic choices. *Management Accounting: Official Magazine of Institute of Management Accountants*, 79 (5), 47-52. p.
45. Fernandez, Pablo (2001): EVA, Economic profit and Cash value added do not measure shareholder value creation. Madrid, IESE Business School, 18 p.
46. Feurer, Rainer – Shahrbagni, Kazem (1994): Defining Competitiveness – A Holistic Approach. *Management Decision*, 32 (2) 49-58 p.
48. Galács Ábel (2002): A nem, vagy nehezen számszerűsíthető értékteremtő tényezők. In: *A vállalatértékelés stratégiai és módszertani kulcskérdései* Institute of International Research konferencia, Budapest, 2002. március 05.
49. Gál Jolán (1999): Balanced Scorecard teljesítményértékelő rendszer. 16 p. In: *Gyakorlati controlling. Magyarországi vállalkozások és intézmények controllingkézikönyve*. Budapest: Raabe Kiadó, 1999. november
50. Gee, Adrew (2000): Kingfisher Executive Compensation. CPS, 3 p. http://www.cpshome.com/articles/interviews/_kingfisher_executive_compensation.phtml
51. Hammer, Michael – Champy, James (1996): A vállalati folyamatok újrászervezése. (Business Process Reengineering) Budapest: Panem Kft., 252 p.
Az eredeti mű: Reengineering the Corporation. A Manifesta for Business Revolution. Harper Business, 1993.
52. Hanyecz Lajos (2001): Kontrolling a vállalat irányítási folyamataiban. *Marketing & Menedzsment*, (5-6) 23-29 p.
53. Harbula Péter (2000): The free cash-flow theory versus financial constraints. Investments, corporate governance and soft budgeting problems. *Acta oeconomica*, 51 (4) 489-512 p.
54. Hársvölgyi Katalin – Bokor Zoltán – Csillag Lajos (2002): A Balanced Scorecard (BSC) gyakorlati alkalmazása. *Vezetéstudomány*, XXXIII (2) 29-39 p.
55. Hartman, Joseph C. (2000): On the Equivalence of the Net Present Value and Market Value Added as Measures of a Project's Economic Worth. *Engineering Economist*, 45 (2) 158-166 p.
56. Hegyi Zoltán (1999): Melyiket szeressem? Modern menedzsmentirányzatok. *Gazdaság Vállalkozás Vezetés*, (4) 44-52 p.
57. Hisrich, Robert D. – Peters, Michael P. (1991): Vállalkozás. Új vállalkozások indítása, fejlesztése és működtetése. Budapest: Akadémiai Kiadó, 759 p.
58. Holl, Horst-Günter (1996): Controlling – a sikeres cégirányítás eszköztára. Budapest: Tudex Kiadó Kft.
Az eredeti mű: Controlling – das Unternehmen mit Zahlen führen. Fachverlag für Geschäftsführung und Management, WEKA Fachverlage GmbH.
59. Horváth Péter – Kaufmann, Lutz (1999): Kiegyensúlyozott mutatószám-rendszer – a stratégiák valóra váltásának egyik eszköze. *Harvard Business Manager*, 1 (2) 47-55 p.
60. Hoványi Gábor (1995): A vállalat és a környezete az ezredfordulón – a menedzser szemével. *Közgazdasági Szemle*, XLII (10) 955-970 p.
61. Huba Eörs (1998): A Shareholder Value-módszertan. In: *Értékközpontú vállalatirányítás* IFUA Horváth & Partner konferencia, Budapest, 1998. március 30-31.
62. Hyperion (1999): Hyperion Alliance Partners for Value Based Management. Hyperion Focus Netherlands Summer 1999. <http://www.hyperion.it/view/benelux/vbmanagement.cfm>.
63. IFUA Horváth & Partner Consulting Kft. (2000): Vállalatirányítás az információs társadalomban, avagy mit érnek az eddig használt controlling eszközeink? *XII. Budapesti Controlling Fórum*, Budapest, 2000. június 1-2.

64. Imre Tamás (1996): A részvénytulajdonosi értékképzés módszere, mint a stratégiai menedzsment fontos eszköze. *Vezetéstudomány*, (7-8) 59-72 p.
65. Imre Tamás (2004): Balanced Scorecard: Hogyan lehet valóban kiegyensúlyozottá tenni? *Vezetéstudomány*, XXXV (3) 19-28 p.
66. Ireland, R. Duane – Hitt, Michael A. (1999): Achieving and maintaining strategic competitiveness in the 21st century. The role of strategic leadership. *Academy of Management Executive*, 12 (1) 43-55 p.
67. Iványi Attila Szilárd – Hoffer Ilona – Sipos Sándor – Veres Márta (2002): Value Management technikák alkalmazása a beruházások hatékonyságának növelése céljából. *Vezetéstudomány*, XXXIII (1) 21-26 p.
68. Jáki Erika (2004): Beruházás-értékelés. *Vezetéstudomány*, XXXV (4) 48-57 p.
69. Kaplan, Robert S. – Bower, Marvin (2004): Strategy Maps, Intangible Assets, and Governance: New Applications of Balanced Scorecard. In: *18. Stuttgarter Controller-Forum*, Stuttgart, 2004. szeptember
70. Kaplan, Robert S. (2000, a): Linking Strategy and Budgeting through the Balanced Scorecard. In: *Balanced Scorecard European Summit 2000* Balanced Scorecard Executive Conference, London, 3rd-5th May 2000. 25 p.
71. Kaplan, Robert S. (2000, b): Linking Scorecards to Create Organisational Alignment. In: *Balanced Scorecard European Summit 2000* Balanced Scorecard Executive Conference, London, 3rd-5th May 2000. 22 p.
72. Kaplan, Robert S. – Norton, David P. (2000, a): Building Strategy-Focused Organisation: Getting Started. In: *Balanced Scorecard European Summit 2000* Balanced Scorecard Executive Conference, London, 3rd-5th May 2000. 32 p.
73. Kaplan, Robert S. – Norton, David P. (2000, b): The Strategy-Focused Organization. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press, 400 p.
74. Kaplan, Robert S. – Norton, David P. (2002): A stratégiai központú szervezet. Budapest: Panem Könyvkiadó Kft., 464 p.
75. Kaplan, Robert S. – Norton, David P. (2005): Stratégiai térképek. Hogyan alakulnak át az immateriális javak pénzügyi eredménnyé? Budapest: Panem Könyvkiadó Kft., 512 p.
Az eredeti mű: Strategy Maps. Converting Intangible Assets into Tangible Outcomes. Harvard Business School Publishing Corporation, 2004.
76. Katits Etelka (1998): A vállalati értéknövekedés kulcstényezői: az értékgenerátorok. *Bankszemle*, XLII (9-10) 71-80 p.
77. Katits Etelka (2002): A vállalati tőkestruktúra elemzésének sajátosságai. *Pénzügyi Szemle*, XLVII (3) 265-288. p.
78. Kelleher, John C. – MacCormack, Justin J. (2004): Internal rate of return: A cautionary tale. *The McKinsey Quarterly*, Web exclusive, August 2004.
79. Kilroy, Denis B. – McKinley, Michael T. (1997): Stop analysing and start thinking: the importance of good thinking skills in a value-managed company. *Management Decision*, 35 (3) 185-193 p.
80. Koller, Timothy (1994): What is value-based management. *The McKinsey Quarterly*, April 1992. 20-23 p.
81. Kotter, John P. (1999): A változások irányítása. Budapest: Kossuth Kiadó, 173 p.
Az eredeti mű: *Leading Change*. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press, 1996.
82. Kovács Árpád Endre (1997): A beruházások gazdasági előkészítése, megítélése. In: *Gazdálkodók Kézikönyve*, Budapest: Raabe Kiadó, 1997. március, 17 p.
83. Kovács Domonkos (2002): A diszkontált cash flow alapú értékelés újabb riválisainak (EVA, CFROI, SVA) összehasonlító áttekintése. In: *A vállalatértékelés stratégiai és módszertani kulcskérdései* Institute of International Research konferencia, Budapest, 2002. március 05.
84. Kozma László (1998): A vállalati teljesítmény értékelése. In: *Értékorientált vállalatirányítás* IFUA Horváth & Partner konferencia, Budapest, 1998. március 30-31.

85. Körmendi Lajos – Tóth Antal (1996): Controlling a hazai vállalkozások gyakorlatában. Budapest: Tudex Kiadó Kft., 188 p.
87. Lengyel Csaba (2001): Balanced Scorecard. A huszonegyedik század vezetési szabványa? *Kontrolling*, 1 (1) 7-11 p.
88. Lieng-Seng, Wee – Lee, Judy (2000): Seven Challenges to Implementing Shareholder Value Management. *Bank Accounting & Finance*, 13 (3) 7-16. p.
90. Luehrman, Timothy A. (1997, a): A general manager's guide to valuation. *Harvard Business Review*, 75 (3) 132-143 p.
91. Luehrman, Timothy A. (1997, b): Using APV: A better tool for valuing operations. *Harvard Business Review*, 75 (3) 145-153 p.
92. Lux, Lawrence J. (1997): Letters to the editor. Using Adjusted Present Value. *Harvard Business Review*, 75 (6) 184-185 p.
93. Mäkeläinen, Esa – Roztock, Narcyz (1998): Economic Value Added (EVA) for Small Business. 15/06/1998. <http://www.evanomics.com>
94. Mäkeläinen, Esa (1998, b): The pitfalls of EVA. 24/06/1998. <http://www.evanomics.com>. 11 p.
95. Mäkeläinen, Esa (1998, c): Practical definition of EVA in controlling. 12/03/1998. <http://www.evanomics.com>. 7 p.
96. Mandják Tibor (2002): Az üzleti kapcsolatok értéke. Ph.D értekezés, Tézisek, Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, 19 p.
97. Martin Hajdu György (2002): Értékelési eljárások és gyakorlati alkalmazásuk. In: *A vállalatértékelés stratégiai és módszertani kulcskérdései* Institute of International Research konferencia, 2002. március 05.
98. Matula Miklós (1997): Dinamikus számvitel és stratégiai vezetés. Budapest: Nemzeti Tankönyvkiadó, 165 p.
99. Matukovics Gábor (2004): A tulajdonosi érték meghatározásának egyes kérdései Magyarországon. Doktori értekezés, Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem, 129 p.
100. Mátyás Antal (1995): A korai közgazdaságtan története. Budapest: Aula Kiadó, 132 p.
101. Mátyás Antal (1996): A modern közgazdaságtan története. Budapest: Aula Kiadó, 578 p.
102. Meszéna György et al. (1989): Pénzügyi számítások. Budapest: Közgazdaságtudományi Egyetem, 131 p.
103. Meyer Dietmar (Szerk.) (1997): Makroökonómia. Budapest: Aula Kiadó, 349 p.
104. Middleton, Reginald C. (1998): The Case Against Earnings. RMC Financial Group LLC, July 13, 1998. http://www.rmcfinc.com/NewMedia/Financial/case_against_earnings_intro.htm
105. Mills, Roger – Print, Carole (1995): Strategic Value Analysis. *Management Accounting: Magazine for Chartered Management Accountants*, 73 (2) 35-38 p.
106. Molnár József (Szerk.) (1995): Közgazdaságtan. Budapest: Mezőgazdasági Szaktudás Kiadó, 161 p.
107. Molnár László (1998): Shareholder Value a hozamorientált és hatékony banki üzletpolitika tükrében. *Bankvilág*, (3) 4-11 p.
108. Muszély Péter (1999): Befektetések értékelése. *Cégvezetés*, 1999. március, 51-68 p.
109. Mühlbacher, Hans – Koll, Oliver (2003): Stakeholder responsiveness and business performance. *Vezetéstudomány*, XXXIV (7-8) 111-116 p.

110. Nagelhout, Michiel (2000): Goodwill Revisited. CPS Amsterdam, 3 p.
http://www.cpshome.com/articles/methodologies/_goodwill_revisited.phtml
111. Nemes Ferenc (1998): Vezetési ismeretek és módszerek. Budapest: BKE Vezetőképző Intézet, 323 p.
112. Nemessályi Zsolt – Nemessályi Ákos (2003): A gazdálkodás hatékonyságának mutatószámrendszere. *Gazdálkodás*, XLVII (3) 51-61 p.
113. Németh Balázs – Veresegyházy Róbert (2002): Teljesítménymérés. In: *Teljesítménymérés* Sämling Kft. (Kvalikon Kft. – Benchmarking Bt.) konferencia. 2002. február 13.
114. Nichols, Paul (1998): Unlocking shareholder value. *Management Accounting: Magazine for Chartered Management Accountants*, 76 (9) 2627-2632 p.
115. Norton, David (2000, b): Making Strategy Everyone's Job: Linking Communications, Compensation and Competencies to the Scorecard. In: *Balanced Scorecard European Summit 2000* Balanced Scorecard Executive Conference, London, 3rd-5th May 2000.
116. Norton, David (2000, c): Closing the Loop: Making Strategy a Continuous Process Through Feedback and Analytics. In: *Balanced Scorecard European Summit 2000* Balanced Scorecard Executive Conference, London, 3rd-5th May 2000.
117. O'Byrne, Stephen F. (1996): EVA and Market Value. *Bank of America*, 9 (1) 116-125. p.
118. Ogilvie, John (1999): The capital asset pricing model end Modigliani and Miller's capital structure theory. *Management Accounting: Magazine for Chartered Management Accountants*, 77 (2) 70-72 p.
119. Pape, John-Paul – Storrie, Mark (2000): European Accounting Standards and EVATM – Adjustment in Practice. 7 p.
http://www.cpshome.com/articles/eva/_european_accounting_standards.phtml
120. Pitman, Brian (1998): Banking on shareholder value. *McKinsey Quarterly*, (2) 97-105 p.
121. Rappaport, Alfred (1979): Strategic analysis for more profitable acquisitions. *Harvard Business Review*, July-August, 1979.
122. Rappaport, Alfred (1981): Selecting Strategies that Create Shareholder Value – Accounting oriented statements may not provide the best criteria for analysing your business plan. *Harvard Business Review*, May-June, 1981.
123. Román Zoltán (2002): A kutatás-fejlesztés teljesítményértékelése. *Közgazdasági Szemle*, XLIX (4) 334-347 p.
124. Ross, Irwin (1999): EVA in Europe. The EVAngelist. January 1999.
<http://www.eva.com/action/europe.shtml>
125. Salamonné Huszty Anna (1996): Jövőkép, misszió, stratégia. Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, Vezetőképző Intézet, 143 p.
126. Samuelson, Paul A. – Nordhaus, William D. (1999, a): Közgazdaságtan I. Alapfogalmak és makroökönómia. Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 529 p.
Az eredeti mű: Economics. New York: McGraw – Hill, Inc., 1985.
127. Samuelson, Paul A. – Nordhaus, William D. (1999, b): Közgazdaságtan II. Mikroökönómia. Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 530-948 p.
Az eredeti mű: Economics. New York: McGraw – Hill, Inc., 1985.
128. Samuelson, Paul A. – Nordhaus, William D. (1999, c): Közgazdaságtan III. Alkalmazott közgazdaságtan a mai világban. Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 949-1353 p.
Az eredeti mű: Economics. New York: McGraw – Hill, Inc., 1985.
129. Shrieves, Ronald E. – Wachowicz, John M. Jr. (2000): Free Cash Flow (FCF), Economic Value Added (EVATM), and Net Present Value (NPV): A Reconciliation of Variations of Discounted-Cash-Flow (DCF) Valuation. Paper. The University of Tennessee, Stokely Management Center, Knoxville, U.S.A., 16 p.

130. Sinclair, David (2000): Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors. CPS London, 2 p.
http://www.cpshome.com/articles/sva/_guide_for_managers_and_investors.phtml
131. Srivastava, Rojendra K. – Shervani, Tasaddaq A. – Faney, Liam (1997): Driving Shareholder Value: The Role of Marketing in Reducing Vulnerability and Volatility of Cash Flows. *Journal of Market-focused Management*, 2 (1) 49-64 p.
132. Stewart, T. A. (1997): Intellectual Capital. Nicholas Brealey Publishing, London
133. Storrie, Mark – Sinclair, David (2000): Is EVATM Equivalent to DCF? CPS, 4 p.
http://www.cpshome.com/articles/eva_vs_sva/_eva_equivalent_to_dcf.phtml
134. Sveiby, Karl-Erik (1997): The Intangible Assets Monitor. *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 2 (1)
135. Sveiby, Karl-Erik (1998, a): Measuring Intangibles and Intellectual Capital – An Emerging First Standard. Internet version. Aug. 5, 1998, 10 p.
136. Sveiby, Karl-Erik (1998, b): Measuring Intangibles and Intellectual Capital – An Emerging First Standard, Australian Centre for Strategic Management, Queensland University of Technology
137. Sveiby, Karl-Erik (2001): Balanced Scorecard (BSC) and the Intangible Assets Monitor – a comparison. 2 p.
140. TVK Rt. (1999): Megjegyzések az EVA számításához. Hatékonyságnövelési Projekt Tervezési Team tanulmánya. 1999. december 17., Tiszaújváros, TVK Rt., belső anyag.
141. Turner Anna (2004): A tulajdonosi értékmaximalizálás lehetőségei Magyarországon három esettanulmány tükrében. *Vezetéstudomány*, XXXV (különszám) 32-39 p.
142. Turvey, Calum G. – Lake, Linda (2000): The Relationship Between Economic Value Added and the Stock Market Performance of Agribusiness Firms. *Agribusiness*, 16 (4) 399-417 p.
143. Virág Miklós (1996): Pénzügyi elemzés, csödelőrejelzés. Budapest: Kossuth Könyvkiadó, 112 p.
144. Viszlay Zoltán (1998, a): Fúziók és átvételek – lehetőség a gyors növekedésre. *Bankvilág*, (3) 15-21 p.
145. Viszlay Zoltán (1998, b): Üzemgazdasági módszerek a bankjövödelmezőség javítására II. *Bankvilág*, (3) 31-36 p.
146. Walters, David (1997): Developing and implementing value based strategy. *Management Decision*, 35 (10) 709-720 p.
147. Warden, Campbell (2002): Intellectual capital: Examples of Measurements Methods that can be applied to the special circumstances of HEROs. *Valuing Intangibles and Managing Knowledge in Higher Education and Research Organisations*, EC Forum event: November 13, 2002.
148. Weissenrieder, Fredrik (1996): Profitability with a new pair of glasses. *Economi & Styrring*, (1) 2 p.
149. Weissenrieder, Fredrik (1998): Economic Value Added or Cash Value Added? Gothenburg. Anelda AB. 39 p.
150. Wenner, David L. – Leber, Richard W. (1990): Managing for shareholder value – from top to bottom. *McKinsey Quarterly*, (1), 95-110. p.
151. Wimmer Ágnes (2004): Üzleti teljesítménymérés az értékteremtés szolgálatában. *Vezetéstudomány*, XXXV (9) 2-11 p.
152. Witt, Frank-Jürgen – Witt, Kerin (1994): Controlling kis- és középvállalkozások számára. Budapest: Springer Hungarica Kiadó Kft., 278 p.
Az eredeti mű: Controlling für Mittel- und Kleinbetriebe C. H. Bech'sche Verlagsbuchhandlung, München, 1993.
154. Zéman Zoltán (1998): A controlling szerepe a magyar vállalkozások működésében, valamint a várható fejlesztési lehetőségek. Doktori értekezés, Szent István Egyetem, 218 p.

M2: A maradványérték számításának módszerei

A maradványérték számítására mind az elméletben, mind a gyakorlatban számos módszer terjedt el, melyek közül az alkalmazásra kerülőt mindig az adott vállalkozás adottságai, sajátosságai határozzák meg. A maradványérték számításának fontosabb módszereit, annak csoportosítását a 13. ábra szemlélteti, az egyes módszerek ismertetésére, értékelésére pedig ebben a mellékletben kerül sor.

M2/1. CASH FLOW ALAPÚ MÓDSZEREK⁷⁹

M2/1.1. Hosszú explicit előrejelzési időszak választása

A maradványértéket kizárjuk egy igen hosszú (75 éves, vagy még hosszabb) előrejelzési időszak választásával, amikor is az explicit előrejelzési időszak utáni érték elhanyagolhatóan kicsi. Valószínűleg az ilyen hosszú előrejelzés elnagyolt lesz, így a képlettel számítandó megoldások legalább ilyen jól működnek és sokkal kevesebb ráfordítást igényelnek. (Copeland, et al., 1999)

M2/1.2. Örökjáradék módszer

$$RV = \frac{FCF_{T+1}}{WACC}$$

Ahol:

FCF_{T+1} = az explicit előrejelzési időszakot követő első év normalizált szabad cash flow értéke

Az örökjáradék módszer azt tételezi fel, hogy az előrejelzési időszak utáni beruházások megtérülése éppen a tőkeköltséggel egyenlő, vagyis a nettó jelenértéke nulla. A képlet számlálójában szereplő szabad cash flow értékeként általában az előrejelzési időszak utolsó évének cash inflow-ját, azaz a pótlólagos, új beruházások nélküli cash flow-ját szokták figyelembe venni. A számítás eredményeképpen ugyanazt a maradványértéket kapjuk, mintha az előrejelzési időszak utáni összes többi évre ugyanazon értékű cash flow-t tételeznénk fel.

Az örökjáradék módszer elsősorban az érettség életciklusában lévő vállalkozások esetében alkalmazható. (Brealey – Myers, 1996, a)

M2/1.3. Növekvő tagú örökjáradék módszer

$$RV = \frac{FCF_{T+1}}{WACC - g}$$

Ahol:

FCF_{T+1} = az explicit előrejelzési időszakot követő első év normalizált szabad cash flow értéke

g = a szabad cash flow várható növekedési üteme az idők végtelenségéig

A képlet akkor helytálló, ha $g < WACC$.

⁷⁹ Találkozhatunk a 'DCF alapú módszerek' megnevezéssel is.

A módszer feltételezi, hogy az előrejelzési időszak utáni szabad cash flow minden évben állandó mértékben emelkedni fog. Alkalmazása elsősorban jelentős növekedésű, például külföldi expanzióra készülő üzleti vállalkozások esetén indokolt. (Copeland, et al., 1999)

M2/1.4. Módosított örökjáradék módszer

Az örökjáradék módszer és a növekvő tagú örökjáradék módszer kombinációja, amely az előrejelzési időszak utáni időszakot is két részre bontja – egy növekedési és egy növekedésmentes időszakra.

M2/1.5. Értékteremtő tényezők képlete

A növekvő tagú örökjáradék képletét az értékteremtő tényezők, a ROIC és a növekedés függvényében fejezi ki.

$$RV = \frac{NOPLAT_{T+1}(1 - g / ROIC)}{WACC - g}$$

Ahol:

NOPLAT_{T+1} = az explicit előrejelzési időszakot követő első év normalizált NOPLAT-ja
g = a NOPLAT-nak az idők végtelenségéig várható növekedési üteme

A képlet csak akkor helytálló, ha $g < WACC$.

Amennyiben a ROIC értékeként a nettó új befektetések várható hozamát szerepeltetjük, akkor az értékteremtő tényezők képlete ugyanazt az eredményt adja, mint a növekvő tagú szabad cash flow örökjáradék képlet, mivel a két képletben azonos a nevező, a számláló pedig az értékteremtő tényezők képletében nem más, mint az értékteremtő tényezőkkel kifejezett szabad cash flow. (Copeland, et al., 1999)

M2/1.6. Kétfázisú értékteremtő tényezők képlete

Lehetővé teszi, hogy a maradványérték-időszakot két szakaszra bontsuk, amelyekre vonatkozóan eltérhetnek a növekedést és a ROIC-et illető feltételezéseink.

$$RV = \left[\frac{NOPLAT_{T+1}(1 - g_A / ROIC_A)}{WACC - g_A} \right] * \left[1 - \left(\frac{1 + g_A}{1 + WACC} \right)^{N-1} \right] + \left[\frac{NOPLAT_{T+1}(1 + g_A)^{N-1}(1 - g_B / ROIC_B)}{(WACC - g_B)(1 + WACC)^{N-1}} \right]$$

Ahol:

NOPLAT_{T+1} = az explicit előrejelzési időszakot követő első év normalizált NOPLAT-ja
N = a maradványérték-időszak első szakaszának hossza években
g_A = a várható növekedési ütem a maradványérték-időszak első szakaszában
g_B = a várható növekedési ütem a maradványérték-időszak második szakaszában
ROIC_A = a várható ROIC a maradványérték-időszak első szakaszában
ROIC_B = a várható ROIC a maradványérték-időszak második szakaszában

(Copeland, et al., 1999)

M2/2. A GAZDASÁGI PROFIT MÓDSZER

A gazdasági profiton alapuló megközelítésnél a maradványérték nem a vállalat explicit előrejelzési időszak végi értékét testesíti meg, hanem az explicit előrejelzési időszak után képződő gazdasági profit jelenértékét.

Számítása:

$$RV = \frac{\text{Gazdasági profit}_{T+1}}{WACC} + \frac{(\text{NOPLAT}_{T+1})(g / \text{ROIC})(\text{ROIC} - WACC)}{WACC(WACC - g)}$$

Ahol:

Gazdasági profit_{T+1} = az explicit előrejelzési időszak után következő első év normalizált gazdasági profitja

NOPLAT_{T+1} = az explicit előrejelzési időszak után következő első év normalizált NOPLAT-ja

g = a NOPLAT-nak az idők végtelenségéig várható növekedési üteme

A képlet értelmében az explicit előrejelzési időszak után keletkező gazdasági profit értéke egyenlő az explicit előrejelzési időszak utáni első év örökkévalóságra kivetített gazdasági profitjának jelenértéke, plussz az ezt követő évek során a tőkeköltséget meghaladó hozam melletti növekedés által teremtett pótlólagos gazdasági profit jelenértéke. (Copeland, et al., 1999)

M2/3. EGYÉB CASH FLOW ALAPÚ MÓDSZEREK

M2/3.1. Konvergencia képlet

$$RV = \frac{\text{NOPLAT}_{T+1}}{WACC}$$

Ahol:

NOPLAT_{T+1} = az explicit előrejelzési időszakot követő első év normalizált NOPLAT-ja

A legtöbb kompetitív iparágban működő vállalat esetében az új befektetések hozama idővel várhatóan a tőkeköltséghez konvergál, mivel az ezt meghaladó nyereséget a versenyben maradás érdekében felhasználják a vállalatok. Az érték meghatározó tényezők képletének leegyszerűsítése, ha $\text{ROIC} = \text{WACC}$. Azt jelenti, hogy a növekedés nem teremt többletértéket, mivel a hozzá kapcsolódó hozam éppen csak a tőkeköltséget fedezi. (Copeland, et al., 1999)

M2/3.2. Agresszív képlet

$$RV = \frac{\text{NOPLAT}_{T+1}}{WACC - g}$$

Ahol:

NOPLAT_{T+1} = az explicit előrejelzési időszakot követő első év normalizált NOPLAT-ja

g = a NOPLAT-nak az idők végtelenségéig várható növekedési üteme

A képlet feltételezi, hogy a nyereség a maradványérték-időszak során is növekedni fog, ahol a növekedési ütem leggyakrabban az inflációs rátával egyenlő. Ezt követően arra a következtetésre juthatunk, hogy a nyereséget a reál, és nem a nominális WACC-al kell diszkontálni. A képlet

felbecsüli a maradványértéket, mivel azt feltételezi, hogy a NOPLAT értéke pótlólagos befektetések nélkül növekedhet, ami meglehetősen valószínűtlen. (Copeland, et al., 1999)

M2/3.3. Hozzáadott cash érték módszer

$$RV = \frac{OCFD_{T+1} * Avg. CVA Index}{WACC}$$

Ahol:

OCFD_{T+1} = operatív cash flow elvárás

Avg. CVA Index = az előrejelzési időszak jelenértékben kifejezett operatív cash flow értékének és az operatív cash flow elvárásának a hányadosa

$$Avg. CVA Index = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{OCF}{(1+WACC)^i}}{\sum_{i=1}^n \frac{OCFD}{(1+WACC)^i}}$$

(Saját meghatározás, Ottosson – Weissenrieder (1996, a, b) alapján)

M2/4. NEM PÉNZÁRAMLÁSON ALAPULÓ MÓDSZEREK

M2/4.1. Likvidációs érték módszer

$$RV = \frac{LV}{WACC}$$

Ahol:

LV = likvidációs érték (Liquidation Value)

A módszer feltételezi, hogy az előrejelzési időszak végén a vállalat felszámolja az adott üzleti tevékenységét, a teljes üzletet értékesíti annak teljes eszközállományával, piacaival, termékeivel együtt, illetve abbahagyja a tevékenységét, az értékesíthető eszközöket eladja, a többit pedig fizikailag felszámolja.

Hátránya, hogy növekvő, nyereséges iparágban túl alacsony, haldokló iparágban pedig túl magas maradványértéket eredményez. (Copeland, et al., 1999)

M2/4.2. Pótlási költség módszer

A maradványérték megegyezik az eszközök pótlásának várható költségével.

Hátrányai:

- Csak a kézzelfogható eszközöket lehet pótolni, így számottevően alulbecsülheti a vállalat értékét.
- A vállalat eszközeinek egy részét sosem fogják pótolni. Például ha túl magas a pótlási érték és ezért nem gazdaságos pótolni, jelenleg azonban az eszköz által generált pénzáramlás pozitív, akkor a pótlási értékével túlbecsülheti a maradványértéket.

(Copeland, et al., 1999)

M2/4.3. Árfolyam/nyereség (Price/Earnings, P/E) módszer

$$RV = \frac{EAT_{T+1} * P / E_{T+1}}{WACC}$$

Ahol:

EAT_{T+1} = időszak végi adózott eredmény (Earnings After Tax)

A módszer feltételezi, hogy a vállalat a maradványérték időszakában a jövőbeli jövedelmek valahányszorosát fogja elérni. A probléma itt a megfelelő P/E ráta becslése. Olyan P/E rátára lenne szükségünk, amely az iparágnak az explicit előrejelzési időszak végi kilátásait tükrözi. Milyen tényezők fogják ezt a rátát meghatározni? Elsősorban a vállalat növekedési üteme, az új befektetéseken elért hozama és a tőkeköltsége határozza meg. Ezek ugyanazok a tényezők, amelyek az értékteremtő tényezők képletében szerepelnek. Vagyis ha valaki nem elégszik meg az önkényes P/E rátával, jobban jár, ha az értékteremtő tényezők képletét használja. (Copeland, et al., 1999)

M2/4.4. Piaci érték/könyv szerinti érték módszer

$$RV = \frac{BV * P / B}{WACC}$$

Ahol:

BV = a vállalat könyv szerinti értéke (Book Value)

P/B = Részvényár/Könyv szerinti érték ráta (Price/Book Value, P/B)

Azt feltételezi, hogy a vállalat a könyv szerinti értékének valahányszorosát fogja érni. Itt ugyancsak problémák jelentkeznek, mint a P/E módszernél. Azon túlmenően, hogy meglehetősen bonyolult a megfelelő szorzószám kialakítása, a könyv szerinti értéket az infláció és a különböző számviteli eljárások is torzíthatják. A cash flow alapú módszerek használata könnyebb. (Copeland, et al., 1999)

M2/4.5. EBITDA többszörös módszere

$$RV = EBITDA_T * k$$

Ahol:

EBITDA_T = az előrejelzési időszak utolsó évének EBITDA értéke

k = EBITDA szorzó

A módszer azt feltételezi, hogy a vállalat maradványértéke az előrejelzési időszak utolsó évi EBITDA értékének valahányszorosa lesz. A szorzószám iparági átlagadatok alapján, kutatóintézetek, tanácsadó cégek által kerül meghatározásra, de emellett célszerű érzékenységvizsgálatokat is végezni más szorzószámokkal.⁸⁰ Ciklikus iparágakban a gyakorlatban az előrejelzési időszak utolsó évi EBITDA értéke helyett az utolsó ciklus éveiben mért EBITDA értékeknek az előrejelzési időszak utolsó évének értékére átszámított EBITDA értékek számtani átlagát szokták alapul venni a maradványérték kalkulációban. Az előrejelzési időszak utolsó évének

⁸⁰ A petrokémiában a gyakorlatban például EBITDA szorzóként a 4,5 tekinthető átlagosnak, de érzékenységvizsgálatként 3-as és 6-os szorzóval is végeznek kalkulációt.

értékére történő számításnál ugyanaz a tőkeköltség használatos, mint ami a modellben egyébként alkalmazásra kerül a diszkontálásnál.⁸¹ (Fónagy-Árva – Ilyés, 2001)

Az EBITDA többszörös alkalmazása viszonylag könnyű, és megfelelő iparági adatok birtokában elfogadott is a gyakorlatban.

M2/4.6. CFROITM maradványérték

A maradványérték CFROITM megközelítése más néven a „Fenntartás és hanyatlás” (hold and fade) módszer.

A fenntartás azoknak az éveknek a száma, ameddig az elemzett vállalat képes fenntartani a WACC értékét meghaladó hozamot, a hozam pedig addig „hanyatlik”, míg a befektetés-arányos hozam el nem éri a WACC-ot. A megközelítés azt feltételezi, hogy a nem amortizálható eszközök az amortizálható eszközök gazdasági élettartamának végén pénzzé konvertálhatók, és annak reálértékét tekintik maradványértéknek. (Black, et al., 1999)

A maradványérték számítása:

Maradványérték = Pénzügyi forgóeszközök – Nem kamatozó rövid lejáratú kötelezettségek + Készletek + Föld + Egyéb nem amortizálható eszközök

(Evans, 1999, a)

⁸¹ A gyakorlatban ettől eltérő vélekedések is vannak, mely szerint a tőkeköltség alkalmazása túlértékeléshez vezet, és helyette inkább az inflációt kell alkalmazni.

M3: Finanszírozási hatások figyelembevételének, a tőkeköltség számításának módszerei

Franco Modigliani és Merton Miller a tőkeszerkezet elméletének úttörő cikkében megmutatta, hogy tökéletes tőkepiac esetén a finanszírozási döntéseknek nincs szerepe.⁸² Híres I. tételük szerint a vállalat teljes piaci értéke (összes értékpapírjának piaci értéke) független a tőkeszerkezettől. Az MM-féle I. tétel lehetővé teszi, hogy tökéletes tőkepiacon a tőkeszerkezetre vonatkozó döntések figyelmen kívül hagyhatók, a befektetési és finanszírozási döntések teljesen szétválaszthatók, és mindent úgy tekinthetünk, mintha saját erőből finanszíroznánk. Az MM feltételek mellett a pénz elköltésére vonatkozó döntések elkülöníthetők a pénz megszerzésére vonatkozó döntésektől. A finanszírozási hatások azonban a gyakorlatban nem hagyhatók figyelmen kívül, vagyis a *beruházási és a finanszírozási döntések elválaszthatatlanok*. (Brealey – Myers, 1996, a)

A finanszírozási hatások figyelembevételének alapvetően két módját különböztetjük meg: a *módosított jelenérték*, illetve a *módosított diszkontráta* alkalmazását. A finanszírozási hatások figyelembevételének, a tőkeköltség számításának fontosabb módszereiről ad egy áttekintést a 14. ábra, az egyes módszerek ismertetésére, értékelésére pedig ebben a mellékletben kerül sor.

M3/1. MÓDOSÍTOTT JELENÉRTÉK (ADJUSTED PRESENT VALUE, APV)⁸³

Stewart C. Myers, a Massachusetts Institute of Technology (MIT) professzora dolgozta ki a módosított jelenérték módszerét.⁸⁴ A módosított jelenérték meghatározása során az alapeset nettó jelenértékét (tökéletes tőkepiacokat és tisztán saját tőkéből való finanszírozást feltételezve) módosítjuk a finanszírozási hatásokkal.

Vagyis:

$$APV = NPV (\text{Alapeset}) + PV (\text{Finanszírozási hatások})$$

Ahol:

NPV (Alapeset) = Alapeset nettó jelenértéke

PV (Finanszírozási hatások) = Projekt finanszírozási hatásainak jelenértéke (ΣPV)

Finanszírozási hatások lehetnek például:

- kibocsátási költségek (Ha a projekt elfogadása miatt a vállalatnak részvényeket kell kibocsátania, akkor a kibocsátási költségek jelenértékét le kell vonni az alapeset NPV-jéből.)
- kamat miatti adómegetakarítás (A hitel után fizetendő kamat adóalapból leírható költség. A projekt APV-je a projekt révén felvehető hitel kamatfizetése miatti adómegetakarítás jelenértékével nő.)
- speciális finanszírozás (Például a kormányzat kedvezményes kölcsönöket nyújthat társadalmilag kívánatos projektek finanszírozásához. Egyszerűen kiszámítjuk a finanszírozási lehetőség jelenértékét és hozzáadjuk az alapeset NPV-jéhez.)

A módosított jelenérték kiszámítása matematikailag nem nehéz, de a finanszírozási hatások nyomonkövetése és értékelése nagy szakmai hozzáértést igényel. Ennél talán egyszerűbb megoldás a diszkontráta módosítása.

⁸² Modigliani, F. – Miller, M. H.: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review, 48. évf. 1958. június, 261-297. p. (Brealey – Myers, 1996, a)

⁸³ Találkozhatunk a módosított nettó jelenérték (Adjusted Net Present Value, ANPV), vagy a komponensek szerinti értékelés megnevezésekkel is.

⁸⁴ Myers, S. C.: Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions-Implications for Capital Budgeting. Journal of Finance, 29. évf. 1974. március, 1-25. oldal. (Brealey – Myers, 1996, a)

A diszkontráta megfelelő módosítása esetén igaz az, hogy:

NVP (módosított diszkontrátán) = APV = NPV (a tőke alternatív költségén) + PV (finanszírozási hatások)

(Brealey – Myers, 1996, a)

M3/2. MÓDOSÍTOTT DISZKONTRÁTA

A cél egy olyan módosított tőkeköltség alkalmazása, amelynek segítségével egyetlen lépésben ki lehet számítani a jelenértéket, amely kifejezi a tőke alternatív költségét és a finanszírozási hatásokat is. A módosított diszkontráta meghatározására többféle módszer áll rendelkezésre, úgymint a Modigliani – Miller (MM) formula, a James Miles és Russel Ezzel formula, a módosított diszkontráta a hitellel egyenértékű pénzáramlásokra, valamint a súlyozott átlagos tőkeköltség formula.

M3/2.1. MODIGLIANI – MILLER (MM) FORMULA⁸⁵

$$r^* = r(1 - T^* L)$$

Ahol:

- r^* = módosított tőkeköltség, amely a befektetés finanszírozási hatásait is tükrözi
- r = a tőke alternatív költsége (A tőkepiacon a hasonló kockázati eszközök várható hozama, ami a projekt pénzáramlásának a kockázatától függ.)
- L = a projekt pótlólagos hozzájárulása a vállalat hitelfeltevő képességéhez a projekt jelenértékének arányában
- T^* = pótlólagos kamat miatti nettó, tényleges adómegetakarítás.⁸⁶

A formula szigorúan véve csak olyan projekteknél alkalmazható, ahol

- a pénzáramlás örökjáradék formájú, és
- a projekt elfogadása miatt a hitelfeltevő-képesség is fenntartható.

Viszonylag akkor is jól alkalmazható, ha az élettartam korlátozott, vagy a pénzáramlás nem egyenletes. A formula feltételezi, hogy a pótlólagos kamat miatti adómegetakarítás jelenértéke az egyetlen olyan hatás, amit figyelembe kell venni a projekt elfogadásánál. Nehézséget jelent az alkalmazásánál, hogy ismernünk kell a tőkeköltséget a tisztán saját forrásból történő finanszírozás mellett (r). (Brealey – Myers, 1996, a)

M3/2.2. JAMES MILES ÉS RUSSEL EZZEL FORMULA⁸⁷

$$r^* = r - Lr_D T^* \frac{1+r}{1+r_D}$$

Ahol:

- r^* = módosított tőkeköltség, amely a befektetés finanszírozási hatásait is tükrözi
- r = a tőke alternatív költsége (A tőkepiacon a hasonló kockázati eszközök várható hozama, ami a projekt pénzáramlásának a kockázatától függ.)

⁸⁵ A formula első megjelenése: Modigliani, F. – Miller, M. H.: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. American Economic Review, 53. évf., 1963. június, 433-493 oldal. (Brealey – Myers, 1996, a)

⁸⁶ Csak akkor használhatjuk ki az adómegetakarítást, ha nyereségünk van, mivel adót is csak akkor fizetünk. Nem lehetünk biztosak például abban, hogy a jövőbeli nyereség elég lesz a kamat miatti adómegetakarítás kihasználására.

⁸⁷ Miles, J. – Ezzel, R.: The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets and Project Life: A Clarification. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 15. évf. 1980. szeptember, 719-730. oldal. (Brealey – Myers, 1996, a)

- L** = a projekt pótlólagos hozzájárulása a vállalat hitelfelvevő képességéhez a projekt jelenértékének arányában
r_D = hitelkamatláb
T* = pótlólagos kamat miatti nettó, tényleges adómegetakarítás

Olyan vállalatoknál alkalmazható, ahol állandó idegen forrás arányt tartanak fenn. Azt feltételezi, hogy a felvehető hitel nagysága változhat a projekt jelenértéke szerint. Nem igazán van viszont olyan vállalat, amely hitelt vesz fel, ha emelkednek a részvényárfolyamai, és viszont.

Az MM formulához hasonlóan ez is azzal a feltételezéssel él, hogy a projekt elfogadásánál csak a pótlólagos kamat miatti adómegetakarítás az egyetlen figyelembe veendő hatás, és a James - Ezzel formula alkalmazását is nehezíti az a tény, hogy elvárja a tisztán saját forrásból történő finanszírozás melletti tőkeköltség (r) ismeretét.

Ez a formula általában magasabb módosított tőkeköltséget (r*) eredményez, mint az MM formula. (Brealey – Myers, 1996, a)

M3/2.3. MÓDOSÍTOTT DISZKONTRÁTA A HITELLEL EGYENÉRTÉKES PÉNZÁRAMLÁSOKRA

A hitellel egyenértékes pénzáramlások (debt equivalent cash flows) módosított diszkontrátájának alkalmazása során biztos, nominális pénzáramlást diszkontálunk. (A biztos pénzáramlás a gyakorlatban azt jelenti, hogy kicsi a nem fizetés kockázata, míg a nominál pénzáramlás azt feltételezi, hogy a fizetés összege az inflációtól függetlenül rögzített.) A biztos, nominális pénzáramlás megfelelő diszkontrátája a vállalatunknak nyújtott adózás utáni, nem kedvezményes kölcsön kamatlába.

$$r^* = r_D * (1 - T_C)$$

Ahol:

- r*** = módosított tőkeköltség
r_D = nem kedvezményes bankkölcsön kamatlába
T_C = társasági adókulcs

(Brealey – Myers, 1996, a)

M3/2.4. SÚLYOZOTT ÁTLAGOS TŐKEKÖLTSÉG

A súlyozott átlagos tőkeköltség az a piaci alapon meghatározott megtérülési elvárás, amelyhez viszonyítani kell a vállalat teljesítményét.

A diszkontrátának tükröznie kell a forrásbiztosítók alternatív költségét és hozzájárulásuk arányát a működőképességhez.

Meghatározásakor olyan tényezőket is figyelembe kell vennünk, amelyeknek ma még a vállalatvezetők többsége nem tulajdonít nagy jelentőséget. Így például fontos tisztában lenni azzal, hogy a saját tőkének is van költsége, amelyet a vállalatnak kell megfizetnie, sőt hosszú távon elmondható, hogy a saját tőke költsége magasabb, mint az idegen forrásoké, hiszen a tulajdonosok, a részvényesek többet kockáztatnak, mint a hitelezők.⁸⁸

Szigorúan véve ez a formula csak olyan projektekre alkalmazható, amelyek a létező vállalat pontos másolatai, vagyis olyan projektek, amelyeket ugyanolyan üzleti kockázat mellett úgy

⁸⁸ A hitelfelvételek után fizetendő kamatköltség levonható az adóalapból úgy, hogy a hitelek költsége csökken az „adómegetakarításnak” megfelelően. A vállalat szempontjából a hiteltőke költsége általában emiatt is alacsonyabb a saját tőke költségénél.

finanszíroznak, hogy fenntartsák a vállalat pillanatnyi idegen forrás arányát. A vállalat ezt irányadó rátaként használhatja, felfelé módosítva a különösen kockázatos, és lefelé a különösen biztonságos projektek esetében.

A WACC meghatározásának általános képlete:

$$WACC = \frac{D}{D + E} * r_D * (1 - T_c) + \frac{E}{E + D} * r_E$$

Ahol:

- D** = idegen tőke piaci értéke
- E** = saját tőke piaci értéke
- r_D** = idegen források költsége
- r_E** = saját tőke megtérülési követelménye
- T_c** = társasági adókulcs

(Brealey – Myers, 1996, a)

A WACC kiszámításához szükséges

- a piaci értéken számított, célként kitűzött tőkeszerkezet meghatározása, az
- idegen tőke költségének meghatározása, és a
- saját tőke költségének kiszámítása.

M3/2.4.1. A tőkeszerkezet meghatározása

A súlyozott átlagos tőkeköltség kiszámításának első lépése a tőkeszerkezet meghatározása – ebből származnak a WACC formula súlyai. A szakirodalomban teljes az egyetértés abban, hogy a tőkeszerkezetet a piaci érték alapján és nem a könyv szerinti értéken kell számítani, mivel a vállalatnak – hogy igazolja az értékét – az aktuális piaci értéken kell a tőketulajdonosoknak versenyképes hozamot biztosítania.

A tőkeköltség meghatározásánál praktikus egy célul kitűzött tőkeszerkezetet alkalmazni (mely tőkeösszetétel természetesen az évek során változhat is), aminek kiindulópontja a vállalat piaci értéken számított jelenbeli tőkestruktúrájának lehető legpontosabb becslése. Ezen kívül célszerű elemezni a vizsgált vállalathoz hasonló vállalatok tőkeszerkezetét (benchmarking), valamint a vállalat finanszírozási stratégiáját. (Copeland, et al., 1999)

M3/2.4.2. Idegen tőke költségének meghatározása

Az idegen tőke költsége az idegen tőke tulajdonosai által elvárt megtérülést fejezi ki. A tőkeköltség meghatározásának időhorizontját a cash flow előrejelzési periódusával kell összehangolni, így ha a vállalat akár folyamatosan rövid távú kötelezettségvállaláson keresztül finanszírozza is magát, a hosszú távú tőkeköltséget kell figyelembe venni, mert abban az inflációs várakozások is tükröződnek.

A meghatározás lehetőségei:

- Közvetlen információk alapján a piaci árfolyamok és hozamok megfigyelésével, ha a vállalatnak van nyilvános kereskedelmi forgalomban forgó értékpapírja. (például kötvénykiadás miatt) (Black, et al., 1999)

Az idegen tőke költségét egyszerű súlyozással lehet megállapítani. Meg kell határozni, hogy milyen összetételű a vállalat idegen tőkéje (milyen hitelezőktől, milyen konstrukcióban, mekkora összegek állnak rendelkezésre), s ez alapján meg lehet adni egy átlagos tőkeköltséget az idegen tőkére. A különböző hitelfajták kamatait kell súlyozni a hitelek

egymáshoz viszonyított arányával. (Itt vesszük figyelembe a kamatok adópajzsát is.) (Tanács, 2001; Turner, 2003, a)

- Becsléssel. (Hasznosak lehetnek a hitelminősítő cégek – például Moody's, Standard&Poor's – információi, hiszen minősítéseik révén megbecsülhető a hitel kockázati prémiuma az érvényes piaci hozam szerkezete alapján.⁸⁹) (Black, et al., 1999)

M3/2.4.3. Saját tőke költségének meghatározása

A saját tőke költsége (Opportunity Cost of Capital) egy implicit költség, amely nem jelenik meg semmilyen számviteli kimutatásban.

A pénzügytan alapvetően három tőkeértékelési modellt ismer (ezeknek léteznek számtalan alváltozata is):

- Osztaléknövekedési modell (Dividend-growth Model, DgM)
- Tőkepiaci árfolyamok modellje (Capital Asset Pricing Model, CAPM)
- Arbitrált árfolyamok modellje (Arbitrage Pricing Model, APM)

A fenti sorrend egyben időrendi megjelenésüket is mutatja, egyfajta evolúciós folyamatot képvisel. (Simig, 1998) A tőkeköltség becslésére kínálkozik még egy másik eljárás, az úgynevezett felépítéses (más elnevezéssel build-up, vagy prémium) módszer, amelynél valamilyen adott elvárt hozamot kell korrigálnunk az adott vállalat körülményeinek megfelelően. Ennek lényege, hogy a kockázatmentes befektetések hozamához először hozzá kell adni az iparágra fejlettebb országokban érvényes kockázati felárat, ezt módosítani az országkockázati tényezővel, végül a cégre jellemző egyedi kockázati tényezőkkel (nagyság, tulajdonosi szerkezet, stb.). (Damodaran, 2002) Fejletlen tőkepiaccal rendelkező országokban, mint például Magyarországon, ez egy jól hasznosítható módszer.

M3/2.4.3.1. Osztaléknövekedési modell⁹⁰

A hagyományos szemlélet képviselői szerint a részvénytőke költségét a részvényeseknek nyújtott osztalék-kifizetések határozzák meg⁹¹, ezért ezek az elemzések egy-egy időszakban elérhető osztalékokat vizsgálják. Az osztaléknövekedési modell feltételezi, hogy egy cég osztalékfizetései egy átlagos rátával fognak változni a jövőben egyik periódusról a másikra. (Black, et al., 1999)

A saját tőke költségének meghatározása a modell szerint, képlettel kifejezve:

$$r_E = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Ahol:

- r_E = saját tőke költsége
- D_1 = a következő év osztalékfizetése
- P_0 = aktuális részvényár
- g = osztaléknövekedési ráta

Ez az úgynevezett konstans osztaléknövekedési modell, melynek vannak különböző változatai:

- Nulla osztaléknövekedési modell, mely esetében $g = 0$, így a képlet értelemszerűen

⁸⁹ A hitelminősítő cégek adatai az adott szektorban úgy alkalmazhatók, hogy az adott vállalkozásnál meghatározott kockázatmentes hozamhoz hozzáadjuk a hitel kockázati díját.

⁹⁰ Találkozhatunk a 'Gordon modell' megnevezéssel is.

⁹¹ Valójában az osztalék fontos, de csak egy összetevője a képnek. A befektetőt a teljes hozam érdekli, nem pedig egyszerűen csak az osztalék-kifizetések. A teljes részvényhozam (Total Shareholder Return, TSR) a tőke értéknövekedésének, a részvényárfolyam emelkedésének és az osztalék-kifizetéseknek az összege.

$$r_E = \frac{D_1}{P_0}$$

Alkalmazható például fix osztalékot ígérő osztalékelsőbbégi részvények esetében.

- Változó osztaléknövekedési modell, amely arra épül, hogy az osztalékok egyes időszakokban más és más ütemben növekednek, összefüggésben a vállalat osztalékainak életgörbe ciklusával, vagyis a vállalat fejlődésének különböző fázisaiban a beruházások eltérő megtérülése és a különböző osztalékfizetési ütem eltérő értéket vesz fel. Az egyszerűbb alkalmazhatóság miatt jellemzően néhány (kettő vagy három) eltérő növekedési időszakra szokás bontani a részvények osztalékáramát. A részvény értékét úgy határozhatjuk meg, hogy az eltérő növekedési szakaszokra egy-egy annuitás képletét írjuk fel – mivel ezek véges időtartamú, konstans növekedési ütemű pénzáramlások –, majd a végtelenbe futó szakaszra az állandó osztaléknövekedési modellt alkalmazzuk. (Az eltérő időpontokban kezdődő annuitások és a végtelen osztaléknövekedési modell értékelésekor azok jelenértékét kell figyelembe vennünk!)

(Brealey – Myers, 1996, a)

M3/2.4.3.2. Tőkepiaci árfolyamok modellje

A tőkepiaci árfolyamok modelljét William Sharpe⁹², John Lintner és Jack Treynor alkotta meg az 1960-as évek közepén.^{93, 94}

A CAPM alaptétele, hogy a saját tőke alternatív költsége a kockázatmentes befektetés hozamának és a vállalat szisztematikus kockázati tényezőjével megszorozott kockázati prémiumának összegével egyenlő. Képlettel kifejezve:

$$r_E = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Ahol:

r_E = saját tőke költsége

r_f = kockázatmentes hozam

r_m = a piaci portfólió várható hozama

β = piaci hozam hatása a részvény hozamára; a saját tőke szisztematikus kockázata

(Brealey – Myers, 1996, a)

M3/2.4.3.2.1. A kockázatmentes hozam meghatározása

Elméletileg a kockázatmentes kamatláb egy olyan értékpapír vagy értékpapír-portfólió hozama, amelyre nem áll fenn a fizetéseképtelenség kockázata, és amely semmilyen más befektetésen elérhető hozammal nem korrelál. (Copeland, et al., 1999)

A gyakorlatban bevált módszer, hogy a kockázatmentes hozamnak az állampapírok, kincstárjegyek, közép és hosszú lejáratú államkötvények hozamát tekintjük, az előrejelzési időtartam hosszának

⁹² William Sharpe (1931-) Nobel-díjas amerikai közgazdász, aki 1990-ben kapta a díjat a tőkeforrások árának meghatározásáért, a részvényárfolyamok megbecsüléséért.

⁹³ Sharpe, W. F.: Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. Journal of Finance, 19. évf. 1964. szeptember, 425-442 oldal.; Lintner, J.: The Valuation of Risk Assets and Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. Review of Economics and Statistics, 47. évf. 1964. február, 13-37. oldal. Treynor cikkét nem publikálták. (Brealey – Myers, 1996, a)

⁹⁴ A kockázat és a hozam összefüggéseiről írt publikációk többsége Harry Markowitz (1930-) amerikai közgazdász - aki a portfólió diverzifikáció gyakorlatával foglalkozott, és pontosan megmutatta, hogyan csökkentheti a befektető a portfólió hozamának szórását olyan részvények kiválasztásával, amelyek nem mozognak teljesen együtt - portfólió kialakítására alkotott alapelven épült fel. A portfóliókiválasztás alapelveinek lényege - amelyért Markowitz 1990-ben Nobel-díjat kapott - az az általános megállapítás, hogy a befektetők portfóliójuk várható hozamának növelésére és a hozamok szórásának csökkentésére törekcszenek. Markowitz azokat a portfóliókat, amelyek egy adott szórás mellett a legmagasabb várható hozamot ígérik, hatékony portfóliónak nevezte el. (Markowitz, H. M.: Portfólió Selection. Journal of Finance, 7. évf. 1952. március, 77-91. oldal) (Brealey – Myers, 1996, a)

megfelelően. (Olyan lejáratú, amilyen hosszúságú az a befektetés, amelynek a hozamát ki akarjuk számítani.)

Legtöbbször érdemes a tízéves lejáratú államkötvények kamatlábát tekinteni viszonyítási alapnak; a rövidebb lejáratú – például ötéves – cash flow értékelésben a megfelelő futamidejű kötvények hozamát indokolt használni.

A számszerűsítés lehetőségei:

- a. Az adott ország pénznemében kibocsátott kötvény hozamának alkalmazása. (Más megoldások alkalmazására csak akkor van szükség, ha nincs megfelelő alapul használható kötvény, illetve ha az adott kötvény nem kellően likvid.)
- b. Fejlett országok által kibocsátott deviza alapú kötvények hozama alapján.

Hátrányai:

- A hozamot át kell váltani hazai valuta alpra a két országban várható hosszú távú infláció közötti különbségek alapján.
- Országkockázat közötti különbségek figyelembevétele (USA kötvény, mint az országkockázat szempontjából kockázatmentes értékpapír figyelembevétele és az országok azonos futamidejű és azonos devizanemben denominált államkötvények hozameltéréseiből számszerűsíthető relatív kockázatteltérés meghatározása, vagy pedig a hitelminősítő intézetek besorolásai alapján történő becslés révén.)

- c. Hazai deviza alapú államkötvények hozama alapján.

Hátrányai:

- Át kell váltani az adott ország saját pénznemére.

Általánosságban megállapítható, hogy magasabb inflációs környezethez magasabb kockázat, ezáltal általában magasabb kockázatmentes kamatláb társul. Érdemes az infláció változásához igazított éves diszkontrátát alkalmazni, például csökkenő inflációs tendencia esetén lépcsőzetesen csökkenő kockázatmentes kamatlábat meghatározni. (Black, et al., 1999)

Célszerű az előrejelzést folyó áron és nem reál értéken kiszámítani (bár elméletileg mindkét módszerrel ugyanazt az eredményt lehetne kapni), mert nagyon nehéz a cash flow kimutatás minden sorából az inflációs hatást következetesen kiszűrni, így a cash flow terv végeredményében keverednek a reál és a nominál számok, ami végül is hamis következtetésekhez vezet. (Copeland, et. al., 1999)

M3/2.4.3.2.2. A kockázati prémium meghatározása

A kockázati prémium ($r_m - r_f$) a piaci portfólió hozamának és a kockázatmentes hozam közötti különbségnek felel meg, melynek alapját elsősorban a pénzügyi elemző cégek által készített prognózisok képezik.⁹⁵

Meghatározásának lehetőségei:

- Ex post (visszatekintő) eljárás: a részvények múltbeli hozamát hasonlítja össze a kötvényekével, így a piaci kockázati díj a részvények többlethozamának átlaga. Az átlag lehet számtani átlag (feltételezi, hogy minden év végén sor kerül a portfóliók kiigazítására)⁹⁶, vagy mértani átlag (hosszú távon „vásárolj és tartsd” befektetési stratégiát feltételez).^{97, 98, 99}

⁹⁵ A kockázati prémium meghatározásához jól használható például Aswath Damodaran, a New York University Leonard N. Stern Business School professzora által publikált és rendszeresen aktualizált adatbázis: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

⁹⁶ A számtani átlag számítható mozgóátlaggal is, ami egy kiegyenlített hozamgörbét eredményez.

⁹⁷ A mértani átlagot gyakran használják alapként a portfólió-kezelők befektetési teljesítményeinek összehasonlításához.

⁹⁸ A számtani átlag általában nagyobb, mint a mértani átlag, és annál nagyobb, minél nagyobb a varianciája és a választott intervallum.

⁹⁹ Az amerikai vállalatokra vonatkozóan például a McKinsey & Company, Inc. egy 5-6 százalékos piaci kockázati prémium használatát javasolja, ami megfelel a S&P 500 portfólió hozama és a hosszú lejáratú államkötvények hozama között 1926-tól 1992-ig mért különbségek mértani átlagának. (Copeland et al., 1999)

- Ex ante (előretekintő) eljárás: a részvények jövőbeli várható árfolyam-alakulásán alapul. Azon többelthozam meghatározására irányul, amely ahhoz szükséges, hogy valamely intézményi befektető feladja a biztonságos kötvényhozamot.¹⁰⁰

Gyakorlati szempontból olyan közelítésmód elfogadható, amely mérlegel, tekintettel van a múltbeli adatokra is, és a piaci ex ante ítéletekre is. (Black, et al. 1999)

M3/2.4.3.2.3. A béta

A béta azt a kapcsolatot méri, amely az adott részvény árfolyamának változásai és a piaci portfólió (illetve az azt reprezentáló tőzsdei részvényindex) árfolyamának változásai között figyelhető meg, vagyis arról ad képet, hogy az adott részvény milyen mértékben mozog együtt a piaccal.

A befektető a portfóliójának diverzifikálásával csökkentheti az egyes részvényekből adódó egyedi kockázatot, de nem védheti ki az egész piaccal összefüggő szisztematikus kockázatot. Minél nagyobb a béta, annál kockázatosabb a részvény: 1-nél nagyobb bétájú részvény (úgynevezett nagy volatilitású részvény) hozama (illetve árfolyama) nagyobb mértékben változik, mint a piac. Az 1-nél kisebb bétájú részvény (ami defenzív befektetést jelentő, úgynevezett kis volatilitású részvény) kisebb mértékben mozog, mint a piac. Béta = 1 esetében a vállalat részvényei együtt mozognak a piaccal, például ha a piaci portfólió értéke 5%-ot nő, akkor a vállalat részvényeinek árfolyama is 5%-ot nő. Különleges esetként előfordulhatnak negatív béták is, ilyenkor az adott vállalat részvényei a piaccal ellentétesen mozognak.

A kockázati tényező általában egy regresszióanalízis eredménye, vagy valamilyen publikált béta érték.

Tesztek támasztják alá, hogy az öt év általában minden más időtávnál jobb a béták hosszú távú és viszonylag stabil méréséhez. A múltbeli ötéves (hatvan hónapos) mozgó átlagot érdemes kiszámítani. Előfordulhat, hogy egy részvény kereskedelmi forgalma nem nagy, s ez félrevezető béta értéket ad. Ez korrigálható például hasonló részvények csoportjainak elemzésével. A tőkeszerkezet tőkeáttétel (hitel/részvény arány) eltérései is befolyásolhatják a bétát. Ilyen esetekben célszerűbb a tőkeáttételi szinteknek megfelelő korrekció elvégzése, hogy a részvény volatilitásáról megbízhatóbb becsléshez lehessen jutni. (Black, et al., 1999)

Publikált béta értéként jól használható például az Ibbotson Associates kutatási eredménye, amely négy portfólió történelmi viselkedését méri:

- A kincstári váltók – vagyis az Amerikai Egyesült Államok kormánya által kibocsátott egy évnél rövidebb lejáratú adósságlevelek – portfóliója.
- Hosszú lejáratú USA kormányzati kötvények (államkötvények) portfóliója.
- Hosszú lejáratú vállalati kötvények portfóliója.
- A Standard and Poor's Composite Index számításának alapjául szolgáló portfólió, amely 500 nagyvállalat részvényeit tartalmazza.

(Brealey – Myers, 1996, a)

Az Ibbotson Associates kiadványa tartalmazza a tőkeáttétel nélküli, úgynevezett unlevered bétát, amit benchmark cégeknél határoznak meg úgy, mintha tisztán saját tőkéből lenne finanszírozva a vállalat. Ezt kell az adott cégnek átszámítani a saját tőkeszerkezetére – a tőkeáttétel nélküli bétát (Unlevered Beta) át kell számítani tőkeáttételes bétává (Levered Beta), vagyis korrigálni kell az eladósodottsággal (Debt to Equity Ratio).^{101, 102}

¹⁰⁰ A Pricewaterhouse Coopers felmérése szerint a fejlett Nyugat-Európai piacokon az ex ante piaci kockázati díj 2,7-4,5%. (Black et al., 1999)

¹⁰¹ Az Ibbotson Associates elérhetősége: <http://www.ibbotson.com>

¹⁰² Az Ibbotson Associates kiadványán kívül publikált béta értéként jól használható Aswath Damodaran, a New York University Leonard N. Stern Business School professzora által publikált és rendszeresen aktualizált adatbázis: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

M3/2.4.3.3. Arbitrált árfolyamok modellje

A Steve Ross által megfogalmazott arbitrált árfolyamok elmélete (Arbitrage Pricing Theory, APT)¹⁰³ szerint a részvény várható kockázati díja néhány átfogó makroökonómiai faktor függvénye.

Képlettel kifejezve:

$$r_E = r_f + b_1 * (F_1 - r_f) + b_2 * (F_2 - r_f) + \dots + b_k * (F_k - r_f)$$

Ahol:

r_E = saját tőke költsége

r_f = kockázatmentes hozam

b_k = a részvény hozamának érzékenysége a k-ik faktorra

F_k = egy olyan portfólió várható hozama, amely függ a k-ik faktortól, miközben a többitől független

(Copeland, et al., 1999)

Az APM akkor használható a várható hozamok becslésére, ha meg tudunk határozni kezelhetően kis számú lényeges makroökonómiai változót (a faktorokat), mérni tudjuk minden faktor várható kockázati díját, és meg tudjuk határozni minden részvény faktorérzékenységét. Mindhárom területen folynak kutatások. Például Chen, N. F., Roll, R. és Ross, S. A. szerint alapvetően négy fő makroökonómiai faktor befolyásolja a részvényárfolyamokat.¹⁰⁴ Ezek

- az ipari tevékenység szintjének,
- az inflációs rátának,
- a rövid és a hosszú távú kamatlábak közötti eltérésnek,
- valamint a magas és alacsony kockázatú vállalati kötvények hozamkülönbségének véletlen ingadozásai.

Nem biztos, hogy ez a lista eléggé átfogó. Az ALCAR Consulting Group például az inflációs hatást szétválasztotta véletlen rövid távú változásokra, és véletlenszerű, de permanens változásokra.

A kockázati díjak – melyet a befektetők a kiválasztott magyarázó faktorok hatásának betudható kockázatokért követelnek – meghatározására, vagyis hogy mekkora extra hozamra számítanak a befektetők egyes makroökonómiai faktorból adódó kockázat vállalásáért, az ALCAR is múltbéli adatokat használ. (Nem közvetlenül becsülték meg az egyes faktorok kockázati díját, hanem a vonatkozó faktorokat utánzó portfóliókat konstruáltak, ezután megmérték ezen portfóliók múltbéli kockázati díjait.) A múlt részvényárfolyamainak mozgását vizsgálva minden egyes faktorérzékenység kiszámítható. A kockázati díj meghatározásához hasonlóan az ALCAR a faktorérzékenységet sem közvetlen módon becsülte meg, hanem az egyes utánzó portfóliók érzékenységét határozta meg.

Az APM előnye, hogy a piaci portfóliónak – amely központi szerepet játszik a CAPM-ben – nincs jelentősége, így nem kell foglalkoznunk a piaci portfólió mérési problémáival, és elvben az APM akkor is számszerűsíthető, ha csak néhány kockázatos eszközzel vannak adataink. (Az persze lehetséges, hogy a piaci portfólió az egyik faktor, de ez nem szükségszerű.) Az APM alkalmazásának pedig az a legnagyobb problémája, hogy nem tudjuk pontosan, melyek a faktorok, míg a CAPM az összes makroökonómiai tényezőt egyetlen jól definiált tényezőben, a piaci portfólió várható hozamában foglalja össze. (Brealey – Myers, 1996, a)

¹⁰³ Ross, S. A.: The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. Journal of Economic Theory, 13. évf. 1976. december, 341-360. oldal. (Brealey – Myers, 1996, a)

¹⁰⁴ Chen, N. F. – Roll, R. – Ross, S. A.: Economic Forces and the Stock Market. Journal of Business, 59. évf. 1986. július, 383-403. oldal. (Brealey – Myers, 1996, a)

Összességében elmondhatjuk azt, hogy a pénzügyi közgazdászok többsége két alapvető dologban egyetért, nevezetesen hogy a befektetők pótlólagos hozamot követelnek meg a kockázat vállalásáért, valamint hogy valójában csak az a kockázat érdekli őket, amit a diverzifikáció segítségével nem tudnak kiküszöbölni. A saját tőke költségének meghatározását célzó modellezés terén fejlődő tendencia tapasztalható, hiszen amíg az osztaléknövekedési modell az értékelés alapjaként egy cég osztalékpolitikáját tekinti, a CAPM már az egész értékpapír-piacot kezeli (úgynevezett egy-index modellek), és végül az APT modellje az egész gazdaságot tekinti a hozam alakító tényezőjének (úgynevezett multi-index modell). Mindegyik kockázat - hozam modellnek megvannak a maga apostolai, azonban a fejlődés ellenére a tőkeértékelés általános problémáját – a kockázat és a hozam megfelelő előrejelzését – egyik modell sem képes maradéktalanul megoldani. Az ok a döntéshozatal bonyolultságából fakad, hiszen számos szocio-pszichológiai empirikus vizsgálat eredménye is alátámasztja, hogy a döntéshozót nem egyszerűen csak a „rideg racionalitás” mozgatja, hanem sokféle érdek befolyásolja választását. Ezen elemek részletes feltárása és modellbe építése a jövő feladatai közé tartozik. (Simig, 1998)

M3/3. ÖSSZEFOGLALÁS

A beruházási döntéseknek mindig vannak finanszírozási hatásai, melyek nem hagyhatók figyelmen kívül, a beruházási és a finanszírozási döntések nem választhatók el egymástól. A finanszírozás hatásának figyelembevétele alapvetően két módon lehetséges, egyrészt a módosított nettó jelenérték meghatározásával, vagyis a nettó jelenérték finanszírozási hatásokkal történő módosításával, másrészt különböző módosított diszkontráták – Modigliani-Miller - formula; Miles - Ezzel formula; hitellel egyenértékes pénzáramlások módosított diszkontrátája; súlyozott átlagos tőkeköltség – alkalmazásával. A módosított diszkontráták csak különböző feltételek teljesülése esetén alkalmazhatók – ha olyan projektekkel találkozunk, amelyek komolyan sértik ezeket a feltételeket, akkor az APV alkalmazásához kell folyamodnunk. (Brealey – Myers, 1996, a)

Azon vállalatok számára, akik jó hitelképességekkel rendelkeznek és finanszírozásukat változatos pénzügyi eszközökkel oldják meg, az APV alkalmazása alkalmasabbnak tűnik, mint a WACC finanszírozási hatások kiszűrését célzó korrigálása. (Rappaport, 2002)

M4: A vizsgálat lefolytatásához alkalmazott kérdőív

Cég neve:

A kérdőívet kitöltő neve:

Telefonszáma:

I.**A CÉG KATEGORIZÁLÁSÁT SEGÍTŐ ADATOK**

Tegyen 'X' jelet a megfelelő cellába, a tulajdonosi szerkezetnél pedig írja be a konkrét %-os értéket:

Ágazat	
Élelmiszeripar és mezőgazdaság	
Gyógyszeripar- és kereskedelem	
Fa-,papír- és nyomdaipari termékek gyártása	
Olajipar- és kereskedelem	
Vegyipar	
Egyéb nemfém ásványi termékek gyártása	
Kohászat és fémfeldolgozás	
Gépipar (beleértve az autógyártást is)	
Építőipar	
Textil és ruházati ipar	
Elektronika, informatika	
Telekommunikáció	
Közüzemi szolgáltatók	
Posta, távközlés	
Közlekedés és szállítmányozás	
Kereskedelem	
Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás	
Bankok, pénzügyi szolgáltatók, biztosítók	
Egyéb:	

Tulajdonosi szerkezet (%)	
Magyar állam	
Belföldi intézményi befektetők	
Belföldi magánbefektetők	
Külföldi intézményi befektetők	
Külföldi magánbefektetők	
Munkavállalók, vezető tisztségviselők	
Saját (visszavásárolt részvények, üzletrészek)	

Nettó árbevétel (milliárd HUF)		Saját árbevétel * (milliárd HUF)		Adózás előtti eredmény (milliárd HUF)		Saját tőke (milliárd HUF)		Létszám (fő)	
5 alatt		1 alatt		0,1 alatt		1 alatt		100 alatt	
5 – 20		1 – 5		0,1 – 1		1 – 10		100 – 500	
20 – 50		5 - 20		1 – 5		10 – 50		500 – 2000	
50 – 200		20 – 50		5 – 10		50 – 100		2000 – 5000	
200 fölött		50 fölött		10 fölött		100 fölött		5000 fölött	

* Saját árbevétel = (Nettó árbevétel – eladott áruk beszerzési értéke – közvetített szolgáltatások értéke)

II.

ALKALMAZOTT PÉNZÜGYI, KONTROLLING ÉS MENEDZSMENT MÓDSZEREK, ESZKÖZÖK

Milyen eszközöket, szoftvereket alkalmaznak bizonyos feladatok elvégzésére, és mikortól?

Feladat megnevezése	Eszköz megnevezése (pl.: SAP; MFG/PRO; MS-Excel; stb.)	Alkalmazásának kezdő éve
Könyvelés		
Kontrolling		
Vezetői információs rendszer		
Éves tervezés		

Milyen módszereket alkalmaznak a különböző stratégiai változatok, fúziók és akvizíciók értékelésére, mikortól, és milyen szoftveres támogatással?

Alkalmazott módszer	Alkalmazásának kezdő éve	Alkalmazott támogató szoftver (pl. Alcar, Excel, stb.)
Nincs ilyen jellegű feladat a cégnél		
Részvénytulajdonosi érték (Shareholder Value Analysis, SVA)		
Gazdasági profit (Economic Profit, EP)		
Beruházások cash flow megtérülése (Cash Flow Return on Investment, CFROI)		
Hozzáadott cash érték (Cash Value Added, CVA)		
Egyéb:		
.....		
.....		
.....		

Milyen módszereket, mutatószámokat alkalmaznak projektek, beruházások értékelésére, mikortól, és milyen szoftveres támogatással?

Alkalmazott módszer, mutatószám	Alkalmazásának kezdő éve	Alkalmazott támogató szoftver (pl. Excel, stb.)
Nincs ilyen jellegű feladat a cégnél		
Nettó jelenérték (Net Present Value, NPV)		
Belső megtérülési ráta (Internal Rate of Return, IRR)		
Jövedelmezőségi index (Profitability Index, PI)		
Befektetések megtérülése (Return on Investment, ROI)		
Megtérülési idő		
Egyéb:		
.....		
.....		
.....		

Milyen módszereket, mutatószámokat alkalmaznak a vállalati teljesítmény mérésére, mikortól, és milyen szoftveres támogatással?

Alkalmazott módszer, mutatószám	Alkalmazásának kezdő éve	Alkalmazott támogató szoftver (pl. Excel, Finanseer, Valuatum, stb.)
Nincs ilyen jellegű feladat a cégnél		
Árbevétel		
Üzemi eredmény (Earning Before Interest and Taxes, EBIT)		
Kamat, adófizetés, értékcsökkenés, amortizáció előtti eredmény (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization, EBITDA)		
Adózás előtti eredmény		
Eszközarányos megtérülés (Return on Asset, ROA)		
Saját tőke arányos megtérülés (Return on Equity, ROE)		
Egy részvényre jutó nyereség (Earnings per Share, EPS)		
Árfolyam/nyereség ráta (P/E)		
Adózás utáni operatív eredmény (Net Operating Profit After Tax, NOPAT)		
Lekötött tőke megtérülése (Return on Capital Employed, ROCE)		
Szabad cash flow (Free Cash Flow, FCF)		
Hozzáadott részvénytulajdonosi érték (Shareholder Value Added, SVA)		
Hozzáadott gazdasági érték (Economic Value Added, EVA)		
Hozzáadott cash érték (Cash Value Added, CVA)		
Egyéb:		
.....		
.....		
.....		

Milyen módszereket, mutatószámokat alkalmaznak ösztönzési célokra, mikortól, és milyen szoftveres támogatással?

Alkalmazott módszer, mutatószám	Alkalmazásának kezdő éve	Alkalmazott támogató szoftver (pl. Excel, Financeer, Valuatum, stb.)
Nincs ilyen jellegű feladat a cégnél		
Árbevétel		
Üzemi eredmény (Earning Before Interest and Taxes, EBIT)		
Kamat, adófizetés, értékcsökkenés, amortizáció előtti eredmény (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization, EBITDA)		
Adózás előtti eredmény		
Eszközarányos megtérülés (Return on Asset, ROA)		
Saját tőke arányos megtérülés (Return on Equity, ROE)		
Egy részvényre jutó nyereség (Earnings per Share, EPS)		
Árfolyam/nyereség ráta (P/E)		
Adózás utáni operatív eredmény (Net Operating Profit After Tax, NOPAT)		
Lekötött tőke megtérülése (Return on Capital Employed, ROCE)		
Szabad cash flow (Free Cash Flow, FCF)		
Hozzáadott részvénytulajdonosi érték (Shareholder Value Added, SVA)		
Hozzáadott gazdasági érték (Economic Value Added, EVA)		
Hozzáadott cash érték (Cash Value Added, CVA)		
Egyéb:		
.....		
.....		
.....		

Alkalmaznak kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszert (Balanced Scorecard, BSC) a cégnél?

Ha igen, akkor:

- Mikortól?
- Milyen mutatószámokat alkalmaznak pénzügyi nézőpontból?
.....
.....
.....
- Milyen szoftveres támogatást alkalmaznak (pl.: ScoreIT, Excel, stb.):
- Kombinálják a BSC-t részvénytulajdonosi érték (Shareholder Value, SHV) központú vállalatirányítással (Value Based Management, VBM)?

M5: A vizsgálatban szereplő cégek gazdasági alapadatai

CÉGEK	Árbevétel (Mrd HUF)	Adózás előtti eredmény (Mrd HUF)	Saját tőke (Mrd HUF)	Létszám (fő)	Árbevétel-arányos megterülés	Saját tőke arányos megterülés	Létszám arányos adózás előtti eredmény (M HUF / fő)	Külföldi tulajdonlás aránya (%)
1	607	95	517	13 724	15,6%	18,4%	6,9	89
2	838	68	429	4 770	8,1%	15,9%	14,3	100
3	1 914	67	735	16 460	3,5%	9,1%	4,1	67
4	139	15	34	5 500	11,0%	45,1%	2,8	100
5	132	12	124	4 273	9,5%	10,1%	2,9	92
6	222	11	1	2 978	5,0%	1118,7%	3,8	100
7	91	10	46	4 522	10,8%	21,0%	2,2	100
8	384	9	220	380	2,5%	4,3%	24,9	0
9	41	7	7	655	17,5%	104,9%	10,9	99
10	150	7	115	1 686	4,4%	5,7%	3,9	31
11	199	6	9	100	3,1%	71,8%	61,0	100
12	53	5	45	1 423	10,2%	12,1%	3,8	100
13	75	5	23	2 531	7,0%	22,7%	2,1	100
14	808	5	63	12 969	0,6%	7,3%	0,4	100
15	51	5	19	790	9,8%	26,1%	6,3	88
16	92	4	19	2 210	4,9%	23,5%	2,0	60
17	94	4	36	1 220	4,7%	12,1%	3,6	33
18	97	4	132	2 732	3,7%	2,7%	1,3	0
19	50	1	43	5 720	2,5%	2,9%	0,2	55
20	7	4	35	300	47,0%	10,0%	11,7	0
21	137	3	13	97	2,3%	24,6%	33,0	100
22	93	3	8	3 374	3,2%	38,6%	0,9	100
23	20	1	16	2 193	5,8%	7,2%	0,5	100
24	49	1	9	250	2,2%	12,8%	4,4	100
25	102	2	19	7 427	1,7%	9,4%	0,2	0
26	49	1	71	1 374	2,1%	1,5%	0,8	23
27	49	0	1	30	0,2%	12,5%	3,3	100
28	51	0	9	30	0,3%	1,8%	5,5	100
29	47	0	34	1 054	0,1%	0,1%	0,0	0
30	23	0	16	3 222	0,4%	0,6%	0,0	63

M6: A tulajdonosi értékközpontú módszerek alkalmazásának és a vizsgált cégek gazdasági alapadatainak kapcsolata

Az egyes módszerek cégnél történő alkalmazásának tényét mutató pontrendszer:

CÉGEK	SVA/EP	FCF	EVA™ (teljesítménymérés)	EVA™ (össztönzés)	BSC	BSC és VBM integráció	Összesített súlyfaktor
1	1	1	1	1	1	0	5
2	0	0	0	0	0	0	0
3	1	1	1	1	1	1	6
4	0	0	1	1	1	0	3
5	1	1	1	0	0	0	3
6	0	1	1	1	1	0	4
7	1	1	0	0	1	0	3
8	0	0	0	0	0	0	0
9	0	0	0	0	0	0	0
10	1	1	1	1	1	1	6
11	0	0	0	0	0	0	0
12	0	1	1	1	0	0	3
13	1	1	1	1	1	1	6
14	0	0	0	0	1	0	1
15	1	1	0	0	1	0	3
16	1	1	0	0	0	0	2
17	0	1	0	0	0	0	1
18	0	0	0	0	1	0	1
19	1	0	0	0	0	0	1
20	1	1	1	1	0	0	4
21	1	0	0	0	1	0	2
22	1	1	1	0	0	0	3
23	0	1	0	0	0	0	1
24	0	0	1	0	0	0	1
25	1	1	1	0	1	0	4
26	0	1	1	0	0	0	2
27	0	0	0	0	1	0	1
28	1	1	0	0	0	0	2
29	0	0	0	0	0	0	0
30	1	1	1	0	1	0	4

Korrelációs együtthatók számítása:

Alkalmazott módszerek Mutatószámok	SVA/EP	FCF	EVA™ (teljesítménymérés)	EVA™ (össztönzés)	BSC	BSC és VBM integráció	Összesített súlyfaktor
Arbevétel	0,043	-0,031	0,089	0,277	0,239	0,432	0,230
Adózás előtti eredmény	0,119	0,069	0,185	0,385	0,184	0,214	0,279
Saját tőke	0,127	0,059	0,169	0,336	0,162	0,391	0,285
Létszám	0,232	0,121	0,259	0,308	0,423	0,277	0,400
Arbevétel-arányos megtérülés	0,176	0,203	0,228	0,437	-0,132	-0,066	0,223
Saját tőke arányos megtérülés	-0,202	0,122	0,183	0,304	0,186	-0,071	0,139
Létszám arányos adózás előtti eredmény	-0,146	-0,383	-0,289	-0,116	-0,170	-0,106	-0,312
Külföldi tulajdonlás aránya	-0,007	-0,025	-0,025	0,053	0,102	-0,034	0,019

M7: Az értékközpontú vállalatirányítás értékelési feladatainak és a vizsgált cégek gazdasági alapadatainak a kapcsolata

Az egyes feladat-típusok cégnél történő jelenlétének kezdetétől számított évekkel súlyozott pontrendszer:

CÉGEK	Stratégiai értékmérés	Projektek, beruházások értékelése	Teljesítménymérés	Értékmérés az ösztönzési rendszerben	Balanced Scorecard alkalmazása	BSC és VBM integrációja	Összesített súlyfaktor
1	9	15	6	4	4	0	38
2	12	12	0	0	0	0	24
3	9	15	6	4	4	4	42
4	0	0	5	4	4	0	13
5	11	11	9	4	0	0	35
6	11	6	5	5	6	0	33
7	12	8	6	6	3	0	35
8	0	10	0	2	0	0	12
9	0	7	14	0	0	0	21
10	9	15	4	4	9	4	45
11	0	8	0	0	0	0	8
12	10	3	10	10	0	0	33
13	5	2	5	5	2	2	21
14	0	0	0	0	3	0	3
15	8	6	6	6	6	0	32
16	6	6	8	8	0	0	28
17	9	5	5	0	0	0	19
18	2	6	0	0	2	0	10
19	5	4	0	0	0	0	9
20	5	5	4	2	0	0	16
21	5	5	0	0	3	0	13
22	13	4	13	0	0	0	30
23	0	0	7	0	0	0	7
24	0	4	4	6	0	0	14
25	5	5	5	0	2	0	17
26	0	3	1	0	0	0	4
27	0	3	3	0	2	0	8
28	13	5	10	0	0	0	28
29	0	0	0	0	0	0	0
30	8	6	8	0	3	0	25

Korrelációs együtthatók számítása:

Felmerülő feladatok Mutatószámok	Stratégiai értékmérés	Projektek, beruházások értékelése	Teljesítménymérés	Értékmérés az ösztönzési rendszerben	Balanced Scorecard alkalmazása	BSC és VBM integrációja	Összesített súlyfaktor
Árbevétel	0,158	0,511	-0,152	0,027	0,217	0,522	0,281
Adózás előtti eredmény	0,322	0,668	-0,026	0,127	0,200	0,265	0,436
Saját tőke	0,250	0,711	-0,114	0,079	0,176	0,477	0,397
Létszám	0,172	0,335	-0,026	0,051	0,297	0,333	0,270
Árbevétel-arányos megtérülés	0,079	0,115	0,200	0,196	-0,061	-0,078	0,162
Saját tőke arányos megtérülés	0,194	0,005	0,049	0,170	0,331	-0,072	0,188
Létszám arányos adózás előtti eredmény	-0,204	0,230	-0,326	-0,181	-0,133	-0,095	-0,179
Külföldi tulajdonlás aránya	0,231	-0,061	0,373	0,248	0,080	-0,089	0,253

M8: A tulajdonosi értékközpontú módszerek alkalmazási időtartamának és a vizsgált cégek gazdasági alapadatainak kapcsolata

Az egyes módszerek cégnél történő alkalmazásának kezdetétől számított évekkel súlyozott pontrendszer:

CÉGEK	SVA/EP	Projektek, beruházások értékelése	EVA™ (teljesítménymérés)	EVA™ (össztönzés)	BSC	BSC és VBM integráció	Összesített súlyfaktor
1	9	15	6	4	4	0	38
2	0	12	0	0	0	0	12
3	9	15	6	4	4	4	42
4	0	0	5	4	4	0	13
5	9	11	4	0	0	0	24
6	0	6	5	5	6	0	22
7	6	8	0	0	3	0	17
8	0	10	0	0	0	0	10
9	0	7	0	0	0	0	7
10	9	15	4	2	9	4	43
11	0	8	0	0	0	0	8
12	0	3	0	0	0	0	3
13	2	2	2	2	2	2	12
14	0	0	0	0	3	0	3
15	3	6	0	0	6	0	15
16	3	6	0	0	0	0	9
17	3	5	0	0	0	0	8
18	0	6	0	0	2	0	8
19	2	4	0	0	0	0	6
20	4	5	4	2	0	0	15
21	4	5	0	0	3	0	12
22	1	4	0	0	0	0	5
23	0	0	0	0	0	0	0
24	0	4	2	0	0	0	6
25	5	5	5	0	2	0	17
26	0	3	1	0	0	0	4
27	0	3	0	0	2	0	5
28	3	5	0	0	0	0	8
29	0	0	0	0	0	0	0
30	5	6	4	0	3	0	18

Korrelációs együtthatók számítása:

Alkalmazott módszerek Mutatószámok	SVA/EP	Projektek, beruházások értékelése	EVA™ (teljesítménymérés)	EVA™ (össztönzés)	BSC	BSC és VBM integráció	Összesített súlyfaktor
Árbevétel	0,314	0,511	0,335	0,417	0,217	0,522	0,502
Adózás előtti eredmény	0,416	0,668	0,442	0,520	0,200	0,265	0,598
Saját tőke	0,458	0,711	0,412	0,441	0,176	0,477	0,625
Létszám	0,450	0,335	0,514	0,468	0,297	0,333	0,514
Árbevétel-arányos megtérülés	0,170	0,115	0,262	0,280	-0,061	-0,078	0,162
Saját tőke arányos megtérülés	-0,176	0,005	0,274	0,525	0,331	-0,072	0,140
Létszám arányos adózás előtti eredmény	-0,129	0,230	-0,198	-0,104	-0,133	-0,095	-0,038
Külföldi tulajdonlás aránya	-0,086	-0,061	-0,101	0,102	0,080	-0,089	-0,045

M9: Részletes esettanulmány: A MOL Csoport

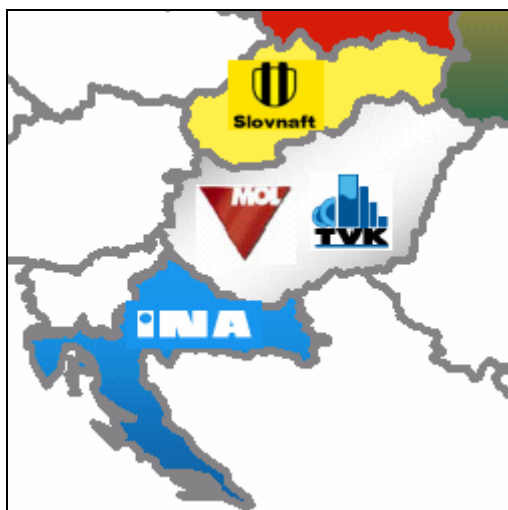
M9/1. A MOL Csoport bemutatása

A MOL Csoport Közép-Európa vezető integrált olajipari csoportja, nettó árbevétele alapján pedig Magyarország legnagyobb vállalata. 2004. évi árbevétele meghaladja a 1,95 billió forintot, amely 109 százalékos növekedést követően 209,3 milliárd forint nettó eredménnyel párosult.

A MOL Csoport valamennyi alaptevékenységét illetően piacvezető Magyarországon és Szlovákiában. A Csoport fő tevékenysége az alábbi területeket foglalja magában:

- kőolaj-, földgáz- és gáztermékek kutatása és termelése;
- kőolaj-feldolgozás, -szállítás, és -tárolás, kőolajtermékek szállítása, tárolása, disztribúciója, kis- és nagykereskedelme;
- földgáz és egyéb gáztermékek importja, szállítása, tárolása és nagykereskedelme;
- olefinek és poliolefinek gyártása és értékesítése.

A MOL Csoport közép-európai vezető szerepét mutatja, hogy a szlovák Slovnaft olaj- és vegyipari vállalatban a részesedése egy 2004. januári tranzakciót követően 98,41%-ra emelkedett, a magyar vezető petrokémiai társaságban, a TVK Rt.-ben a közvetlen és a közvetett részesedése 2004. végén 52,33% volt, és egy 2003. novemberében lezajlott tranzakciót követően a MOL 25%-os részesedést (plusz egy részvény) szerzett az INA horvát olaj- és gázipari csoportban (47. ábra).



47. ábra: A MOL Rt. legfontosabb érdekeltségei Közép-Európában

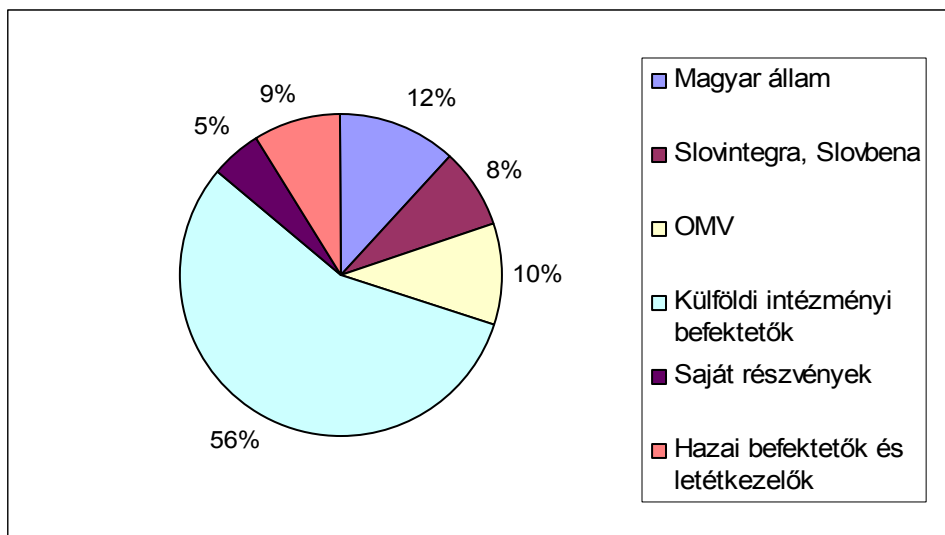
Forrás: MOL Rt. prezentáció

A MOL kiterjedt töltőállomás hálózattal rendelkezik a régió országaiban, 2004. december 31-én összesen 8 országban 812 töltőállomás volt a MOL tulajdonában, ebből 357 üzemelt Magyarországon, 281 pedig Szlovákiában.

A MOL Csoport alkalmazottainak száma megközelíti a 16 ezret.

A MOL Rt. részvényeit a Budapesti, a Varsói és a Luxemburgi Értéktőzsdén is jegyzik. Az értékpapírokkal kereskednek a Londoni Értéktőzsde International Order Book rendszerében.

A MOL Rt. becsült tulajdonosi szerkezetét mutatja a 48. ábra.



48. ábra: A MOL Rt. tulajdonosi szerkezete 2004.12.31-én

Forrás: MOL Rt. prezentáció

A Csoport fő célkitűzése a részvények értékének és hozamának folyamatos növelése a meglévő és új piaci lehetőségek minél teljesebb kihasználásával, dinamikus fejlesztési és terjeszkedési stratégia követésével és a belső hatékonysági tartalékok feltárásával, versenyképességük további növelésével.

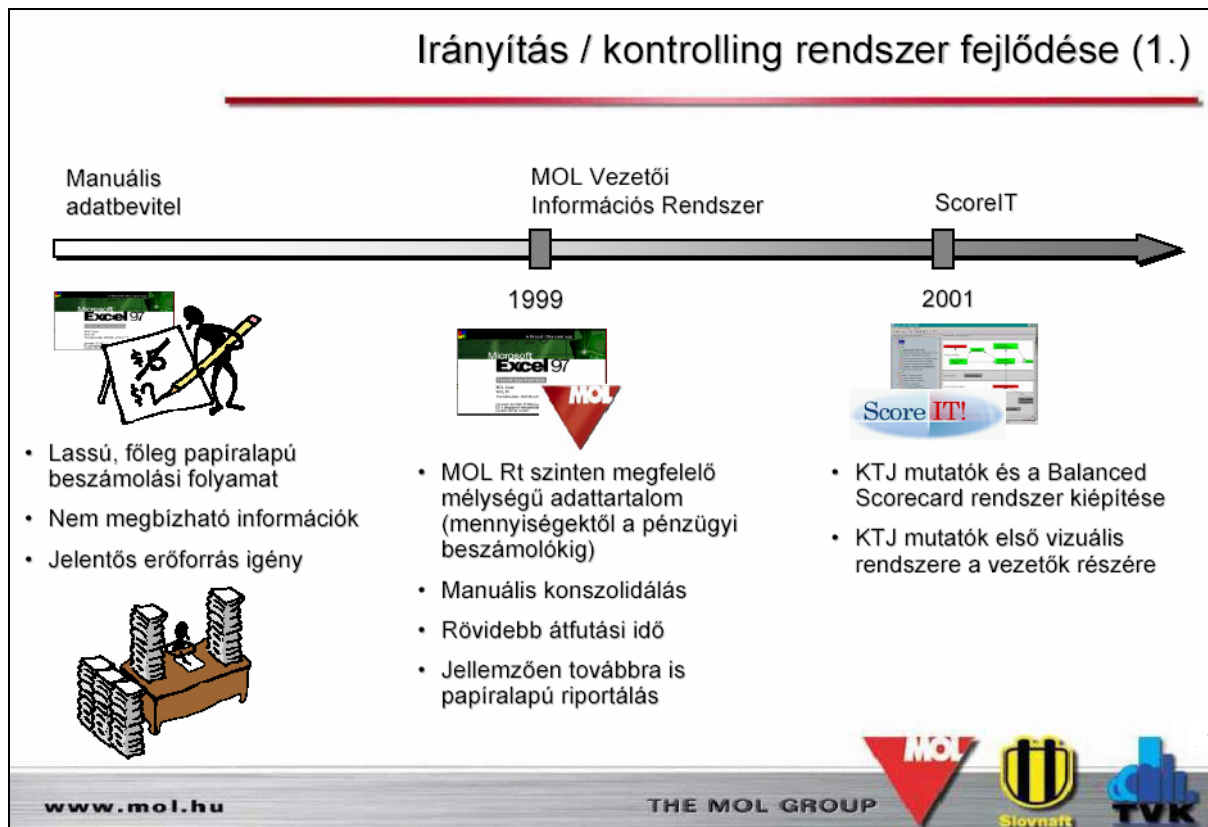
Az értékteremtés kulcstényezőinek a hatékonyságból és szinergiákból származó kiemelkedő megtérülést, a jól megválasztott beruházásokon alapuló organikus növekedést, a regionális növekedést támogató képességeket, valamint a kézben tartott kockázatokat és a kiegyensúlyozott portfóliót tekintik.

M9/2. A MOL Csoport integrált stratégiai menedzsment rendszere

A MOL Rt. 1991-ben alakult meg a korábbi állami vállalatokból. Ebben az időszakban az irányítási, kontrolling rendszert a manuális adatbevitel, a lassú, főleg papíralapú beszámolási folyamat, a jelentős erőforrásigény, és a nem megbízható információk jellemezték.

Az értékközpontú irányítás kialakítása a privatizációval kezdődött – a külső befektetők megjelenésével a befektetői elvárások is jelentkeztek.

1999-ben bevezetésre került a *Vezetői Információs Rendszer*, amely a korábbi időszakhoz viszonyítva rövidebb átfutási idővel, és MOL Rt. szinten megfelelő mélységben szolgáltatott adatokat. Mindezek mellett még ezt az időszakot is a papíralapú riportálás és a manuális konszolidálás jellemezte (49. ábra).



49. ábra: Az irányítási, kontrolling rendszer fejlődése a MOL Rt.-nél (I.)

Forrás: MOL Rt. prezentáció

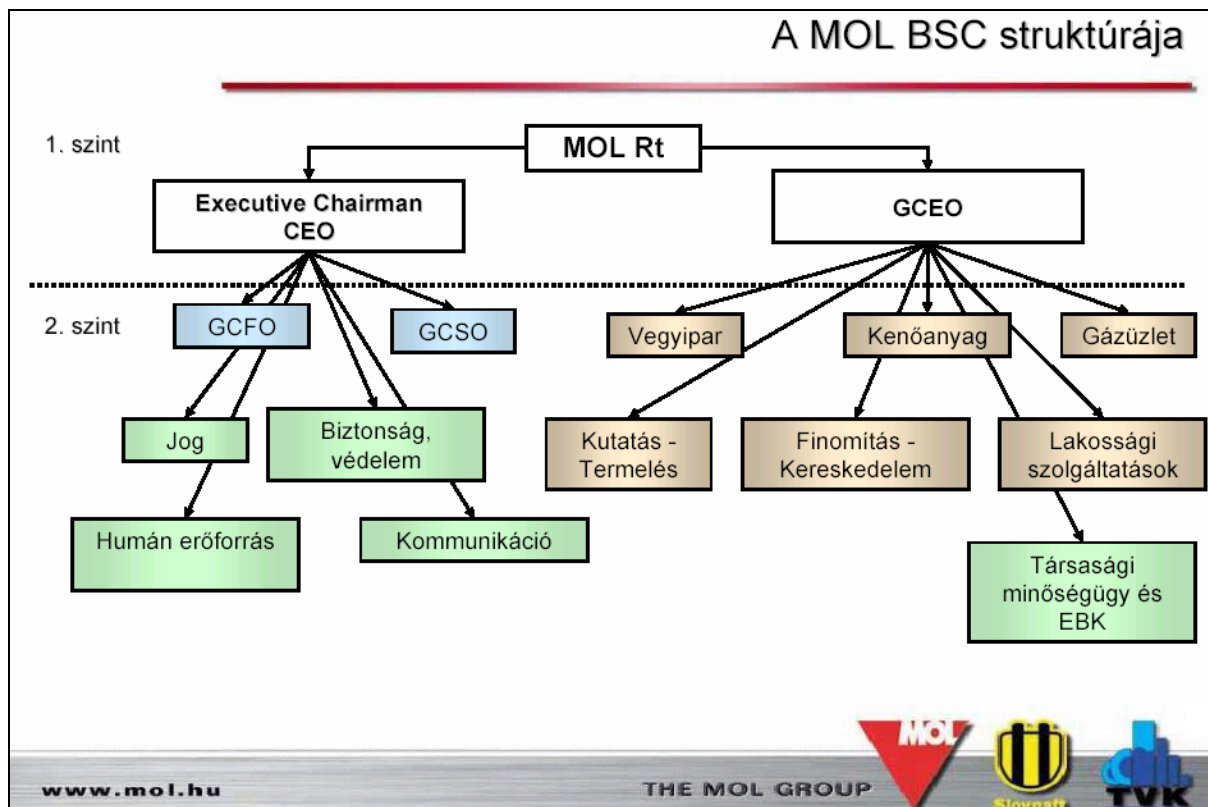
2000-ben az *Üzleti Folyamatok Újraszervezése* (Business Process Re-engineering, BPR) program keretében átalakításra kerültek a vállalati folyamatok. A MOL Csoport jövőképe megvalósításával összefüggésben a főbb célkitűzések a következők voltak:

- a folyamatok modernizálása és hatékonyságának növelése (folyamatok továbbfejlesztése, működési koncepciók kidolgozása, információs rendszerek kidolgozása, szervezeti változások megvalósítása az SAP R/3 integrálásával),
- gyorsabb döntéshozatali folyamat és számos adminisztratív jellegű, manuális munka automatizálása,
- adminisztrációs költségmegtakarítás és nagyobb hatékonyság,
- éves árbevétel növekedése az ügyfelek fokozott megtartása, az ügyfél elégedettség és optimalizált ellátási lánc segítségével, valamint
- a jövedelmezőségre történő nagyobb hangsúly helyezése.

Az üzletek elemzése, a folyamatláncok beazonosítása, majd az üzleti folyamatok átszervezése kapcsán alapkérdés az volt, hogy miként lehet a folyamatból kihozni a maximumot?

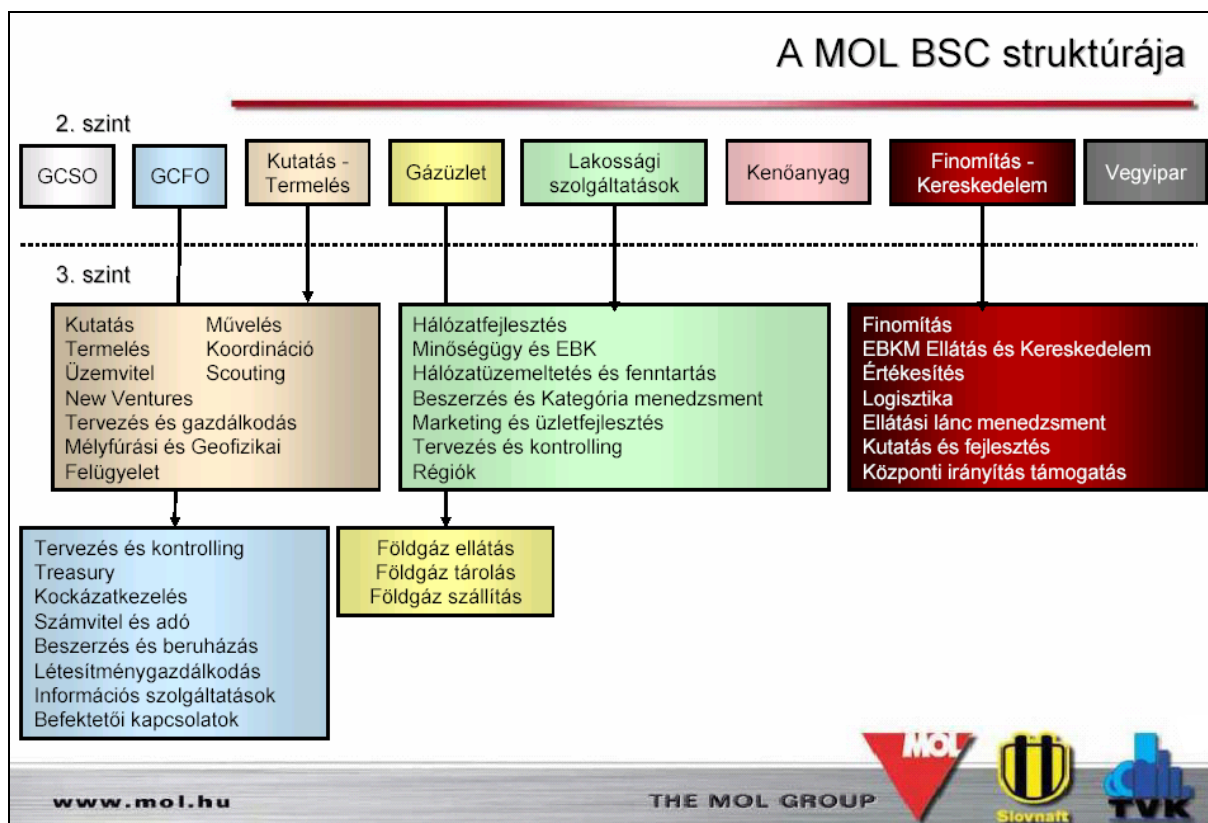
A kérdés megválaszolására az irányítási, kontrolling rendszer fejlesztésének következő lépéseként 2001-ben a PriceWaterhouse Coopers tanácsadó cég közreműködésével kiépítették a *Balanced Scorecard* és a *kulcsteljesítmény-jelző mutatók* rendszerét.

Többszintű BSC rendszert hoztak létre, melynek struktúráját az 50-51. ábrák szemléltetik.



50. ábra: A kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer struktúrája a MOL Rt.-nél (I.)

Forrás: MOL Rt. prezentáció



51. ábra: A kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer struktúrája a MOL Rt.-nél (II.)

Forrás: MOL Rt. prezentáció

Balanced Scorecard rendszer kialakítása során:

- összekapcsolták a stratégiai és operatív célokat a BSC által,
- megteremtették a részvénytulajdonosi érték alakulásának figyelemmel kísérését a működés minden dimenziójában,
- a mérési és beszámolási rendszer alapvető elemeivé tették a kiemelt kulcsteljesítmény-mutatókat, valamint
- összekapcsolták a pénzügyi teljesítményt az egyéni teljesítménnyel, illetve az üzleti érdekeltséget az egyéni érdekeltséggel.

(2004-ben a Balanced Scorecard rendszer osztály szintig van lebontva, a személyi szintre való levitel a hosszú távú elképzelések között szerepel.)

A társaság stratégiai céljainak elérése érdekében kialakításra került *teljesítmény menedzsment rendszer* (TMR) célja volt, hogy:

- támogassa az üzleti szemléletű, teljesítményorientált szervezeti és vezetési kultúra megerősödését,
- nyújtson segítséget a vezetőknek az alapvető vezetési funkciók ellátásához, a vezetői munka hatékonyságának növeléséhez,
- motiválja a munkavállalókat a teljesítmény növelésére és a folyamatos fejlődésre, valamint
- intézményes keretet biztosítson a visszacsatoláshoz.

A teljesítmény menedzsment rendszer legfontosabb alkotóelemeinek a társasági stratégia megvalósítása érdekében a munkaköri kulcsfeladatokból meghatározott, nem számszerűsíthető feladatok, akciók, valamint a vállalati stratégiából lebontott, számszerűsíthető mutatók, KPI-k (például: EVATM, EBIT, ROACE, kereskedelem fajlagos költsége, kőolajszállítás fajlagos költsége, stb.) tekinthetők.

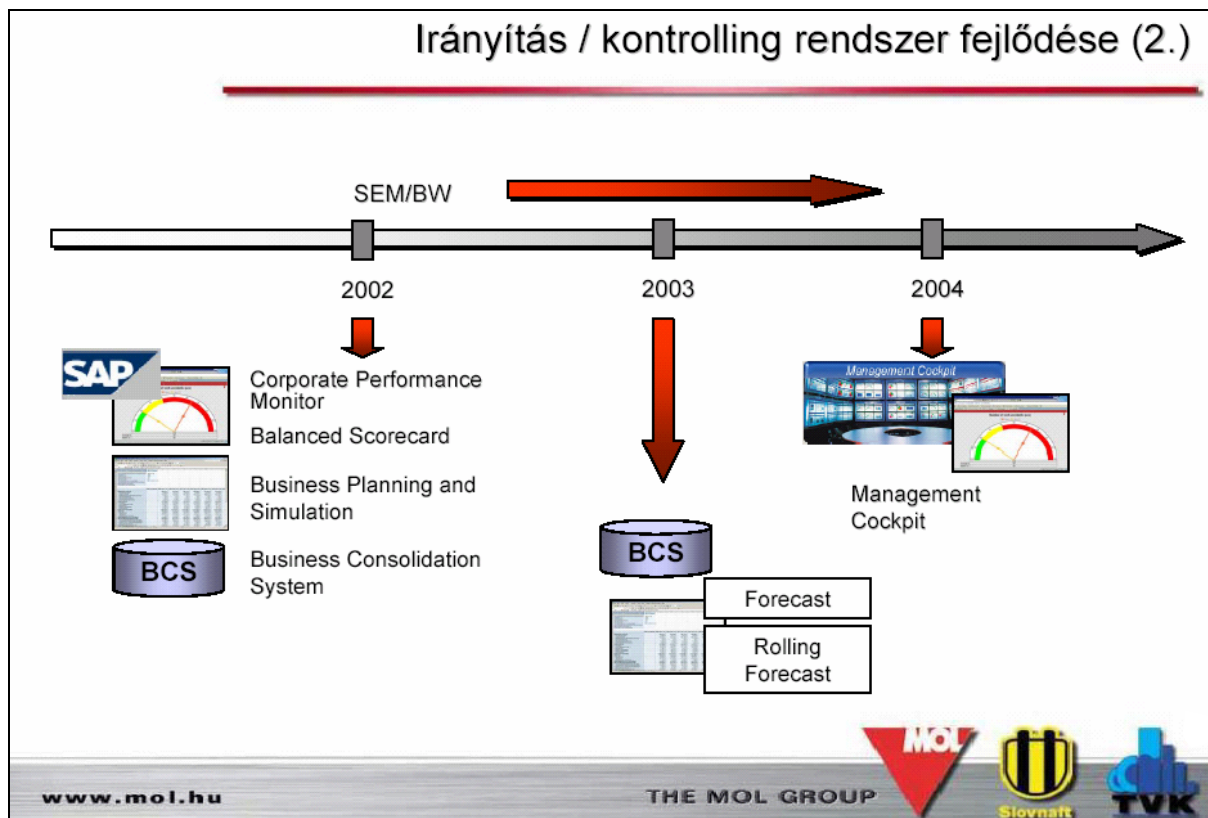
A vezetők részére a KPI mutatók vizuális rendszereként bevezették a *ScoreIT* szoftvert. A program a vezetők körében pozitív fogadtatásra lelt, de a nehézkes használat miatt nem hozta meg az elvárt eredményeket. Ennek okai, hogy:

- jelentős mértékű manuális feladatvégzést igényelt,
- a program színezési metodikája alapján nem lehetett megfelelő következtetéseket levonni,
- a program által elkészíthető elemzések exportálása nehézségekbe ütközött, az adatok több időszakra való kigyűjtése nem volt megoldható,
- a nem exportálható adatok bemutatása további feladatokat eredményezett,
- a program működtetéséhez az általános számítástechnikai igényeknél nagyobb teljesítményre volt szükség, és
- a BPR program keretében bevezetett új rendszerek és a ScoreIT között a kapcsolatteremtés nem volt megoldható.

A ScoreIT rendszer alkalmazásával kapcsolatosan elvárt eredmények elmaradása miatt elkezdődött egy integrált rendszertámogatás kiépítése. Üzleti célokként a következők kerültek meghatározásra:

- Integráció: a rendszermegoldás kapcsolódjon a meglévő alap- és forrásrendszerekhez.
- Egységesítés: a mutatók számítási módszerének folyamatos egységesítése, a mutatószám rendszer fejlesztése, kommunikációja.
- Automatizálás: a mutatók automatikus előállításának biztosítása, megbízható, ellenőrzött adatokra való építése.
- „Drill down” lehetőség: betekintési, „lefürési” lehetőség biztosítása, különböző riportok lehívása a mutatók elemzéséhez.
- HR/teljesítmény menedzsment rendszerekkel való összekapcsolása.

A megoldást az SAP SEM (Strategic Enterprise Management, stratégiai vállalatirányítás) / CPM (Corporate Performance Monitor, társasági teljesítmény-irányítás) almoduljának használatba vétele, valamint az SAP BW (Business Warehouse, adattárház) moduljával történő összekapcsolása jelentette (52. ábra).



52. ábra: Az irányítási, kontrolling rendszer fejlődése a MOL Rt.-nél (II.)

Forrás: MOL Rt. prezentáció

Az SAP alkalmazásának előnyei közé tartozik az *integráltság*, vagyis ha az egyik modulban valamit megváltoztatunk, az R/3 automatikusan aktualizálja a vonatkozó adatokat a többi modulban is. A feldolgozás valós idejű – az SAP R/3 egyik moduljába bevitt információ egy másik modulból is azonnal használhatóvá válik. A beépített üzleti szabályok következtében csökken a hibalehetőség, és időt takaríthat meg a felhasználó. Felhasználó-barát felület jellemzi, a kezelés ablakokon keresztül történik. Előnye még a grafikus megjelenítés, valamint a többnyelvűség.

Az SAP stratégiai vállalatirányítás és adattárház moduljainak bevezetése a MOL Rt.-nél 2002-ben történt meg.

Az SAP BW (Business Warehouse, adattárház) *modulja* nagyméretű adatbázis tárolására, az adatokkal való műveletek végzésére kialakított rendszer. Lehetővé teszi a menedzsment riportok előállításához szükséges kulcsfontosságú információk tárolását, összegyűjtve a divízióktól és funkcionális területektől a működési riportokat, beszámolókat. Az áttevített folyamatok eredményeképpen csökkenti a tervezés ciklusidejét, illetve rövidebb határidővel kerülhetnek a riportok, beszámolók a vezetők kezébe.

A SEM (Strategic Enterprise Management, stratégiai vállalatirányítás) *modul* tervezési, előrejelzési, beszámolási és teljesítmény-irányítási folyamatokat támogató integrált megoldás, melynek almoduljai a következők:

- CPM (Corporate Performance Monitor, társasági teljesítmény-irányítás). A CPM az SAP Balanced Scorecardot (BSC) szoftveresen támogató rendszere. SAP adattárházra épülve integrált rendszert alkot a SEM többi moduljával.
- BPS (Business Planning and Simulation, üzleti tervezés és szimuláció) a BW-re (adattárház) épülő felhasználói felület, mely lehetővé teszi a tervadatok manuális adatbevitelét az adattárházba, és funkciók segítségével további tervadatok kalkulációját biztosítja a bevitt adatok alapján.

- BCS (Business Consolidation System, üzleti konszolidációs rendszer) a törvényi és menedzsment konszolidáció elvégzését biztosítja, valamint itt történik a MOL Rt.-n belüli átadások kiszűrése is.

A *BPS tervezési rendszer* kialakításának alapelve, hogy a MOL anyavállalati tervezés az alaprendszer törzsadatai szerint történik, a terv első éve havi bontásban, a következő két év csak éves bontásban készül. A tervezés területei közé tartozik az értékesítés tervezés, a mérleg tervezés, az eredmény tervezés, a finanszírozás tervezése, valamint a CAPEX tervezése.

A *BCS modul* bevezetésével alapvető célkitűzés volt a tény, terv és várható adatok konszolidálási módszerének egységesítése, a konszolidálás jelenlegi gyakorlatának egyszerűsítése a riportolási követelmények biztosításával, egységes, átlátható rendszer kialakítása és használata a manuális konszolidálás helyett. Elvárásként jelentkezett, hogy a számviteli zárást követően a havi és negyedéves jelentésekhez használt konszolidált riportok (mérleg, eredménykimutatás) előállítása egy munkanapon belül MOL Csoport szinten, egy nappal később pedig Divízió és Szegmens szinten megtörténjen.

A *CPM modul* kialakítása és az adattárházhoz történő kapcsolódása szintén megtörtént, csakúgy, mint a mutatók számítási módszerének egységesítése és elfogadtatása.

Az irányítási, kontrolling rendszer fejlesztésének eddigi utolsó lépéseként 2004-ben kialakításra került a *Management Cockpit* rendszer, melynek célja a korábban használt vezetői információs rendszer felváltása egy új rendszerrel, illetve egy magas színvonalú, integrált tervezési-riportálási rendszer bevezetése. A rendszerben szereplő mutatók 60-70%-a automatikusan töltődik az SAP adattárházából. Az adatmegjelenítés több időszakra vonatkozóan (bázis, terv, tény és várható) biztosított, és a rendszer lehetőséget biztosít a napi értékesítési adatok megjelenítésére. Az adatbiztonság érdekében a Management Cockpit hozzáférése korlátozott.

A jövőbeli fejlesztési elképzelések közé tartozik a HR/teljesítmény menedzsment rendszerekkel való összekapcsolása, a teljesítménymutatók (rendszerbeli) összekapcsolása a HR rendszerekkel, további rendszerfejlesztés, bevezetés a kivételek alapján való jelentés támogatására, a Management Cockpit integráltságának bővítése.

M9/3. Tulajdonosi értékmérés a MOL Csoportnál

M9/3.1. Stratégiai változatok, akvizíciók értékelése

A stratégiai változatok, akvizíciók értékelése a MOL Csoportban a fejlesztési vezérigazgató-helyettes hatáskörébe, és nem a gazdasági igazgatóhoz (CFO) tartozó tevékenység. Üzletenként (kutatás és termelés; finomítás és nagykereskedelem; kiskereskedelem; kenőanyag; vegyipar) és országonként építenek szabad cash flow modellt, és ez alapján végzik az értékelést.

Az akvizíciók esetében külső tanácsadók végzik a modellezést, a Tervezés - Kontrolling szervezeti egységen belül a Központi Tervezés - Kontrolling szervezeti egység pedig véleményezi. Az akvizíciók kapcsán árazóbizottság alakul, és az határozza meg azt az összeget, amit az akvizícióért maximálisan kifizethetőnek tartanak.

A különböző stratégiai változatok értékelésére esettanulmányként a MOL Csoportban tartozó TVK Rt. által alkalmazott, az Alfred Rappaport által leírt Shareholder Value módszertan alkalmazására fókuszáló megoldás kerül bemutatásra az M10 mellékletben.

M9/3.2. Projektek, beruházások értékelése

A projektek, beruházások értékelését, a projekt-tervezés és kontrolling feladatokat a Tervezés - Kontrolling szervezeti egységen belül a Forrás Allokáció szervezeti egység végzi. A Forrás Allokáció felelős a MOL Csoport terveinek, beszámolóinak CAPEX fejezetéért. Ide tartozik a

projektek, beruházások előkészítése, a jóváhagyatás és az utóértékelés. Évente 200-300 projektről, és mintegy 150-200 Mrd Ft-ról születik döntés. A Forrás Allokációra kerülő projektek rendkívül sokfélék. Itt foglalkoznak projektként például azzal, ha a finomítóban egy új üzemet akarnak létesíteni, vagy ha projektet szándékoznak indítani a munkaerőkiválasztás hatékonyságának növelésére, de ugyanígy ide tartoznak az irodai eszközökbe, berendezésekbe történő beruházási igények is. (Ez utóbbit egyébként éves szinten, egy ügyként összevontan kezelik.)

A projektek, beruházások „kitalálása” a szakmai terület feladata. Standard adattartalmú input dokumentumokkal dolgoznak. Egy úgynevezett projekt adatlap készül, amely verbális összefoglaló mintegy két oldalban, amelyben leírásra kerül a célkitűzés, a műszaki tartalom, a tervezett határidők és a költségek.

Az input adatok beérkezése után kettéválogatják a projekteket:

1. Determinált projektek (az összes projekt 60-70%-a is lehet)
 - a. A projekt már elkezdődött, és nem reális alternatíva a leállítás.
 - b. Nem biztos, hogy elkezdődött, de hatósági előírások miatt meg kell valósítani. (Például a különböző szűrőberendezések beépítése a technológiába a környezet tisztaságának megóvása érdekében.)
 - c. Szintentartó, folyamatos működés biztosításához szükséges beruházások.
2. Nem determinált, úgynevezett üzleti projektek: ezeknél a projekteknél elsődleges a gazdaságossági szempont, közvetlen szerepük van a gazdaságossági számításoknak, így nagy mértékben a Forrás Allokáció szervezeti egység munkáján múlik a döntés.

A beruházási költségek vonatkozásában 3 éves üzleti terv készül, egy év részletes és két év úgynevezett kitekintés, amely éves bontású. Ennek meghatározását követően standard excel táblázatokban *diszkontált cash flow értékelést* végeznek HUF-ban. (Feltételezés az, hogy az USD/HUF vonatkozásában ellentétes hatás van az olaj és a gáz esetében, ami többé-kevésbé kioltja egymást.) A számszerűsítés során a számításokhoz felhasználandó alapadatokat tartalmazó úgynevezett 'premissza set' alapján dolgoznak, amiben olyan adatok szerepelnek, mint például az olajár, árfolyamok, infláció, stb. (A premissza set-hez a Forrás Allokáció a súlyozott átlagos tőkeköltség értékével járul hozzá.)

10 éves időtartamra határozzák meg évenkénti bontásban a cash flow-t – ez az úgynevezett előrejelzési periódus –, majd pedig maradványértéket számszerűsítene. A maradványértéket fix időtartam esetében külön kalkulálják (például ha egy eszköz működési ideje 15 év, akkor 10 évre részletes cash flow tervet készítenek, a hátralévő 5 évet pedig maradványértékként veszik figyelembe úgy, hogy az első 10 évhez képest az már kevésbé részletes cash flow számítás alapján), egyébként pedig örökjáradékot alkalmaznak.

A diszkontált cash flow módszeren alapuló értékelés végeredményeként inkrementális számítás végeznek, és különböző mutatószámokat határoznak meg – nettó jelentéérték, belső megtérülési ráta, és megtérülési idő (Payback Period) kalkulálására kerül sor. Ezek alapján döntenek el, hogy mely projektek valósulnak meg. (Persze ez csak az úgynevezett nem determinált projektekre igaz.)

A döntéshozatal három szintje valósul meg, attól függően, hogy milyen fontosságú, milyen költségű projektről van szó. Ettől függően dönthet a:

- divízióvezető, vagy a
- 4 tagú Executive Board, vagy pedig az
- Igazgatóság.

(Az Igazgatóság elé évente 2-3 projekt kerül döntésre.)

Előirányzatok nincsenek arra vonatkozóan, hogy a tervekészítés évében adott üzleti területen, adott országban például hány % IRR-t kell elérni ahhoz, hogy szinte automatikusan jóváhagyást nyerjen a projekt. A projekteket egyedileg terjesztik elő a felelős területek, és az előterjesztéseket egyedileg bírálják el. Létezik viszont egy kritérium, nevezetesen hogy a projektnek minimálisan az adott tevékenységre kalkulált tőkeköltségnek megfelelő hozamot kell biztosítania.

A projekt megvalósítását követően kerül sor a megvalósítás értékelésére (tervezett és megvalósult műszaki tartalom, határidők, ráfordítások elemzése). Minimum egy év működést követően elemzik a projekt ígért és tényleges hozamának alakulását. Ezt követően lehet dönteni a további utóértékelések időpontjáról, bár ezek nem túl gyakoriak.

Diszkontált CF alapon teljes körűen 1997 óta végzik a projektek értékelését a MOL Rt-nél. Megítélésük szerint az alkalmazott módszertan sikeresnek tekinthető. Az utóértékelések azt mutatják azonban, hogy a projektek pozitív hatásait az előterjesztők általában túlzottan optimistán ítélik meg, vagy sok esetben később nem mérhető hatást használnak a gazdaságossági számítások alapjául. Ebből adódóan fontos feladat az előterjesztések tartalmának szigorú felülvizsgálata.

M9/3.2.1. A súlyozott átlagos tőkeköltség számítása

A WACC kalkulálása tevékenységi körök és országok kombinációjára kerül kiszámításra – így összességében 21 súlyozott átlagos tőkeköltséget határoznak meg, melyek értékeit éven belül nem változtatják. (Nominál WACC értéket alkalmaznak, amely az évek között az infláció függvényében változik.) Mivel az egyes divíziók – kutatás és termelés; finomítás és nagykereskedelem; kiskereskedelem; kenőanyag; vegyipar – többfajta, különböző kockázatú feladatot látnak el, így a WACC értékét nem üzletáganként, hanem azok egy-egy tevékenységi körére számítják ki. Például a Kutatás-Termelés szegmens esetében külön kalkulálnak tőkeköltséget a kutatási tevékenységre és az igazolt készletek termelésbe állítására. A fent említett 5 üzletág aktivitását 13 csoportra osztották, ezekre számítanak súlyozott átlagos tőkeköltséget. Kiszámítják ezek alapján a MOL átlagos tőkeköltségét is, amit az Irányítás - Szolgáltatás divízió által indított projektek értékeléséhez használnak fel. Tehát Magyarországra vonatkozóan 14 WACC létezik, és ugyanezeket a kategóriákat használják a Slovnaft esetében is. (Szlovákia esetén „csupán” 7 WACC kerül kiszámításra a tevékenységek szűkebb köre miatt). Mivel az INA partnerük és nem teljes mértékben konszolidált leányvállalatuk, így nem a MOL számolja a WACC értékét.

Kockázat szempontjából a tevékenységek között a két végét a kutatás és a hosszú távú gázszállítás – a két tevékenység WACC-je között mintegy 2%pont különbség van. (Relatív skálán kockázat alapján rangsorolják a többi tevékenységet.)

A tőkeköltség számítása az alábbi képlet alapján történik:

$$R_{wacc} = (R_e \cdot E/V) + (R_d \cdot D/V) \cdot (1-T)$$

Súlyozott átlagos tőkeköltség = Saját tőke elvárt hozama * Saját tőke súlya a vállalat piaci értékében + Idegen tőke elvárt hozama * Idegen tőke súlya a vállalat piaci értékében * Társasági adókulcs

A saját tőke elvárt hozamának meghatározásához a CAPM módszert alkalmazzák.

Kockázatmentes kamatlábnak tekintik az USA államkötvények 10 éves hozama alapján meghatározott zéró-kupon hozamot, ezt korrigálják az országgokozati prémiummal, tehát Magyarország kockázatával. Erre azért van szükség, mert az USA államkötvények hozama az Egyesült Államokban érvényes kockázatmentes hozamot mutatja, a MOL-nak pedig a magyarra van szüksége, hiszen Magyarországon tevékenykedik.

A béta meghatározásánál egy úgynevezett peer-groupot vesznek alapul, mely a MOL-hoz hasonló, európai, integrált olajipari vállalatokat foglalja magában (például: BP, ENI, OMV, Shell, TotalFinaElf, stb). Ezen cégek eltérő adatait módosítják az adott vállalatok eladósodottsága és adózási környezetük alapján, majd meghatározzák belőle a MOL bétáját – vagyis kiszámítják a benchmark cégek tőkeáttétel nélküli bétáját, majd a MOL tőkeáttételének megfelelően korrigálják. (A béta értékének meghatározásához nem alkalmaznak regresszióanalízist – például a MOL részvényárfolyamának alakulása és a BUX alakulása közötti kapcsolat vonatkozásában –, mert véleményük szerint a BUX nem rendelkezik elegendő „történelemmel”).

A *piaci prémium* meghatározása szakértői becslésen alapul. Statisztikák alapján az Egyesült Államokbeli piaci kockázati díjat szorozzák a BUX és S&P500 indexek szórásának hányadosával. 2004-ben 4,5%-ot vettek figyelembe a kalkulációkban.¹⁰⁵

A *saját és az idegen tőke arányaként* egy előre meghatározott, tervezett, célul kitűzött értéket vesznek figyelembe (40% az idegen tőke aránya).

Az *idegen tőke elvárt hozamának* meghatározásánál abból indulnak ki, hogy mivel a MOL elsődrendű adós, a magyar állammal közel azonos kockázatú a befektetők szempontjából. E feltételezés alapján a MOL hiteleitől elvárt hozam megegyezik az USA államkötvények hozamának, a Magyar Állam kockázatának, és a MOL kockázatnak az összegével. Ezt az USD-ben meghatározott hitelkamatot HUF-ra átszámítva használják az idegen tőkétől elvárt hozamként.

A WACC számításában *adóként* a standard társasági adót veszik figyelembe, tehát az adott országban éppen érvényben lévő adó%-ot, mivel az adóalap korrekciós tételek hatása a beruházási adókedvezmények háttérbe szorulásával egyre inkább csökken, így azt feltételezik, hogy az érvényben lévő adókulcs megfelel az effektív adórátának.

M9/3.3. Teljesítménymérés és ösztönzés

A teljesítménymérés és ösztönzés feladatainak koordinálását a Tervezés - Kontrolling szervezeti egységen belül a Központi Tervezés - Kontrolling szervezeti egység végzi.

2001-ben építették ki a kulcsteljesítmény-jelző mutatók rendszerét. A rendszerben három szintet különböztetnek meg:

- I. szint: Csoport,
- II. szint: Divíziók (üzletek),
- III. szint: Folyamatok (például kereskedelem), ami tovább bontható termékekre.

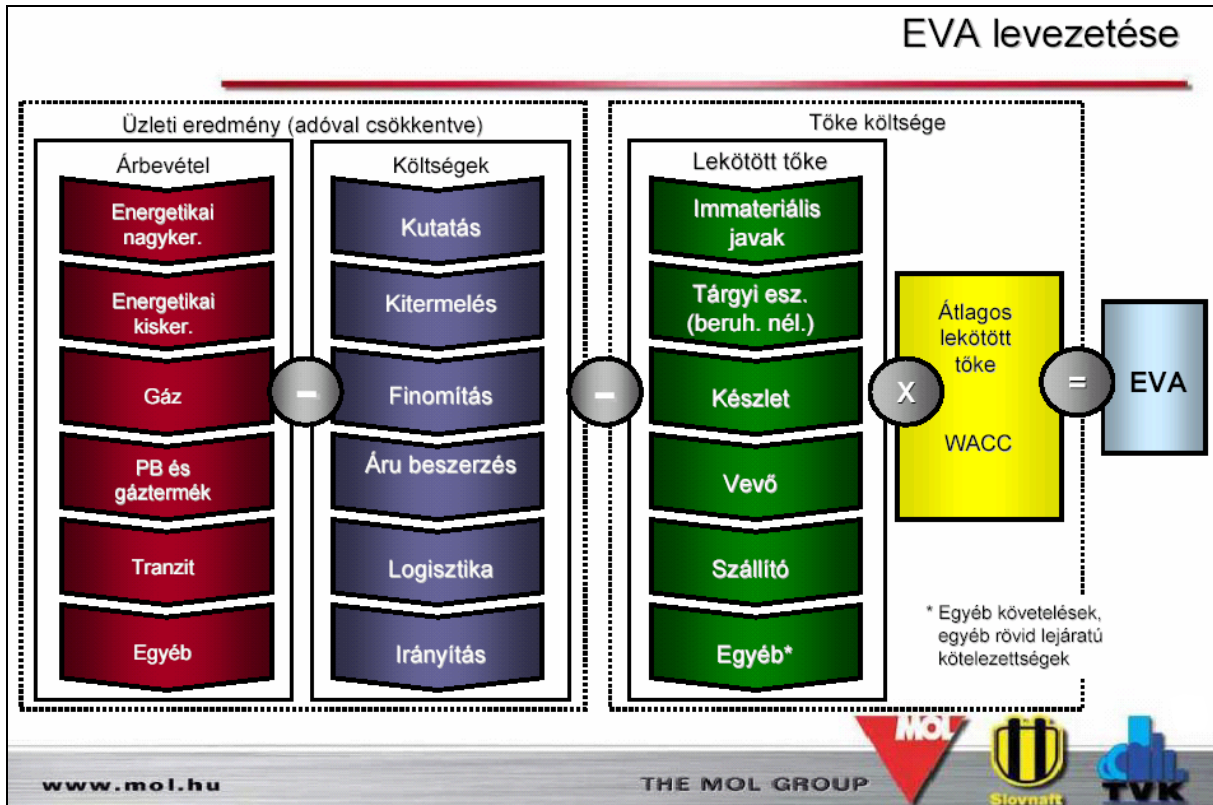
A *kulcsteljesítmény-jelzőkkel* szemben követelményeket támasztanak, majd a mutatókat a beszámolási rendszer részeként mérik. A KPI struktúrából kiemelik azt a 3-5 mutatót, amelyek döntően befolyásolják az adott teljesítmény alakulását, és ezt a prémiumhoz kötik. A mutatószámok között egyaránt megjelennek a rövid és hosszú távú ösztönzők.

Az ösztönzési rendszerben egyaránt megtalálhatók a Csoport és az üzlet mutatói is. (Nem elég, ha az üzlet maximumot nyújt, de a Csoportnak is azt kell nyújtania.) Csoport szinten megjelenik például az EVATM, a működési cash flow, üzlet szinten az EVATM és egyéb kulcsteljesítmény-jelző mutatók. Például a kutatás-termelési vezető ösztönzési mutatójaként megjelenik a Csoport EVATM, Csoport CF, Üzleti EVATM, és a fajlagos termelési költség benchmark adattal összevetve.

A teljesítménymérés csúcsmutatójának a *hozzáadott gazdasági értéket* tartják. Alapkritériumnak tekintik, hogy évről évre hogyan változik az EVATM, vagyis hogy a ΔEVA^{TM} évről évre milyen növekedést növekedést produkálni. Fontos, hogy a ΔEVA^{TM} javuló legyen, és lehetőleg pozitív! (Például a gázüzletág esetében a ΔEVA^{TM} az 1. évben -50Mrd, 2. évben -25Mrd volt, 3. évben pedig már kis pozitívummal zárt.)

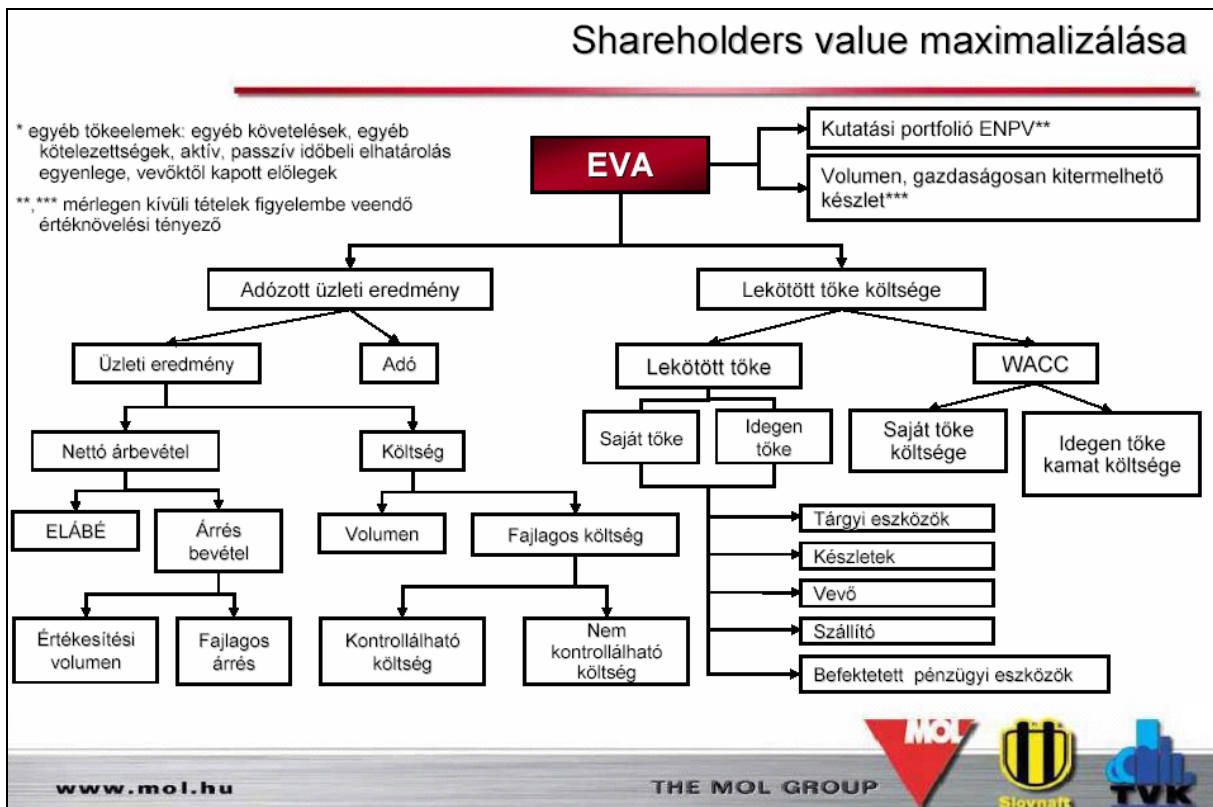
Az EVATM levezetését, és az EVATM-fa struktúráját mutatja az 53-54. ábra.

¹⁰⁵ Aswath Damodaran (New York University Leonard N. Stern Business School professzora) szakértői elmélete alapján.



53. ábra: A hozzáadott gazdasági érték levezetése a MOL Rt.-nél

Forrás: MOL Rt. prezentáció



54. ábra: EVATM-fa a MOL Rt. gyakorlatában

Forrás: MOL Rt. prezentáció

Az EVATM értékének meghatározása során a standardnak tekinthető elemeken kívül két tényezőt vesznek figyelembe specialitásként, mérlegen kívüli tételként, mint üzleti értéket növelő tényezőt:

- Kutatási portfólió ENPV: az egyes kutatási projektek és alprojektek kivitelezéséből várhatóan keletkező (Expected) nettó jelenérték.
- Volumen, gazdaságosan kitermelhető készlet: a vállalat rendelkezésére álló földalatti CH vagyron, amely a jelenlegi technikai színvonalon és az adott kereskedelmi körülmények között gazdaságosan, profitábilisan kitermelhető.

Az EVATM-t csoport és üzlet, vagyis szegmens szinten számolják. (Az EVATM-t már csoport szinten alkalmazták, amikor még megjelent mellette a ROACE is, amelyben viszont a lekötött tőke tömege szerepel, és nem tesz különbséget az üzletek kockázata között. Az EVATM-ban viszont a WACC-al is kalkulál, vagyis eltérően kezeli az egyes üzletek kockázatát.) Időtávját tekintve a MOL Rt.-nél az EVATM-t negyedévente kalkulálják, halmozott időszakra. A tervekben célértékként szerepel az EVATM, üzleti tervben éves, operatív tervben negyedéves bontásban.

Az EVATM kalkulálásánál a számviteli kategóriákból indulnak ki. A lekötött tőke értéke az adott szegmens mérlegéből kerül meghatározásra. Az üzleti területekre külön meghatározható a tárgyi eszközök és a forgótőke (készlet, vevő, szállító) értéke. Az üzleti területek eredményének meghatározását belső teljesítményszámolások segítik – nem önköltségen, hanem piaci áron „értékesítenek” egymás között. Az adózott operatív eredmény meghatározásánál társasági adót vesznek figyelembe, amely az adott országban aktuálisan érvényben van – vagyis eltér a szlovákiai és a magyarországi viszonylatban. Az EVATM kalkulálását jelenleg az alapinformációs rendszerből származó adatok alapján külön táblázatkezelő rendszer alkalmazásával végzik, de a célkitűzés az, hogy 2006-tól mindez automatikusan történjen.

Az EVATM (EVATM változás, tervvel való összevetés) fontos szerepet kap az ösztönzésben is – az üzleti vezető szintig megy le, és a prémium mintegy ötöde függ az EVATM alakulásától. A hosszú távú gondolkodás érdekében a rövid és a hosszú távú ösztönzés kombinációját alakították ki a vállalatnál. Az éves prémium teljesülése esetén 60% kerül az adott évben kifizetésre, és 40% három év múlva részvény formájában, ha az adott vezető még akkor is a MOL Rt.-nél dolgozik. Az értékelés éves szinten történik, de évente időközi várható adatok alapján előrejelzés készül az aktuális állapotról. Kifizetés azonban csak a közgyűlés után történik, amikor az éves jelentést elfogadták a tulajdonosok az abban szereplő számokkal.

M9/3.4. Összegzés

Rendkívüli céltudatosság jellemzi a MOL tevékenységét. Nagy elszántsággal, maximálisan a kitűzött célra fókuszáltnak, szisztematikusan haladva, lépésről-lépésre felszámolva az akadályokat végzik a feladatukat. Ehhez a legkorszerűbb irányítási, kontrolling eszközöket és módszereket alkalmazzák, és ezzel nemcsak Magyarországon, hanem Európában is az élenjárók közé tartoznak.¹⁰⁶

Az alkalmazott módszereket, eszközöket sikerült teljessé, integrált szintűvé tenni, és az ösztönzőrendszerbe történő beillesztésével sikerült azt el is fogadtatni az érintettek körében. (A siker zálogaként az elfogadtatás vonatkozásában a külső tanácsadók bevonását tekintik a MOL Rt.-nél, mivel sokkal könnyebben elfogadnak az emberek valamit, amit külső tanácsadók mondanak, mint amit a cég alkalmazottai.) A Balanced Scorecard rendszer is működőnek tekinthető, viszont felülvizsgálatra szorul – a nem pénzügyi vonatkozást, elsősorban a tanulás nézőpontot kell erősíteni. A hosszú távú célkitűzések között szerepel még az osztály szintre lebontott rendszer továbbfejlesztéseként a személyi szintre való lebontás.

¹⁰⁶ Ezt jól érzékelteti többek között az is, hogy amikor 2000. novemberében volt szerencsém TVK alkalmazottként részt venni az Amerikai Egyesült Államokban egy AspenTech konferencián, ahol a világ vezető olajipari óriásai között a Közép-Európai régiót a MOL képviselte élenjáró olajipari alkalmazójaként a lineáris matematikai programozásnak. (Az AspenTech forgalmazza a PIMS – Process Industry Modeling System - szoftvert, amely a lineáris programozás alkalmazásával támogatja az olajipari cégeket abban, hogy vertikálisan miként allokálják a rendelkezésre álló alapanyagokat úgy, hogy az a maximális kihatalt eredményezze.)

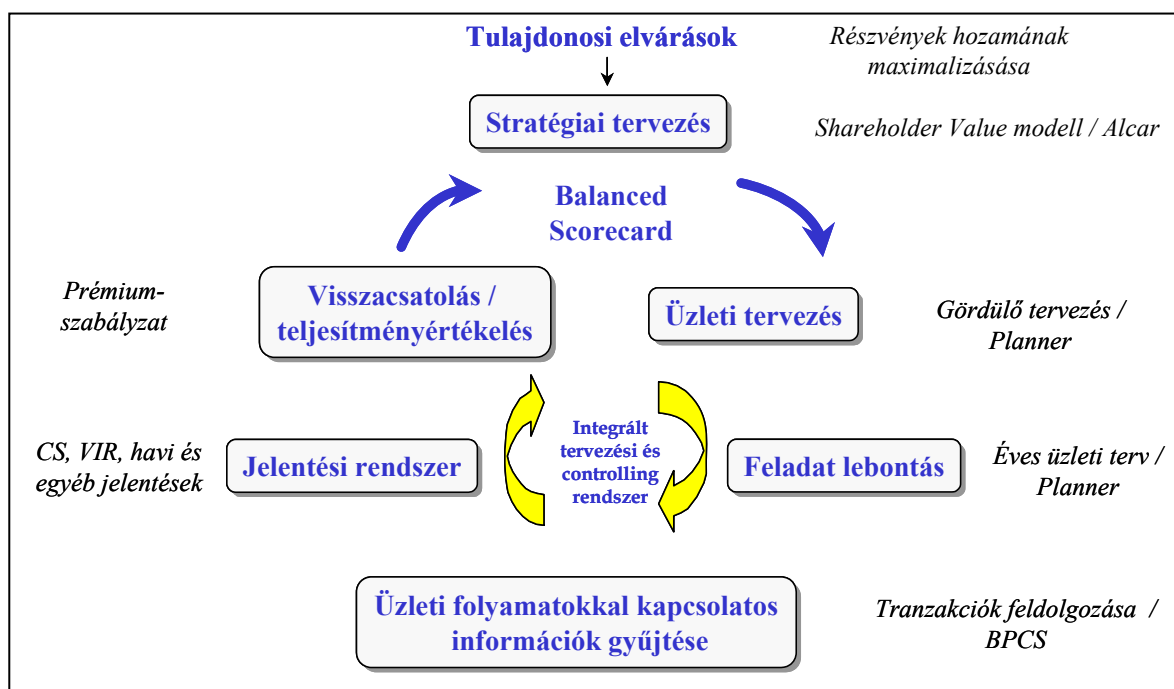
M10: Részletes esettanulmány: A Tiszai Vegyi Kombinát Rt.¹⁰⁷**M10/1. A TVK Rt. bemutatása**

A ma már több mint fél évszázados múltra visszatekintő TVK Rt. egyike Magyarország legnagyobb vállalatainak – a közép-európai petrokkémiai kapacitás 20%-ával rendelkezik. Vertikálisan integrált termelési szerkezetben vegyipari benzinből kiindulva etilént és propilént, majd ezekből polimereket gyárt. A műanyag alapanyagok nemzetközileg elismert gyártója és több mint 40 országra kiterjedő vevőkörrel rendelkező szállítója.

A TVK 1992-től állami tulajdonú részvénytársaságként működött, majd az ÁPV Rt. 1996. nyarán a Társaság részvényeit nyilvános tőkepiaci tranzakcióval értékesítette, amelyek a budapesti és a londoni értéktőzsdén kerültek bevezetésre. Mára a TVK első számú tulajdonosává a MOL Rt. lépett elő, a közvetlen és a közvetett részesedése a társaságban 52,3%-ra tehető. A TVK Rt. alapvető célkitűzésének tekinti versenyképességének erősítését, melynek feltétele a termékek minőségi színvonalának emelése, a termékszerkezet és technológia folyamatos korszerűsítése, új technológiák meghonosítása, a biztonságos alapanyagellátás feltételeinek megteremtése, hatékony információs és döntéstámogató rendszerek, valamint korszerű vállalatirányítási módszerek, eszközök alkalmazása.

M10/2. Irányítási, kontrolling rendszer a TVK Rt.-nél

A TVK Rt. vezetésénél használatos eszközök egy része a '90-es évek elején került be a vállalati gyakorlatba – ekkor kezdtek megjelenni Magyarországon a nyugat-európai vállalatirányítási, vezetési eszközök. A Társaság vezetői és alkalmazottai bátran vállalkoztak a legújabb módszerek, technikák és eszközök vállalati gyakorlatban történő átültetésére. Az irányítási, kontrolling rendszer a TVK-Rt.-nél egy jól megtervezett és mindent átfogó körfolyamattal írható le, amit az 55. ábra szemléltet.



55. ábra: Kontrolling körfolyamat a TVK Rt.-nél

Forrás: TVK Rt. prezentáció

¹⁰⁷ Az esettanulmány gondolatmenete Fónagy-Árva - Zéman (2000) és Fónagy-Árva – Ilyés (2001) publikációkra épül, azok továbbfejlesztett változata.

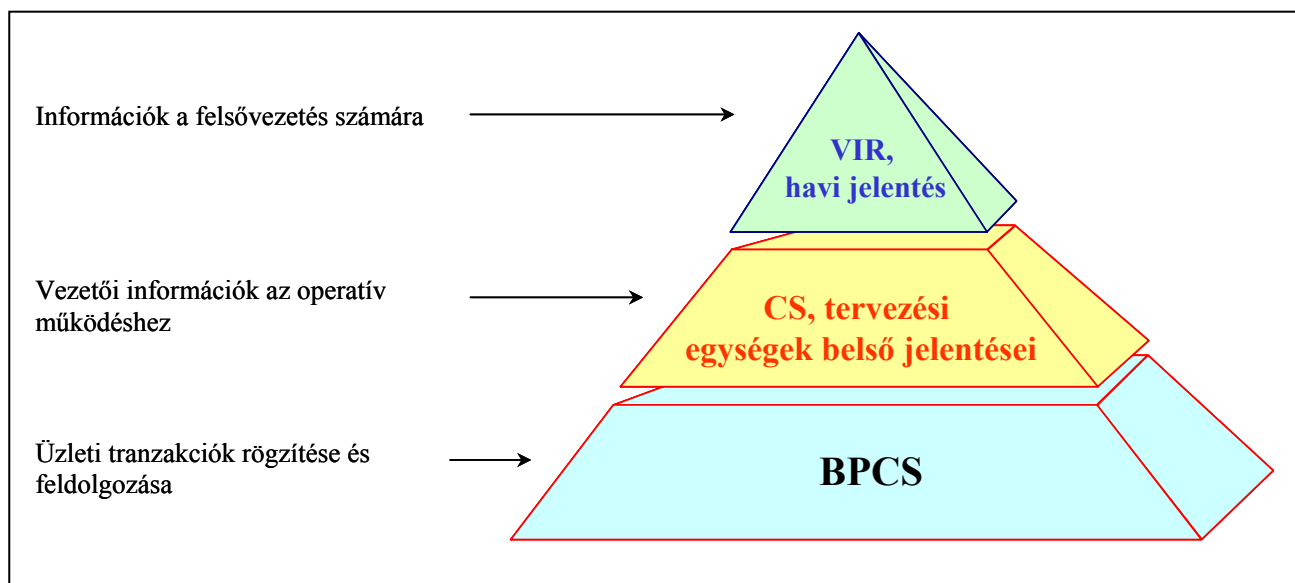
A folyamat kiindulópontját a tulajdonosi elvárások jelentik, ők a vállalat részvényeinek hozamát szeretnék maximalizálni. Az igazgatóság a stratégiai irányvonalat ennek az elvárásnak a tudatában alakítja ki, a felsővezetés pedig aktívan közreműködik a stratégia kialakításában. A TVK Rt. üzleti értékét befolyásoló programok számszerűsítéséhez, elemzéséhez a Shareholder Value módszertan került bevezetésre az amerikai ALCAR for Windows szoftver támogatása mellett.

Az értékorientált vállalatirányítás szemléletének részeként megjelenik a szervezetben a Balanced Scorecard, amely bevezetésének célja a stratégia és a mindennapi cselekvés között kapcsolatot teremtő, a stratégia munkatársak felé történő kommunikálását segítő, az üzletágak között kapcsolatot teremtő irányítási, tervezési és beszámolási rendszer kialakítása volt.

Az integrált tervezési és controlling rendszerben tervezési oldalról a stratégiai tervezés mellett az üzleti tervezés és a részletes éves tervezés szerepel, melyeket a finn InfoManager Planner szoftver támogat.

Az üzleti folyamatokkal kapcsolatos információk gyűjtése, rögzítése az amerikai Business Planning and Controlling System (BPCS) alapinformációs rendszerben valósul meg, amely a német Controlling Software (CS) jelentési rendszerben generált gazdálkodási, pénzügyi jelentések, tervtény elemzések, fedezetelemzések, stb. tényadatait biztosítja. A jelentési rendszer csúcán a finn InfoManager Adviser szoftverrel támogatott vezetői információs rendszer áll, amely elsősorban a felsővezetők számára biztosít információforrást.

A jelentési rendszer elemeit az 56. ábra mutatja.



56. ábra: A jelentési rendszer elemei a TVK Rt.-nél

Forrás: TVK Rt. prezentáció

A vállalat jelentési rendszerében megjelenő információk visszacsatolást kerülnek a teljesítményértékelésben és az ehhez kapcsolódó ösztönzési rendszerben.

M10/3. Stratégiai változatok értékelése a TVK Rt.-nél

M10/3.1. A Shareholder Value módszertan bevezetése

1996 nyarán a tulajdonos államot képviselő ÁPV Rt. a TVK Rt. részvényeinek döntő többségét magyar és nemzetközi kibocsátással értékesítette, és ezt követően a tulajdonosok részéről a vállalattal szemben alapvető elvárásként jelent meg a részvénytulajdonosi érték maximalizálására való törekvés. Ezen elvárásnak való megfelelés érdekében 1997-ben döntés született a menedzsment részéről,

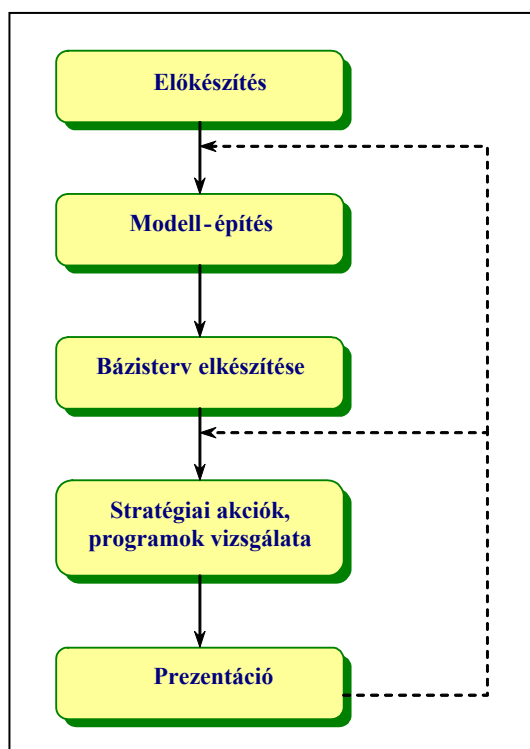
hogy a stratégia számszerűsítésének támogatására az Alfred Rappaport által leírt Shareholder Value módszertan kerül bevezetésre. A bevezetés támogatására egy tanácsadó cég igénybevételére, a számítások megkönnyítésére pedig egy amerikai szoftver (ALCAR for Windows) megvásárlására is sor került. Az ALCAR for Windows az Alfred Rappaport és Carl Noble nevével fémjelzett ALCAR Group által fejlesztett, vállalatértékelésre, hosszú távú tervek számszerűsítésére, akvizíciók értékelésére alkalmas, logikus felépítésű, felhasználóbarát pénzügyi tervező - elemző szoftver.¹⁰⁸

A tanulói időszak, a kezdeti nehézségek – melyhez az is hozzájárult, hogy a tanácsadó cég is akkor ismerkedett a módszer gyakorlati alkalmazásaival – után 1998 őszétől vált tényleges, hatékony munkavégzés tárgyává a részvénytulajdonosi-érték mérés, elemzés, és eszközévé az ALCAR szoftver.

Az Igazgatóság által előirányzott stratégiai célok alapján meghatározásra került a stratégia, melynek kialakításában a felsővezetés aktívan közreműködött. A stratégiai változatok, a TVK Rt. részvénytulajdonosi értékét befolyásoló alternatívák, programok kidolgozása team-munka keretein belül történt, amely team-be a Controllingon kívül több szervezeti egység is delegált tagokat (Stratégia- és Üzletfejlesztés; Petrolkémiai Marketing és Fejlesztés; Beruházás; Pénzügy), a munkafolyamatok teljes körű szervező, koordináló és tényleges számításokat végző tevékenységeinek elvégzése pedig a Controlling Iroda Stratégiai Controlling Csoportjához került delegálásra.

M10/3.2. A stratégiai változatok értékelésének folyamata a TVK Rt.-nél

A vállalatértékelés folyamata alapvetően öt nagy részre bontható (57. ábra).



57. ábra: A vállalatértékelés folyamata a TVK Rt.-nél

Forrás: Fónagy-Árva – Zéman (2000)

¹⁰⁸ 2003. áprilisában a Business Performance Management vezető szoftverfejlesztő és forgalmazó vállalat, a Hyperion felvásárolta az Alcar csoportot, és az ALCAR szoftvert Hyperion Strategic Finance néven forgalmazza tovább.

M10/3.2.1. Előkészítés

Az előkészítés folyamán zajlott a *feltételrendszer*, a *premisszák*, azaz a különböző külső tényezőkre és adottságokra vonatkozó feltételezések, elvárások *rögzítése*. Mindez egy iterációs folyamatot indított be, a premisszák folyamatos összevetésre kerültek a stratégiai célokkal annak érdekében, hogy azok megfelelő realitástartalommal bírjanak.

A feltételrendszer adattartalmával kapcsolatban a TVK Rt. esetében általánosságban elmondható, hogy azok neves kutatóintézetek, iparági szakértők előrejelzésein, technológiai szakértők garantált adatain, közép és hosszú távú szerződések adatain, piaci szakértők tapasztalatain alapultak.

A feltételrendszer részét képezték többek között az inflációs várakozások, az előrejelzett árfolyam-adatok, fajlagos anyag- és energiafelhasználás adatok, prognosztizált alap- és adalékanyag-árak, energiahordozók árai, termékértékesítési árak, az egyes piaci régiókban értékesíteni tervezett mennyiségek trendjei, egyes költségadatok előrejelzésének módjai, egyes mérlegtételek forgási napjai, betéti- és hitelkamatlábak, adózási feltételek, a vállalat osztalékfizetési politikája, az előrejelzési időhorizont, a súlyozott átlagos tőkeköltség és a maradványérték számítási módjának meghatározása.

Előrejelzési időhorizont meghatározása

Alapelvként elfogadott, hogy a részletes előrejelzési időszaknak olyan hosszúnak kell lennie, hogy a periódus végére a vállalat helyzete, a szabad cash flow értéke egy stabil szintet érjen el – így egyszerű matematikai modellel jól közelíthető. Ciklikus iparágakban – mint a petrokémia – általános ipari gyakorlat, hogy a tervezési időhorizont legalább egy ciklust fog át. A TVK Rt. fő termékeire, illetve alapanyagaira vonatkozó 20 év tény és a következő 15 év előrejelzett vegyipari árai alapján arra a következtetésre juthatunk, hogy ezek a ciklusok tipikusan 5-7 év hosszúak, ezért a célszerűnek tűnő időhorizont – teret engedve az előrejelzés bizonytalanságainak is – 10 év.

Maradványérték számítási módjának meghatározása

A maradványérték a TVK Rt. számításaiban az utolsó hat év (2007-2012) utolsó évi áron számított EBITDA átlagának 4,5-szerese. (Ez a legelfogadottabb, de emellett a 3-as és 6-os szorzó is szerepel az érzékenységvizsgálatokban.) Ez a számítási formula a Chem Systems vegyipari szakértő cég (IBM leányvállalat) iparági átlagadatai alapján került meghatározásra.

Ezen módszer alkalmazása előtt az ismert maradványérték-számítási módszerek közül az örökjáradék-módszer került kiválasztásra (az utolsó hat év utolsó évi áron számított működési cash flow átlagát szerepeltetve a számlálóban), mivel a TVK Rt. egy stabil, az életciklus modell szerint az érettség fázisában lévő vállalkozás, így a vizsgált intervallum után kiegyenlített cash flow-t tételezhetünk fel.

Súlyozott átlagos tőkeköltség számítása

A súlyozott átlagos tőkeköltség számításához szükséges tőkeszerkezet meghatározása során a TVK Rt. esetében saját tőke értékeként a tőzsdei kapitalizáció, míg az idegen tőke piaci értékeként a hosszú lejáratú adósságok készpénzzel, illetve készpénz egyenértékeseikkel csökkentett értéke került alkalmazásra.

Az *idegen tőke költségének* meghatározása során gyakorlatilag azt kell vizsgálni, hogy a vállalkozás milyen kondíciókkal kapna hitelt – tipikusan a „prime rate” kamatlábakat szokták alkalmazni a kalkulációkban. A TVK Rt. a LIBOR-t tekintette irányadónak, meghatározott bázispontnyi korrekció figyelembevételével.

A saját tőke költségének meghatározására a tőkepiaci árfolyamok modellje került alkalmazásra a TVK Rt.-nél. A CAPM alaptétele, hogy a saját tőke alternatív költsége a kockázatmentes befektetés hozamának és a vállalat szisztematikus kockázati tényezőjével megszorított kockázati prémiumnak az összegével egyenlő.

A gyakorlatban bevált módszer, hogy a kockázatmentes hozamnak az állampapírok, kincstárjegyek, közép és hosszú lejáratú államkötvények hozamát tekintjük, az előrejelzési időtartam hosszának megfelelően. A TVK Rt. esetében a hosszú lejáratú amerikai államkötvények hozama szerepelt a kalkulációkban.

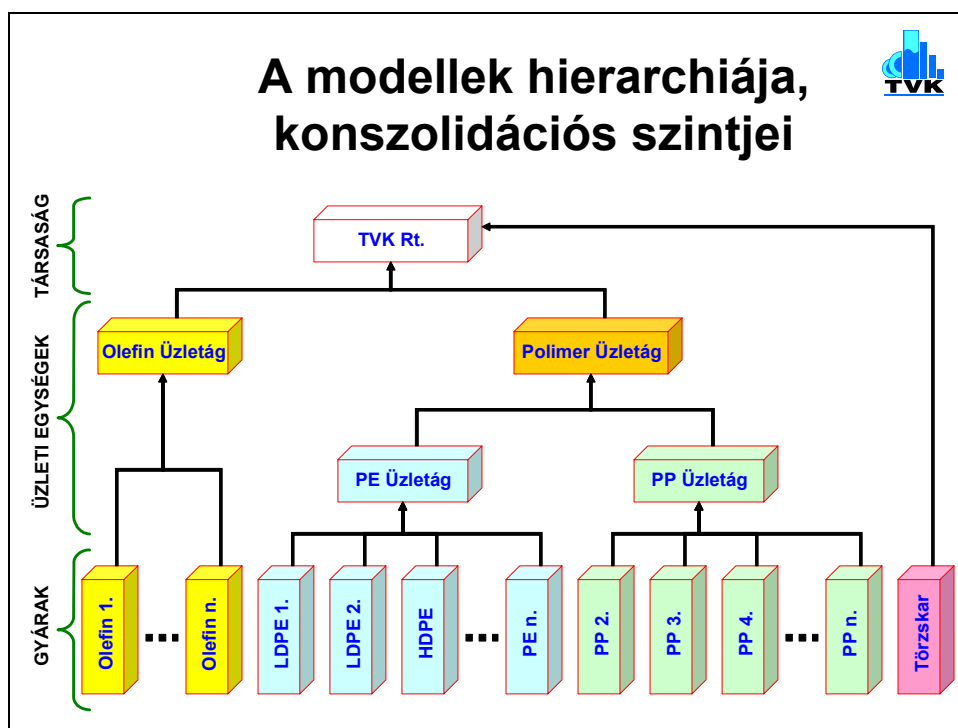
A kockázati prémium a piaci portfólió hozamának és a kockázatmentes hozam közötti különbségnek felel meg, melynek alapját elsősorban a pénzügyi elemző cégek által készített prognózisok képezik.

A kockázati tényező általában egy regresszióanalízis eredménye, vagy valamilyen publikált béta érték. A TVK Rt.-nél a DJIA és a TVK részvény közötti korreláció került figyelembe vételre a β értékében.

M10/3.2.2. Modell-építés

Ebben a szakaszban zajlott a modellek ALCAR szoftverben történő felépítése stratégiai üzleti egységek (Strategic Business Unit), ezen belül pedig gyárak szintjén, melyek konszolidációjával állítható elő a Társaság egészének értékelése. A meglévő üzleti egységek, gyárak modelljeinek felépítése egyszeri feladatot jelentett, utána már csak szerkezeti karbantartást igényelt. (Új modellek felépítésének feladata általában az újonnan felmerülő akvizíciós lehetőségek értékelésének igénye esetén merült fel.)

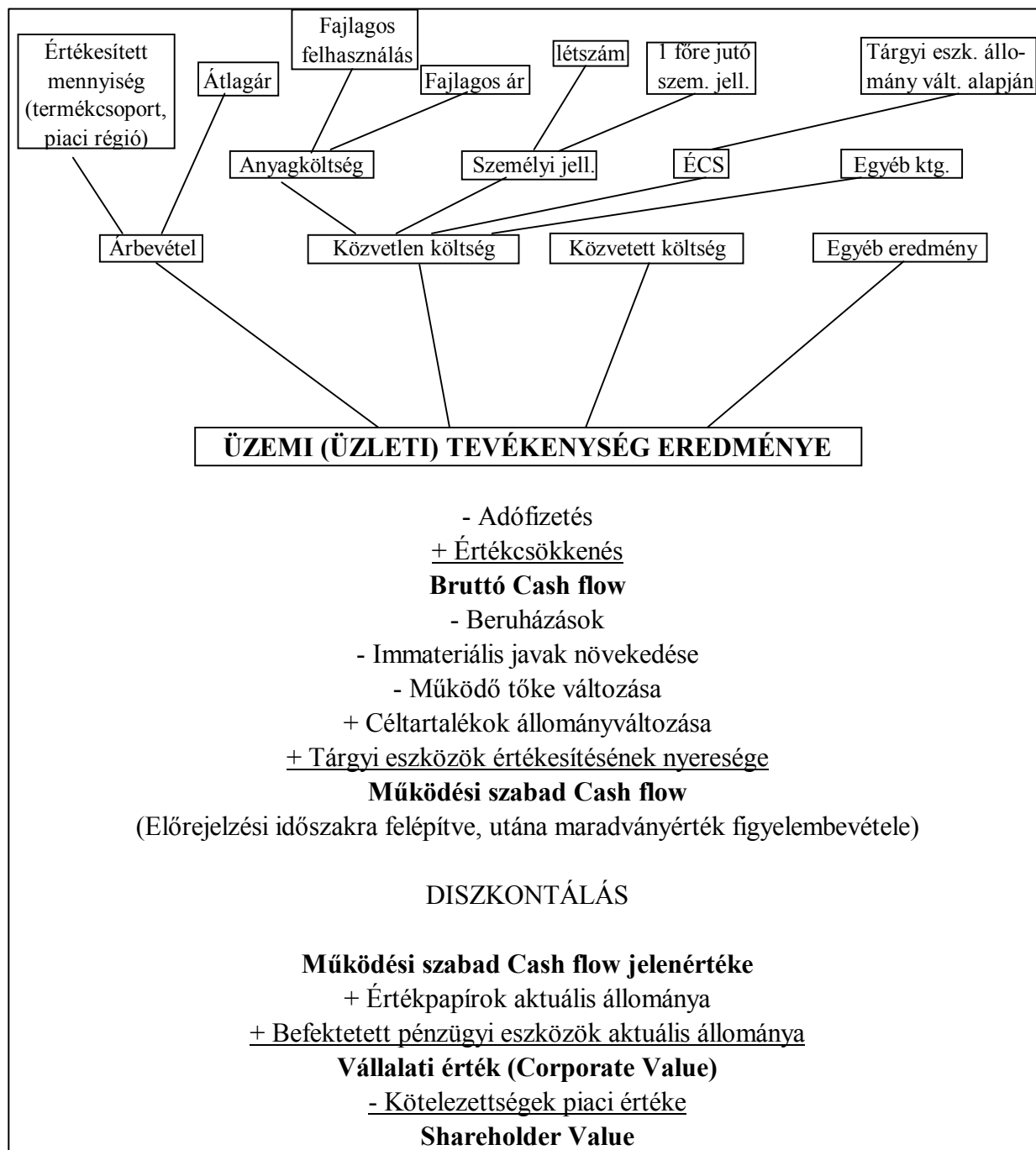
A TVK Rt.-nél felépített modellek hierarchiáját mutatja az 58. ábra.



58. ábra: A TVK Rt.-nél alkalmazott modellek hierarchiája, konszolidációs szintjei

Forrás: Fónagy-Árva – Ilyés (2001)

A TVK Rt. egyes modelljeiben a részvénytulajdonosi érték meghatározásának módja azonos, ennek sémáját az 59. ábra szemlélteti.



59. ábra: A részvénytulajdonosi érték számításának sémája a TVK Rt. gyakorlatában

Forrás: TVK Rt. prezentáció

M10/3.2.3. Bázisterv elkészítése

A modell-építési fázissal részben párhuzamosan zajló, részben utána következő feladat, amely a modellek alapadataival való feltöltésén alapul. A hosszú távú tervek bázisadatait az éves terv adatai képezik (amely egyébként a hosszú távú tervben kalkulált sarokszámok figyelembevételével került elkészítésre), nem pedig az esetlegesen szélsőséges értékeket tükröző tényadatok.

Ebben a fázisban készült el az úgynevezett *alapeset változat*, amely a Társaság azon jövőbeli adatait tartalmazza, melyek a jelenben meglévő potenciálok szintentartása mellett, de azok növelése nélkül valósulhat meg. Ez a változat képezte a különböző értékbefolyásoló akciók figyelembevételével végzett számítások „ellenpárját”, az összehasonlítás alapját.

M10/3.2.4. Stratégiai akciók, programok vizsgálata

Ebben a fázisban történt a különböző stratégiai akciók, beruházási alternatívák, akvizíciós lehetőségek értékbefolyásoló hatásainak vizsgálata, vagyis annak meghatározása, hogy melyik stratégiai üzleti egység, ezen belül melyik gyár, melyik beruházás, melyik akvizíció milyen mértékben növeli, vagy éppen csökkenti a Társaság részvénytulajdonosi értékét. Az egyes beruházási alternatívák összehasonlítása a beruházással bővített változat és az alapeset változat különbsége alapján számított mutatók alapján történt, elsősorban *inkrementális belső megtérülési kamatláb* (Incremental Internal Rate of Return), *inkrementális nettó jelenérték* (Incremental Net Present Value), *inkrementális maradványérték* (Incremental Terminal Value) és *inkrementális EBITDA* összevetésével.

Ezzel egyidejűleg *érzékenységvizsgálatok* végzésével meghatározásra kerültek, hogy az egyes stratégiai alternatívák mennyire érzékenyek a különböző külső gazdasági körülmények változásainak hatásaira, melyek a domináns és a kritikus értékbefolyásoló tényezők (value driver-ek), melyek azok az értékbefolyásoló tényezők, amelyek változásaira az üzleti egységek Shareholder Value-ja különösen érzékenyen reagál. Ugyancsak cél volt azon területek feltárása, melyeknél már kis számítási hiba, vagy nem pontos terv, előrejelzés is jelentős kihatással van az értékelt objektum SHV értékére.

M10/3.2.5. Eredmények prezentálása

Az eredmények prezentálása két szakaszra bontható, egyrészt a felsővezetők felé történő prezentáció, másrészt pedig a tulajdonosok, illetve a tulajdonosok képviselői felé történő prezentáció. Az első célja a menedzsment módosító javaslatainak, többlet igényeinek figyelembevétele, a felsővezetés általi jóváhagyás, a támogatás elérése, a tulajdonosok felé történő prezentáció célja pedig a menedzsment és az azt támogató szakmai apparátus elképzeléseinek, terveinek, részletesen kidolgozott számításokkal alátámasztott döntési javaslatának megismertetése, majd jóváhagyatása volt.

A vállalatértékelés folyamatábráján (56. ábra) látható több visszacsatolási lehetőség alapján megállapítható, hogy nem egy egyirányú folyamatról van szó. A prezentációk, illetve az azt követő megbeszélés értelmében a stratégiai akciók újbóli átértékelésére, pontosítások elvégzésére, újabb beruházási változatok, esetenként újabb akvizíciós lehetőségek feltérképezésére kerülhet sor. Ez gyakorlatilag egy folyamatos cirkulációt idéz elő, mivel a tulajdonosok, a tulajdonosok képviselői által már jóváhagyott döntési javaslatok után is szükség van új, tulajdonosi értéket növelő lehetőségek keresésére, számszerűsítésére, illetve a jóváhagyott döntések alapján megvalósuló beruházások megvalósításának nyomonkövetésére.

M10/3.3. Összegzés

A különböző stratégiai változatok értékelése kapcsán a TVK Rt. az Alfred Rappaport által leírt Shareholder Value módszertan alkalmazására fókuszált, mely tevékenységével a cég élenjáró volt az országban. A Shareholder Value módszertanának gyakorlatra történő adaptálását magas színvonalon végezték el, az adattartalom, az előrejelzések lehető legpontosabb kivitelezése érdekében kapcsolatot tartva a világ vezető szakértő-, elemző-, vállalatértékelő cégeivel, az értékelés gyakorlati kivitelezésében jól hasznosítva a számítástechnika, informatika adta lehetőségeket, előnyöket. A stratégiai változatok számszerűsítése kapcsán a TVK Rt. alkalmazottjaként mindennek magam is részese lehettem.¹⁰⁹

¹⁰⁹ A TVK Rt. úttörő szerepét jól példázza, hogy 2000-ben igyekeztünk benchmark partnert találni, olyan céget keresni valahol Európában, akitől tanulni lehet, mind a módszertan, mind pedig a TVK-nál alkalmazott támogató szoftver vonatkozásában. Egy tanácsadó cég bevonását követően a keresés eredményeképpen 2000 tavaszán kilátogattunk Münchenbe a BMW-hez. Fény derült azonban arra, hogy ők még nem tartanak ott a módszertan és a támogató szoftver alkalmazásában, és még nem értek el olyan átfogó alkalmazási szintet, mint ahogy az akkor a TVK-nál már működött.

A módszer alkalmazását követően, mintegy 3 éves előkészítő munka után a Társaság Igazgatósága 2002. március 26-án jóváhagyta a közel 110 milliárd forint értékű stratégiai beruházási programcsomagot. A hitelkérelmek auditálását követően a TVK Rt.-nél a Petrolkémiai Fejlesztési Projekt keretében – amely kivitelezése világviszonylatban is rekordidő alatt történt – 2005-ig három jelentős termelőkapacitás-bővítés valósult meg. Az etiléntermelő kapacitás egy új olefingyár létesítésével közel 70%-al bővült, a nagysűrűségű polietilén kapacitás megduplázódott, a polipropilén kapacitás pedig 30%-al nőtt. A stratégiai beruházás utolsó eleme, az Olefingyár építése 2004. decemberében fejeződött be és kezdte meg kereskedelmi célú működését. A projekt finanszírozására a társaság 150 millió euró Hermes hitelt vett fel 10 éves futamidőre, valamint egy 130 millió euró szindikált hitelt 5 éves futamidőre. A fennmaradó 150 millió euró összeget saját forrásból fedezte a TVK. Méretét és hatását tekintve a fejlesztés jelentősége a Tiszai Vegyi Kombinát alapításához hasonlítható, így nem csupán a társaság életében, hanem a hazai ipartörténelemben is mérföldkőnek tekinthető. A beruházás eredményeképpen a Társaság elérte azt a méretgazdaságosságot, amelynek birtokában megőrizheti vezető pozícióját a közép-európai régióban, és erősítheti piaci jelenlétét az Európai Unióban.

M11: Részletes esettanulmány: A Wallis Csoport

M11/1. A Wallis Csoport bemutatása

A Wallis csoport a magyar gazdaság jelentős szereplője. A 14 éve működő, magyar magántulajdonban lévő cégcsoport összesített árbevétele 2003-ban közel 70 milliárd forint, munkatársainak száma 2300 fő, a konszolidált saját tőkéje pedig 12,9 milliárd forint volt.

Az első Wallis vállalat, a Wallis Holding Kft. 1990-ben alakult, majd ezt követte több kereskedelmi és befektetési cég megalapítása. A jelenlegi struktúra alapját jelentő holdingok szervezése 1994-ben kezdődött a Wallis Befektetési, Gazdasági és Vagyonkezelő Rt. létrejöttével.

A cégcsoport jelenleg több ágazatban is vezető piaci szereplő, így az ingatlanfejlesztés és a kapcsolódó szolgáltatások (Wallis Ingatlan csoport), a gépjármű kereskedelem és a kapcsolódó szolgáltatások (Wallis Auto Holding) és a lakásbelsőgyártás (Graboplast) területén. A cégcsoportnak vannak érdekeltségei a reklám és kommunikációs piacon (Café csoport) és a pénzügyi tanácsadói piacon (Hungaroholding csoport). Jelenleg mintegy 70 cég tartozik a csoporthoz. Az Ingatlan csoporthoz, valamint az Autó Holdinghoz is 15-20 cég tartozik, melyek mind stratégiai vállalatok.

A Wallis Rt. olyan cégekbe fektet be, amelyek iparágukban az átlag fölött teljesítenek, és alkalmassak a piacvezető pozíció elérésére. A Wallis egyik legfőbb értéke a menedzsment szaktudása, amelyet az aktív tulajdonlasi filozófiájára alapozva kamatoztat cégeiben. Ezért jött létre 2001-ben a Wallis Partnerek Tanácsa, amelynek a cégalapítókön és a vezérigazgatókn kívül 11 meghatározó vezető is tagja. Ez a 15 fős tulajdonosi testület jelöli ki a Wallis stratégiai irányvonalát, ami lényegében megkülönbözteti a Wallis csoportot a többi befektetési cégtől. A cégcsoport az elmúlt években bebizonyította, hogy egyenrangú partnere, vagy esetenként valódi alternatívája lehet a multinacionális vállalatoknak Magyarországon.

M11/2. Irányítási, kontrolling rendszer a Wallis Csoportnál

2000-ben elindult egy projekt a kontrolling fejlesztésére, az irányítási rendszer megújítására az IFUA Horváth & Partner tanácsadó cég bevonásával.

A projekt indulásakor a Wallis Csoportot a következő számok jellemezték:

- 105 milliárd forintot meghaladó árbevétel
- 7500 fő fölötti dolgozói létszám
- 20 milliárd forintot meghaladó saját tőke
- 3 milliárd forint fölötti kamat és adófizetés előtti eredmény
- 9 fő tevékenységi kör 110 jogi egységben

Ez az úgynevezett „IFUA projekt” három szakaszra tagolódott:

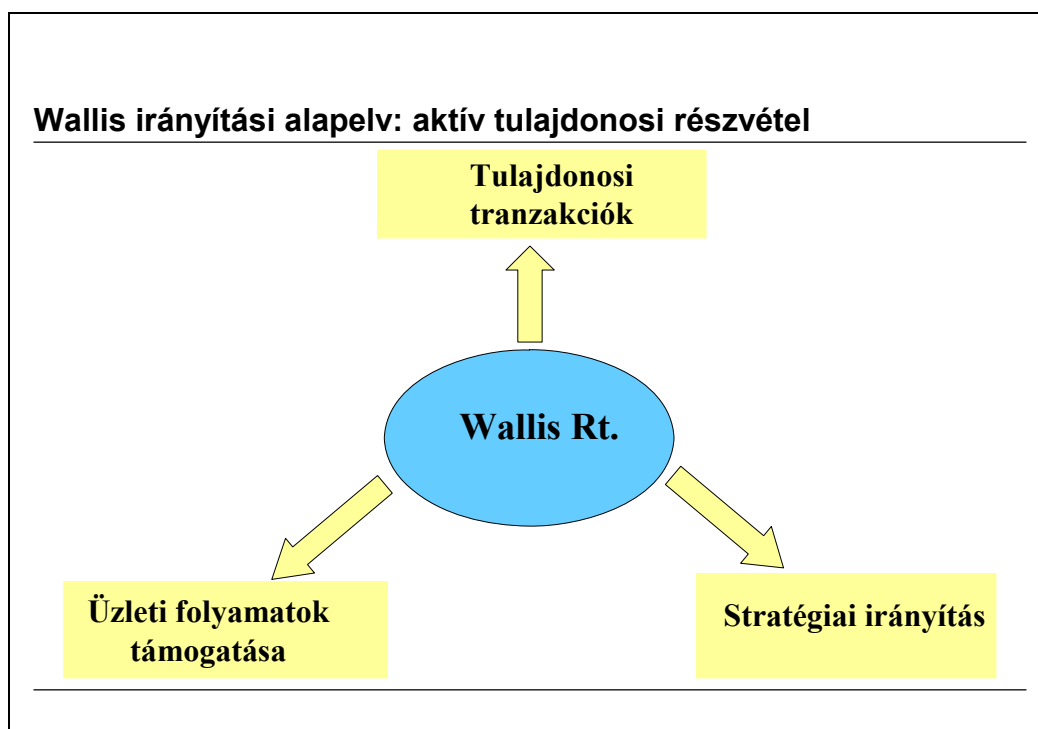
- I. szakasz: az irányítási elvek rögzítése, üzleti egységek besorolása.
- II. szakasz: az irányítási egységek üzleti modelljének és kritikus teljesítmény-mutatóinak meghatározása.
- III. szakasz: tervezési és beszámoltatási rendszer kialakítása.

Az I. szakaszban rögzítésre kerültek a Wallis Rt. irányítási elvei, melyek a következők:

- A Wallis csoport az általa megvásárolt vállalatokban aktív irányításra törekszik.
 - Az aktív irányítást a meghatározó tulajdoni hányad, illetve szerződésben rögzített jogosítványok biztosíthatják.
 - A pénzügyi szférába történő befektetések csak átmeneti jellegűek, a likviditás és biztonság elvárásai elsőbbséget élveznek a hozam-elvárásokkal szemben.
- A vállalatcsoport a menedzserek szellemi tőkéjét kiemelt erőforrásként kezeli.
 - A humán feladatok ellátása kiemelt jelentőségű (kiválasztás, képzés, teljesítményértékelési - érdekeltségi rendszer).

- Az ösztönzési rendszer a vállalatcsoport hosszú távú érdekeit kívánja érvényesíteni.
- A vállalatcsoport sikereit jelentősen előmozdító személyeket a vállalatcsoport kiemelten díjazza, és számukra hosszú távon tulajdonosi részesedés megszerzésének lehetőségét is biztosítja.
- A vállalatcsoport holdingja a csoporthoz tartozó vállalatokat management pool-já segítségével irányítja.
 - A rendelkezésre álló menedzserek száma (a management pool nagysága) az aktív irányítás szűk keresztmetszetét jelenti.
- A Wallis Rt. folyamatosan keresi a vállalatcsoporton belüli szinergiákat és azok kiaknázási lehetőségeit.
- A fejlődés tanulságait közös működési elvekké, szabályokká, kultúrává alakítja és érvényre juttatja.

A Wallis irányítási alapelveinek, az *aktív tulajdonosi közreműködésnek* (60. ábra) része a tulajdonosi tranzakciók kezelése. A Wallis Csoport alapvető célja a *tulajdonosi érték növelése*, emiatt állandóan új vállalatfelvásárlási lehetőségeket keres, és megfelelő ajánlat esetén bármely egységét értékesíti. Ugyanakkor ügyel a megfelelő mértékű tartalékképzésre – a portfólió rögzített hányadát likvid, alacsony kockázatú eszközökben tartja.



60. ábra: A Wallis Csoport irányítási alapelve

Forrás: Wallis Rt. prezentáció

A Wallis Rt. aktívan részt vesz a *stratégiai irányításban*, úgymint:

- tervezés,
- controlling (pénzügy-üzleti, jogi, HR),
- igazgatóságok működtetése,
- vezetői érdekeltségi rendszerek,
- stratégiai üzleti projektek kontrollja,
- pénzügyi irányítás (Cash pool, Treasury), és
- direkt irányítás.

A stratégiai irányítás mellett a Wallis Rt. nagy hangsúlyt fordít az *üzleti folyamatok támogatására*, amely a következőkből áll:

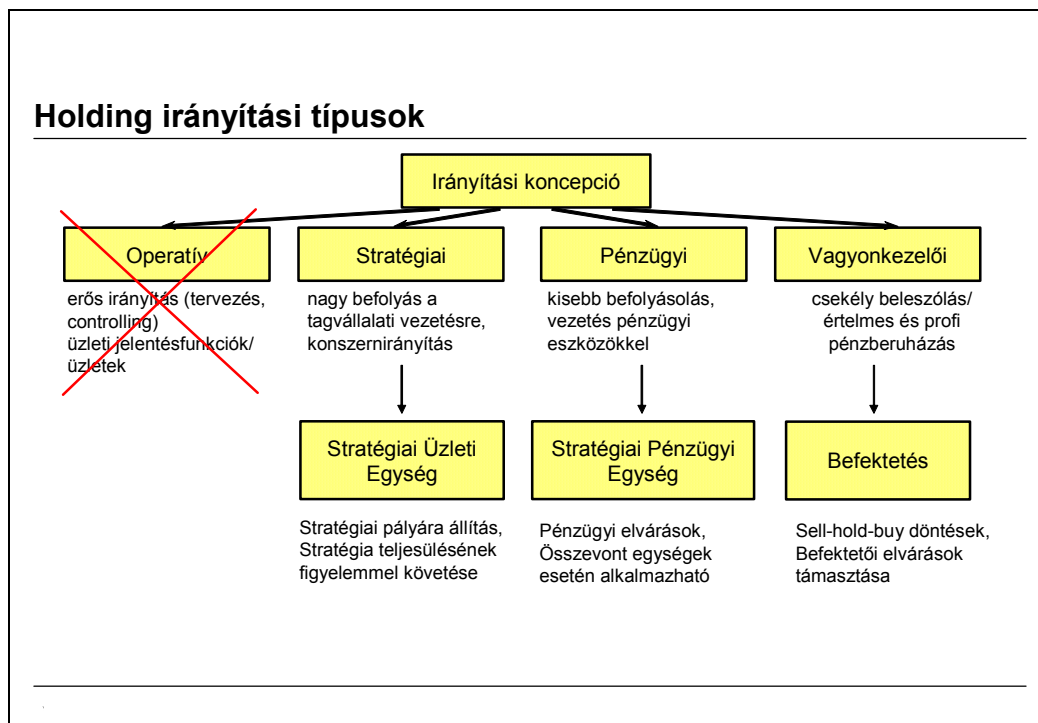
- pénzügyi szinergiák kihasználása,
- közös működési szabályok kialakítása, fejlesztése,
- treasury tanácsadás,
 - fedezeti ügyletek,
 - finanszírozás,
 - kockázatkezelés,
- jogi támogatás – cégek jelentős akcióinak támogatása,
- üzletszerzés, üzletfejlesztés,
- méretgazdaságossági előnyök érvényesítése (például a beszerzésben), és a
- kapcsolati tőke menedzsment.

Az „IFUA projekt” során megfogalmazták a holding irányítási rendszer továbbfejlesztésének alapelveit:

- Értéknövelő szemlélet kialakítása, elterjesztése – középpontban a hosszú távú szabad cash flow növelése áll.
- Összpontosítás a stratégiai cégekre – megfigyelt egységek számának csökkentése.
- Kétszintű irányítási rendszer – alholdingok, stratégiai szakmai egységek.
- Differenciálás a holdingok, stratégiai üzleti egységek között (érettség, tevékenység jellege, tulajdonosi szerep, mobilizálhatóság, stb. alapján).
- Új elméleti modellek, módszertanok elsajátítása, benchmarking végzése.
- Vezetői információs mutatószámrendszer kialakítása.

Az „IFUA projekt” I. szakaszában zajlott az irányítási elvek rögzítése mellett az üzleti egységek különböző kategóriákba történő besorolása.

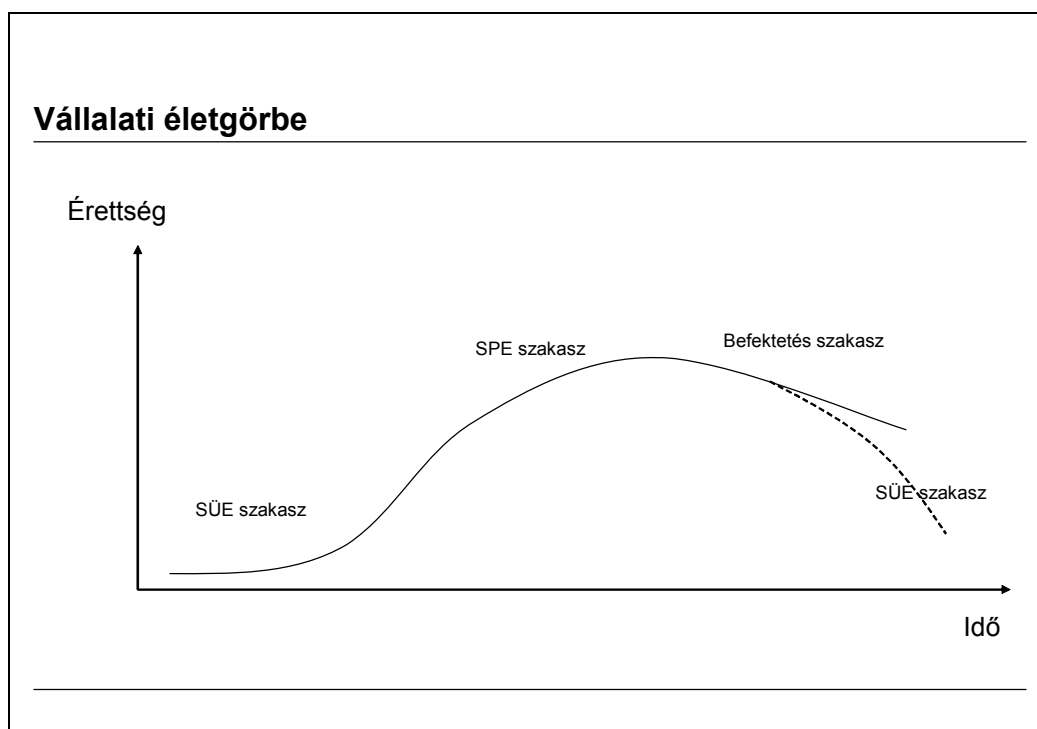
Mivel a 110 cégtől eltérő mélységben és mennyiségben szükséges információkat kérni, ezért három kategóriát alakítottak ki az üzleti egységek besorolására: *Stratégiai Üzleti Egységek* (SÜE), *Stratégiai Pénzügyi Egységek* (SPE) és pénzügyi *Befektetési Egységek* csoportját (61. ábra).



61. ábra: A Wallis Csoport üzleti egységeinek csoportosítása az irányítási koncepciók alapján

Forrás: Wallis Rt. prezentáció

A három kategória kialakítása után besorolták a cégeket valamelyik kategóriába. A cég nagyságától, az érettségtől, a kockázattól, és a jelenlegi helyzettől függ, hogy melyik cég melyik csoportba került (62. ábra).



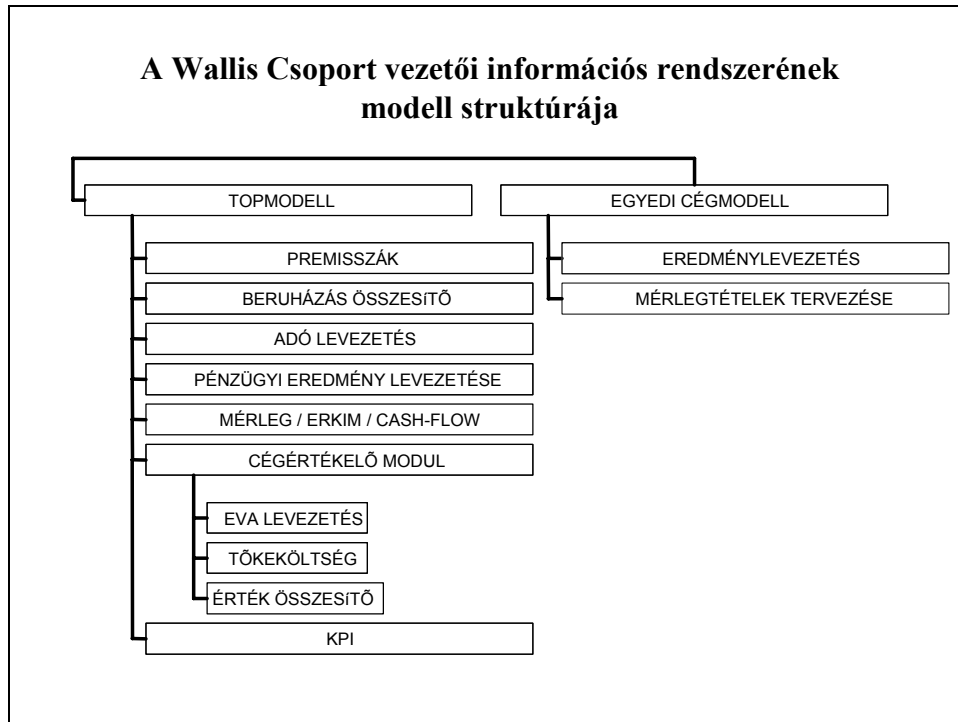
62. ábra: A Wallis Csoport érdekeltségeinek vállalati életgörbéje

Forrás: Wallis Rt. prezentáció

A kontrolling fejlesztésére, az irányítási rendszer megújításra indított projekt II. szakaszában zajlott az irányítási egységek üzleti modelljének és kritikus teljesítménymutatóinak meghatározása. A szakasz célja minden stratégiai üzleti egységre olyan *értékmodell kialakítása*, amely a vezetést támogatja egyrészt a csoporton belüli értékteremtő és értékromboló tényezők, területek, cégek azonosításában, másrészt az egyes cégek jövőbeli teljesítményét alapvetően meghatározó kritikus teljesítménymutatók azonosításában. A folyamat célja az értékelési modellek átalakítása, amelynek eredményeként módszertanilag egységes, az egységek üzleti logikáját leképező, az egységek irányításának kulcselemeit tartalmazó, üzleti tervezésre és értékelésre egyaránt alkalmas és az egységek vezetői által ismert és elfogadott modellek alakíthatók ki. Az értékmodelleknek tartalmazniuk kell az üzleti értékelésre és tervezésre egyaránt alkalmas pénzügyi modelleket és a stratégiai előrelátást segítő kritikus teljesítménymutató rendszert.

A projekt II. szakaszában menedzsment interjúkat készítettek, érzékenységvizsgálatokat végeztek, és kulcsteljesítmény-mutatókat határoztak meg. A szakasz legfontosabb eredményei a kiválasztott egységekre vonatkozó dokumentált és informatikailag leképezett pénzügyi modellek, valamint a kritikus teljesítménymutatók dokumentált rendszere, a meghatározott célértékek és mérési folyamatok, illetve az ezekkel az adatokkal feltöltött szoftver.

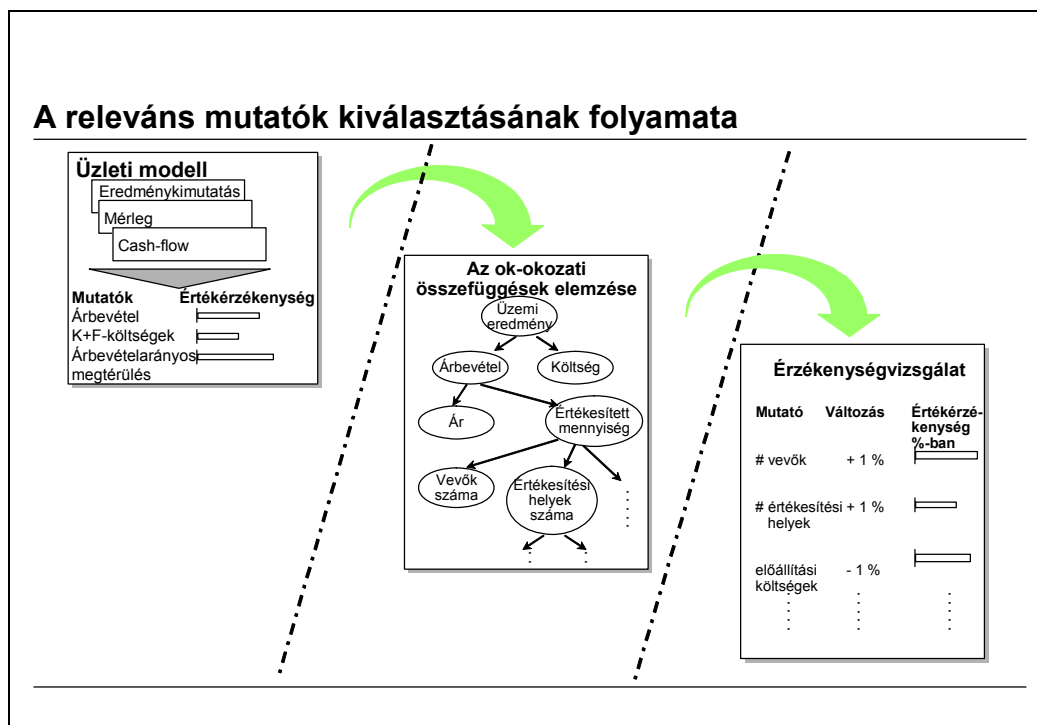
Úgynevezett *top-modell*t készítettek, amelyekhez *egyedi modellek* is tartoznak. A modellek standardizált eredménykimutatást, mérleget, cash flow kimutatást és mutatószámokat tartalmaznak, és ez minden cég egyformán néz ki, azonos struktúrával rendelkezik (63. ábra).



63. ábra: A Wallis Csoport vezetői információs rendszerének felépítése

Forrás: Wallis Rt. prezentáció

A projekt része volt a *konzolidálás* TM1 adatbázisban történő megvalósítása. (Mind a tervben, mind pedig a tényben.) Az egyes cégek különböző mélységig használják a TM1-et, de a projekt eredményeként már a TM1-ben történik a hosszú és a rövid távú tervezés, a vállalatértékelés, valamint a terv és a tényadatok konszolidálása. A projekt ezen szakaszában a releváns mutatók kiválasztására érzékenységvizsgálatokat végeztek (64. ábra).



64. ábra: A kulcsmutatók kiválasztásának folyamata a Wallis Csoportban

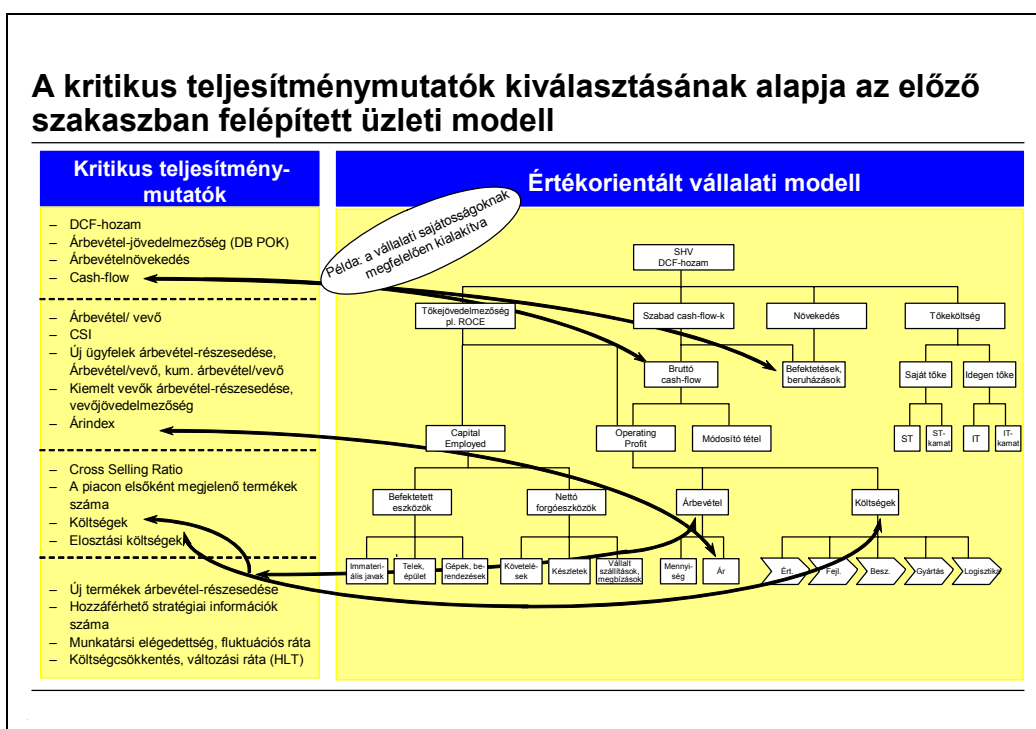
Forrás: Wallis Rt. prezentáció

A kulcsmutatók feltárásának célja a modellek, illetve az irányítási rendszer továbbfejlesztése:

- azon tényezőket, amelyekre a modell érzékeny, a lehető legrészletesebben kell megtervezni a tervezési folyamat során,
- a modelleket ezen mutatók, naturáliák irányába tovább kell bontani, ezzel biztosítva a részletes tervezést,
- a tervezés, vállalatértékelés során szimulációkat, „mi lenne, ha” elemzéseket kell végezni a kockázatok csökkentésére,
- a vezetői beszámolóokban a kritikus elemeket szerepeltetni kell,
- a vezetői döntéseket az érzékenységre való tekintettel kell meghozni (az érzékenységek megfelelően differenciált kezelése mellett).

A modellhez tartoznak *pénzügyi mutatók* (például: EVATM, ROI, EBIT, stb.), és egyedi, *nem pénzügyi mutatók* (például: új autó nettó árreje; új autó darabszáma, stb.)

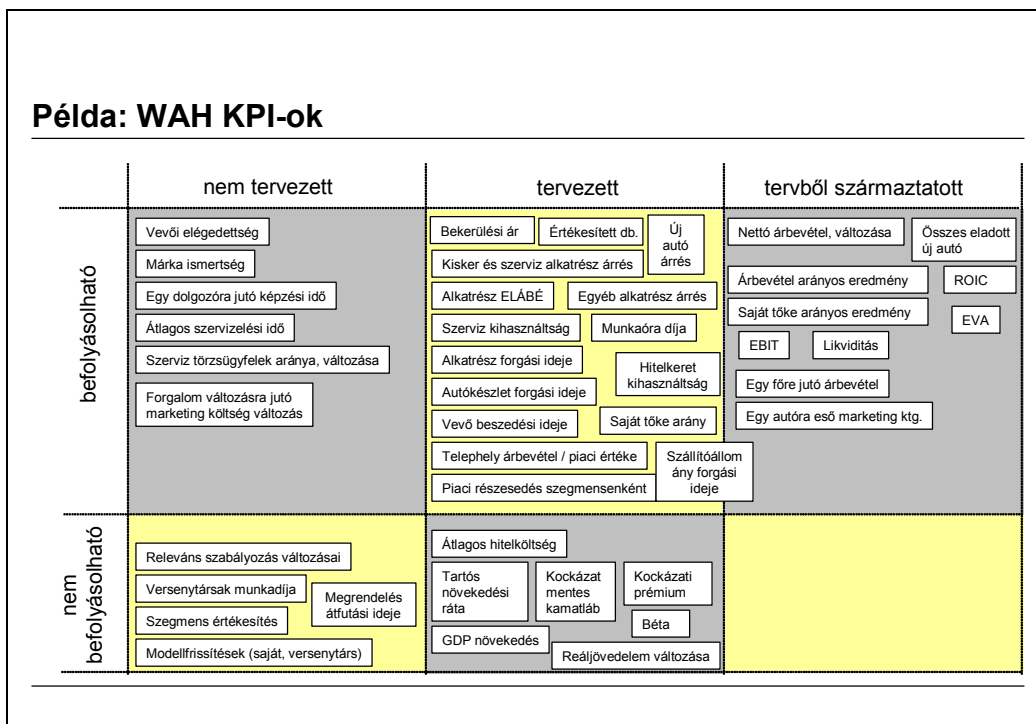
A kritikus teljesítménymutatók és az üzleti modellek kapcsolatát szemlélteti a 65. ábra.



65. ábra: Az értékközpontú modell és a kritikus teljesítménymutatók a Wallis Csoportban

Forrás: Wallis Rt. prezentáció

A kritikus teljesítménymutatók rendszerére mutat példát a Wallis Autó Holding Rt. rendszere (66. ábra).



66. ábra: A Wallis Autó Holding Rt. kulcsteljesítmény mutatói

Forrás: Wallis Rt. prezentáció

Az „IFUA projekt” III. szakaszának feladata volt a *tervezési és beszámoltatási rendszer* kialakítása. Ezek a feladatok magukban foglalják:

- a tervezési folyamat definiálását, tevékenységek, input és output bizonylatok, tervtáblák, felelőségek, határidők és döntési szabályok meghatározását,
- a tervmenedzselést (akciók leállítása, újak indítása év közben), a folyamat definiálását, az évközi irányítási szabályok felállítását,
- a beszámolórendszer kialakítását, beszámoló táblák rögzítését, a munkamegosztási, felelősségi kérdéseket a beszámolás során, valamint az
- informatikai megvalósítás előkészítését.

A tervezési rendszer átalakításával kapcsolatos célként fogalmazódott meg, hogy a létrejövő tervezési rendszer egyetlen rendszerként foglalja magába a Wallis központ irányítási eszközét az egyes egységek menedzselésére, az egység-menedzsmenetek eszközét saját vállalataik irányítására, az akcióértékelési rendszert a forrásallokáció támogatására, és a vállalatértékelés rendszerét a Wallis értékteremtő és értékromboló egységeinek azonosítása céljából. Fontos elvárás, hogy az új típusú üzleti tervezési módszer az irányítást közép és hosszú távú gondolkodásra építse.

A tervezési rendszer elveiként a következők kerültek megfogalmazásra:

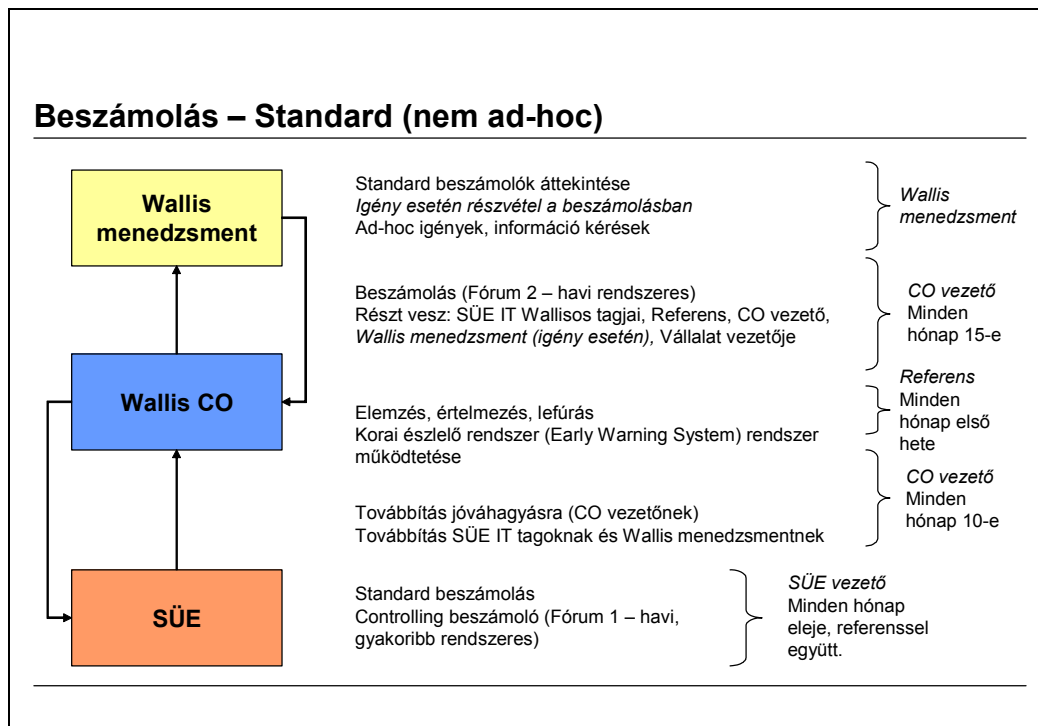
- A tervezési rendszer a vállalatok központi irányításának legfontosabb eszköze lesz.
- A megcélzott struktúrában a tervezés felelőssége az irányított egységek, vállalatok vezetőit, illetve a Wallis legfelsőbb szintű vezetését terheli.
- A tervezési rendszerben el kell választani az egységek működésének saját erőből finanszírozott részét (a bázistervet), és a Wallis egésze szempontjából is jelentős, központi finanszírozással megvalósított akciókat.
- A Wallis-csoport szintű irányítás egyik központi eleme az egységek által indítandó akciók forrásokért történő versenyztetése.
- A tervek az irányított egységek szintjén készülnek, és az értékelések mellett az egységek irányításának, ellenőrzésének alapját is képezik.

Az értékközpontú tervezési, beszámoltatási és értékelési rendszer alapvetően két részből áll:

- topmodell: standardizált, stabil, teljes körű – ezért leegyszerűsítéseket tartalmaz
- cégspecifikus modellek: a nem standardizálható, egyedi üzleti folyamatok leképezése, fő cél a vállalati kulcsteljesítmény mutatók függvényszerű becsatolása a modellekbe.

A tervezésben két idősíkot különböztetnek meg, az éves, operatív tervet és hosszú távú (5 éves) stratégiai tervet. A tervezési, beszámolási és értékelési rendszer modell-struktúráját a Wallis központ cégreferensei alakítják ki, a modelleket pedig a cégek töltik fel üzleti tartalommal.

A Wallis Csoport standard beszámolási rendszerét szemlélteti a 67. ábra.



67. ábra: A Wallis Csoport standard beszámoló-rendszere

Forrás: Wallis Rt. prezentáció

A Wallis életében egy új fejezet kezdődött a Hajdú-Bét összeomlásával¹¹⁰ – egy illúzióval kevesebb lett. 110 cég tartozott a csoporthoz, de ennek hatására lecsökkent 70-re. Megállapításra került, hogy egy 100 tagú csoportot egy központ nem tud befolyásolni a kontrollingon keresztül. A pénzügyi mutatókon keresztül nem tudja eldönteni, hogy jól vagy rosszul működik-e a cég.

Ezzel összefüggésben a Wallis egy *pénzügyi befektetővé*, tranzakciós központtá akar válni, és nem működtetni akar, vagyis a Wallis Rt. újradefiniálja magát.

Új alapelveik a következők:

- Befektetni, hagyni a céget működni, majd időben kiszállni.
- Biztosítani egy közös felületet, a kialakított rendszert az irányításhoz, de a kontrolling helye a cégéknél van, nekik kell működtetni a céget.
- Pénzügyi mutatókra korlátozódik a beszámoltatás. (A BSC-t az alapcégek használják.)

M11/3. A tulajdonosi értékmérés a Wallis Csoportnál

Az értékközpontú aktív befektetés menedzselési politika által az alkalmazott pénzügyi módszertannal szemben támasztott követelményeknek, valamint az alkalmazott módszertannak a kapcsolatát foglalja össze a 10. táblázat.

¹¹⁰ A Hajdú-Bét bukásában több dolog közrejátszott, például piaci hatások, igen kompetitív környezet, nagy hipermarketek árnyomó hatása, olcsó import, gyenge EUR és USD, minimálbéremelés 2002-2003-ban, stb.

11. táblázat: A Wallis Csoport által alkalmazott pénzügyi értékelési módszertan

Értékközpontú aktív befektetés menedzselési politika követelményei az alkalmazott pénzügyi módszertannal szemben	Alkalmazott módszertan
A részvényesi érték a cégek cash termelő képessége alapján határozódjon meg.	Vállalatértékelésre kiemelten használt modell a DCF.
Az alkalmazott módszertan olyan legyen, amely jól kommunikálható és alapjaiban ismert a tőzsdei befektetők számára is (a Wallis tervei között szerepel a tőzsdére kerülés, alkalmas időpontban).	DCF nemzetközileg jól ismert, illetve ezt még kiegészítik benchmark alapú értékeléssel.
Támogassa a csoport cégeit érintő tőkeallokációs döntéseket (osztalékfizetés, finanszírozási struktúra).	Minden cégre egyedi tőkeköltség számítás, ROIC és WACC összevetést (EVA TM) végeznek.
A részvényesi érték maximalizálásával összhangban fogalmazzon meg teljesítmény elvárásokat a cégcsoport vállalatainak vezetőivel szemben.	Cégek felé alapvetően ROIC (EVA TM) elvárás fogalmazódik meg és ennek figyelembevételével terveznek.

Forrás: Wallis Rt. prezentáció

M11/3.1. Akvizíciók értékelése

Minden év szeptemberében indul az 5 éves időtartamot felölelő *stratégiai tervezési* folyamat. A stratégiai tervezésnek része a vállalat értékének meghatározása *diszkontált szabad cash flow módszer* alkalmazásával.

A stratégiai tervezés egy tőkeallokációs döntéshozatali folyamat, a stratégiai tervek tartalmazzák az akvizíciókra, stratégiai alternatívák megvalósítására vonatkozó tőkeigényt. A cégektől jövő tőkeigényt a Wallis Rt. összegyűjti, és a forrásokat allokálja.

Az operatív tervezés során 12 havi részletes üzleti tervet készít minden cég, a stratégiai tervben részükre jóváhagyott tőkét figyelembe véve. Az output kimutatások formája minden cégnél azonos.

A befektetési döntéshozatalokban az *értékteremtés szemlélete* dominál. Cash flow számítást végeznek excelben a különböző változatok számszerűsítésére.

Két változat készül:

1. 5 éves részletes cash flow kimutatást készítenek, és emellett maradványértéket számszerűsítenek. Maradványértéket különböző módszerekkel kalkulálnak: Gordon-modell; ROI; 5. év végi EBITDA szorzó.
2. A jelenlegi adatot szorozzák fel valamilyen konstans értékkel. A Gordon szorzó folytonos növekedési faktora (g) hosszú távon 0-2 % (konzervatíván, de nem tudományosan meghatározott), a ROI pedig hosszú távon megegyezik a WACC értékével, vagyis egyetlen üzlet sem képes az iparági hozamnál magasabb hozamot elérni hosszú távon, még ha az a jelenben így is van. EBITDA szorzóként az iparági EBITDA értéket alkalmazzák.¹¹¹

A két változat adatát összevetik. Ha az 1. módszerrel meghatározott érték jelentősen meghaladja a 2. változattal kalkulált értéket, akkor túlságosan kockázatos a befektetés, mert túl nagy mértékben épít a jövőbeli teljesítményre.

¹¹¹ Forrás honlap: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>; <http://moneycentral.msn.com/investor/finder/customstocks.asp?Symbol=autodealer#TOP>

Az értékeléshez szükséges premisszákat a központ határozza meg, például devizaárfolyam; kamat; tőkeköltség tényezői, stb.

A modellekben alapvetően HUF-ban számolnak, emellett van egy-két EUR-os modell is. (Ettől van eltérés, mert például a SAAB importcég cseh koronában számol.)

A számítások során alkalmaznak korrekciókat – az ingatlanokat piaci értéken veszik figyelembe, az egyszerű, rendkívüli tételeket kiszűrik. A pénzügyi befektetéseket piaci értéken értékelik, például a Graboplastnak volt RÁBA részvénye, aminek jól definiálható tőzsdei ára volt.

A cég működéséhez nem szükséges cash többletet piacképes értékpapírokba fektetik modell szinten. A kutatás-fejlesztés (K+F) költségeit, vagy a marketing kiadásokat nem kapitalizálják.

M11/3.1.1. A tőkeköltség számítása

Évente változó nagyságú *súlyozott átlagos tőkeköltséggel* számolnak, mivel változik a kockázatmentes hozam (r_f), a piaci együttható (β), valamint a tőkearány.

A Wallis Rt. premisszaként megadja a kockázatmentes hozamot, a β -t és az optimális tőkeszerkezetet. A cégek beírják a tervsablonokba, hogy egyedileg náluk milyen eltérések vannak bizonyos paraméterekben, például adókedvezmény; tőkearány; stb. Ezen kétirányú információk szintetizálásával jön létre automatikusan a tőkeköltség.

A WACC évente előállított tőkeszerkezetből kerül levezetésre (tőkeszerkezet könyv szerinti értéken), a végértéknél pedig célul kitűzött tőkeszerkezetet alkalmaznak.

Az *idegen tőke költségének* meghatározásánál idegen tőkeként csak a hitelt, a lízinget és a váltót veszik figyelembe. Mindezek költségeit pontosan ismerik, és azt súlyozzák.

Adókulcsként a társasági adót (16%) alkalmazzák, amit a cégek korigálhatnak egyedileg, például ha adókedvezménnyel rendelkeznek.

A *saját tőke költségének* meghatározásánál a tőkepiaci árfolyamok modelljét alkalmazzák:

$$r_E = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Kockázatmentes hozamként (r_f) a 10 éves államkötvény hozamát veszik figyelembe.

Piaci prémiumként ($r_m - r_f$) 6%-ot alkalmaznak a kalkulációkban. (Különböző fejlettségű piacokon eltérő: korábban 8%-ot alkalmaztak a Wallisnál, Nyugat-Európában ez jelenleg 3-4% körül van.)

A β értékét béta könyv alapján veszik figyelembe. A Wallis által használt Ibbotson Associates kiadvány tartalmazza a tőkeáttétel nélküli, úgynevezett unlevered bétát.

Benchmark cégeknél meghatározzák a bétát, és mivel minden cégnél eltér a tőkeszerkezet, ezért visszszámítják, mintha tisztán saját tőkéből lenne finanszírozva a vállalat. Ezt kell az adott cégnek átszámítania a saját tőkeszerkezetére. A tőkeáttétel nélküli bétát (Unlevered Beta) át kell számítani tőkeáttételes bétává (Levered Beta), vagyis korigálni kell az eladósodottsággal (Debt to Equity Ratio).

Képlettel kifejezve:

$$\text{Tőkeáttételes béta} = (\text{Tőkeáttétel nélküli béta} * (1 + (1 - \text{Marginális adóráta}) * (\text{Idegen tőke/Saját tőke})))$$

Az Ibbotson Associates úgynevezett kisvállalati diszkontot is definiál, ami 3,6%.

Kisvállalat esetén tehát a saját tőke költsége a következő képlettel kerül meghatározásra:

$$r_E = r_f + \beta (r_m - r_f) + 3,6\%$$

M11/3.2. Projektek, beruházások értékelése

Projektek esetében a materiális dolgokat értékelik, például új gyártósor, új szalon építése. Ezt ugyanúgy kezelik, mint az akvizíciókat. (Részletesebben lásd az előző fejezetben.)

M11/3.3. Teljesítménymérés és ösztönzés

A *hozzáadott gazdasági érték* mutatót számítják, de nem ez az első számú mutató a teljesítménymérésben és az ösztönzésben. A rendszer képes az EVATM számítására, de az nem épült be a felsővezetői gondolkodásba, motivációs csomag nem igazán épül rá.

Az EVATM számítása során a NOPLAT meghatározásához effektív adókulcsot vesznek figyelembe, amely korrekciókat tartalmaz. (A helyi adót nem tekintik az effektív adó részének.)

Az ösztönzés alapját különböző *számviteli mutatók* adják:

- ROI
- Adózás utáni eredmény
- EBIT
- EBITDA
- stb.

M11/3.4. Összegzés

A Wallis Csoport alapvető célja a tulajdonosi érték növelése, emiatt állandóan új vállalatfelvásárlási lehetőségeket keres, és megfelelő ajánlat esetén azokat értékesíti.

A befektetési döntéshozatalokban az értékteremtés szemlélete dominál – cash flow számítást végeznek a különböző változatok számszerűsítésére. Microsoft Excel táblázatrendszereket alkalmaznak, amelyekben szabad cash flow alapú modelleket építenek, ezek alapján határozzák meg a részvénytulajdonosi értéket. Nagy alaposággal munkálják ki a modelleket, nagy hangsúlyt fektetnek a szabad cash flow számításához szükséges alapadatok előállítására, valamint a súlyozott átlagos tőkekötség meghatározására. Projektek esetében a materiális dolgokat (például új gyártósor, új szalon építése) ugyanúgy értékelik, mint az akvizíciókat.

A teljesítménymérésben és az ösztönzésben azonban még különböző számviteli mutatókat alkalmaznak, tehát ezekre a területekre még nem gyűrűzött be a tulajdonosi értékmaximalizáló szemlélet gyakorlati alkalmazása.

M12: Részletes esettanulmány: A Continental Temic Hungary Kft.

M12/1. A Continental Temic Hungary Kft. bemutatása

A Continental Temic Hungary Kft. a német Continental AG leányvállalata.

A hannoveri autóipari óriásnak a Continental Hungaria gumibroncs-kereskedő cég mellett három leányvállalata van hazánkban: a veszprémi Continental Teves Kft., a budapesti Continental Temic és a tömlőket gyártó váci ContiTech Hungaria. A Continental Teves és a Continental Temic Kft.-k fékrendszereket gyártanak.

A ContiTech fokozott mértékben helyezi át tevékenységét alacsony bérköltségű országokba az autógyártók által diktált árverseny miatt. Magyarországon nemrég kezdődött meg a gépkocsik menetstabilizátorához szükséges perdületszenzor sorozatgyártása, amely kizárólag itt készül a konszernnek, ami alapot ad az árbevétel komoly növekedésére. A perdületszenzorhoz az elektronikai szabályozóegység az 1100 fős fővárosi üzemben készül, a végszerelés a 900 fős veszprémi üzemben történik. A vevők – a legnagyobb európai és ázsiai autómárkák – jelzései alapján a két gyár kapacitáskihasználtsága 2008-ig teljes lesz, és további dinamikus fejlődés várható.

Mindehhez az elmúlt évben összesen 3,4 milliárd forint értékű beruházással teremtették meg a feltételeket a két gyárban. A termelés automatizálása megköveteli a munkások továbbképzését, illetve a spontán fluktuáció révén megüresedett helyek képzetesebb munkatársakkal történő pótlását.

A 470 fős váci ContiTechnél új, 2,3 millió forintba kerülő vulkanizálótechnológiát honosítanak meg. A hűtő-, fűtő- és üzemanyagtömlők mellett autóipari klímaberendezések vezetékeit gyártó cég júliusban kezdi meg a szervokormányhoz tartozó vezetékek gyártását, a beruházás 72 millió forintba kerül.

Az anyavállalat a következő öt évben legalább 20 milliárd forint értékű technológiai beruházást hajt végre Magyarországon. A veszprémi Continental Teves Kft.-nél, a budapesti Continental Temicnél és a váci ContiTech Hungariánál új gépsorok telepítése és automatizálás várható. Emellett a Continental AG bejelentette, hogy vételi ajánlatot tett nagy hazai versenytársa, a hamburgi Phoenix AG teljes részvényállományára, miután 37 százalékanak megvásárlására 2004. márciusában szándéknyilatkozatot tett. Ha az akvizíció sikerül, s az EU versenyhivatala is engedélyezi, megkétszereződne az itteni Continental-gyárak száma: a makói Gumiművek Phoenix Hungaria Kft. tömlőket és csőidomokat, a Phoenix Rubber Industrial Kft. ipari tömlőket, a Conveyor Belt Systems Phoenix Kft. hevedereket és gumilemezeket, a nyíregyházi Phoenix Airspring Technology Kft. légrugókat gyárt.

A német abroncsgyártó Continental AG 2004. első negyedéves üzemi profitja 34,5 százalékkal emelkedett az egy évvel korábbihoz képest.

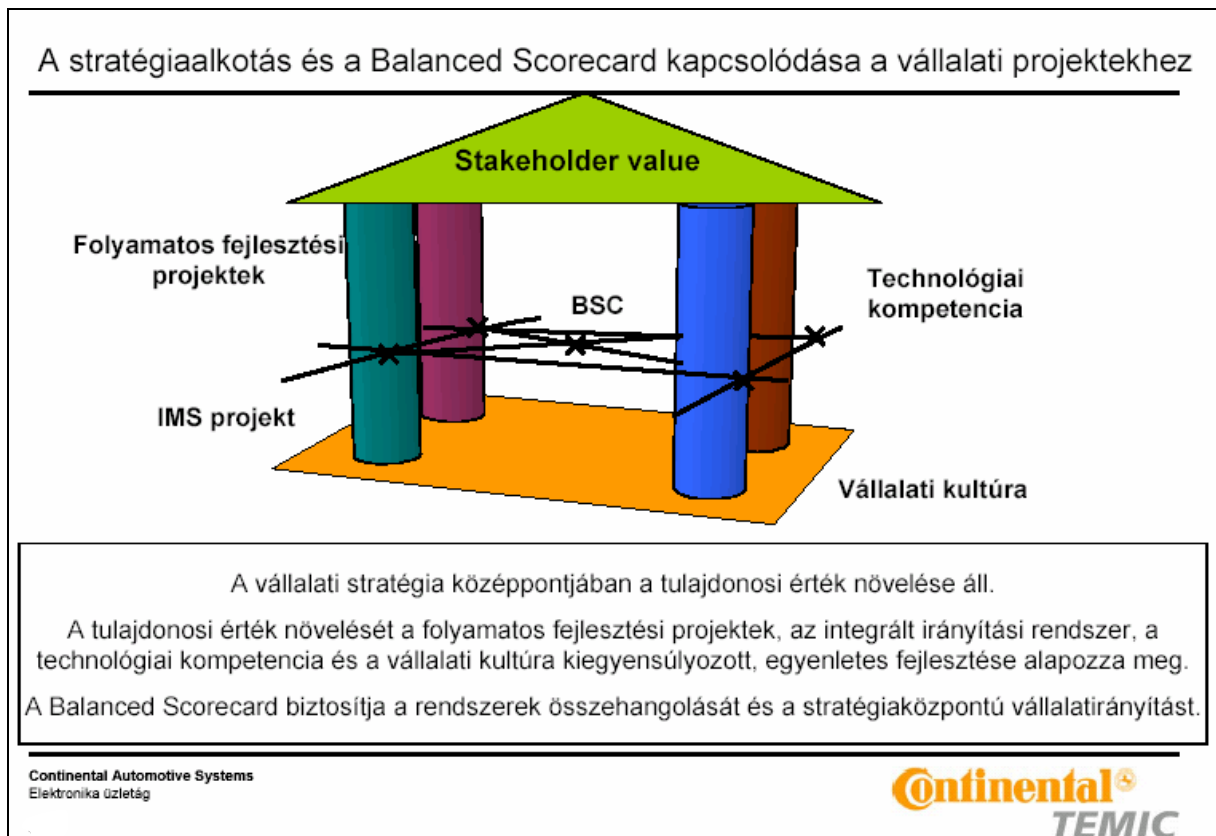
A társaság kamat- és adófizetés előtti eredménye 246,7 millió eurót tett ki ugyanebben az időszakban, ami jelentősen meghaladta a várakozásokat és megerősítette az ideai növekedési kilátásokat. A csoport nettó profitja 48,2 százalékkal nőtt és 129,5 millió eurót ért el, mialatt a bevételek 5,8 százalékkal 2,98 milliárd euróra emelkedtek.

A három magyarországi leányvállalat 2003. évi 50 milliárd forintot meghaladó árbevételéhez képest 2004-ben 70 milliárd forint árbevételt várnak. Az egy alkalmazottra jutó árbevétel a 2000. évi 100 ezer euróról mára több mint 150 ezerre nőtt az eddigi termelés-korszerűsítés révén.

M12/2. Irányítási, kontrolling rendszer a Continental Temic Hungary Kft.-nél

A Continental Temic vállalati stratégiájának középpontjában a *tulajdonosi érték növelése* áll. A tulajdonosi érték növelését a folyamatos fejlesztési projektek, az integrált irányítási rendszer, a technológiai kompetencia és a vállalati kultúra kiegyensúlyozott, egyenletes fejlesztése alapozza

meg. A rendszerek összehangolását és a stratégiaközpontú vállalatirányítást pedig a Balanced Scorecard rendszer biztosítja (68. ábra).



68. ábra: A stratégiaalkotás és a Balanced Scorecard kapcsolata a Continental Temic Kft.-nél

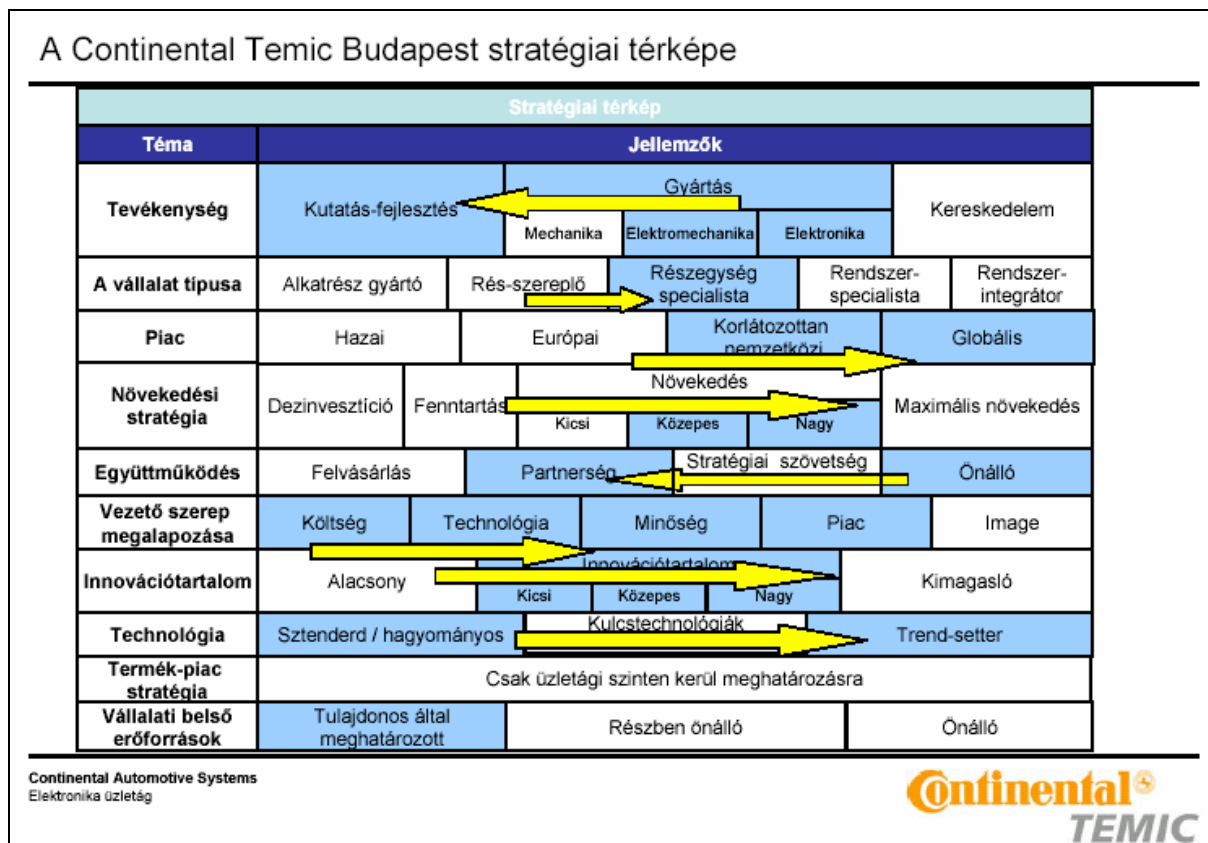
Forrás: Continental Temic Kft. prezentáció

A Continental Temicnél a *stratégia kialakítására a jövőkép megfogalmazását, a versenytársak elemzését (SWOT-elemzés a vállalat belső erősségeinek, gyengeségeinek, valamint a külső környezet lehetőségeinek és veszélyeinek feltárására)* követően az úgynevezett stratégiai térkép előállításának módszerét alkalmazzák.

A *stratégiai térkép* kialakításának folyamata alapvetően két részből áll:

1. Sikertényezők megfogalmazása, például tevékenység, vállalat típusa, piac, növekedési stratégia, stb.
2. Sikertényezők különböző állapotának, jellemzőinek figyelembevétele, például kutatás-fejlesztés, gyártás, kereskedelem, stb. (Ebből jelenleg a gyártás a domináns, a K+F, az innováció pedig a jövőbeli lehetőséget mutatja.)

A Continental Temic stratégiai térképét mutatja a 69. ábra.



69. ábra: A Continental Temic stratégiai térképe

Forrás: Continental Temic Kft. prezentáció

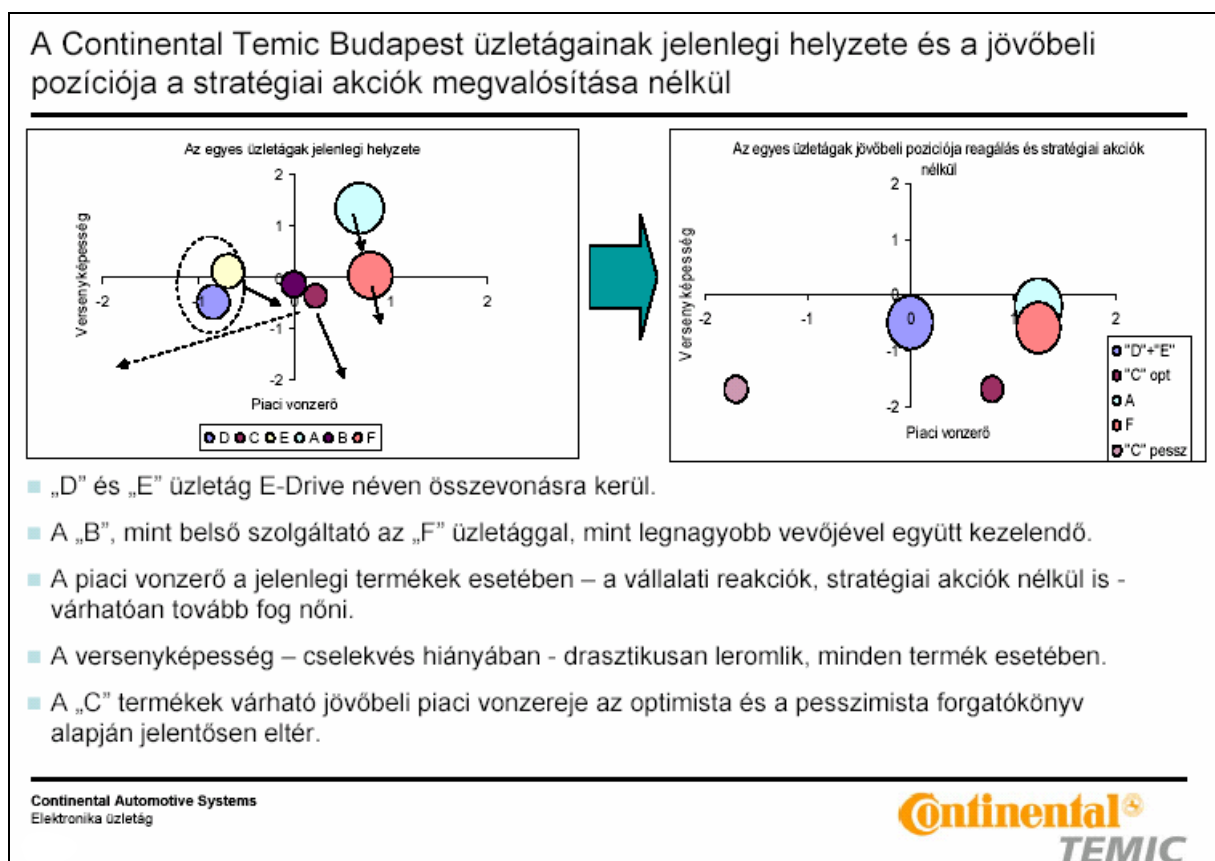
A nyilak kiindulópontjai a jelenlegi, a végpontjai pedig a stratégiai időtáv végére kívánatos állapotot tükrözik, így ezáltal jól láthatók a fókuszok.

A stratégiai térkép alapján a stratégiai célok kerülnek megfogalmazásra:

- Tevékenység
 - A cég EU-n belüli gyártásmegosztásához igazodóan az elektronika egyre nagyobb szerepet kap.
 - Megjelenik a fejlesztési tevékenység, ami az első időszakban elsősorban folyamatfejlesztést jelent.
- A vállalat típusa (EU csatlakozástól független)
 - A piaci résekből kilépve részegység-gyártóként kell stabilizálódni.
- Piac
 - Az eddig elsősorban európai piacon versenyző vállalatnak ugyanúgy, mint a többi EU-s cégnek ki kell lépnie a világpiacra, bizonyos termékek esetében a globális vezető szerep megszerzése a cél.
- Növekedés
 - A kiemelt területeken ambíciózusabb növekedési stratégia (közepes és nagy növekedés) megvalósítása szükséges.
- Együttműködés
 - Az eddiginél szorosabb együttműködés, partneri kapcsolatok kialakítása, elsősorban a kutatás-fejlesztés területén, de a beszállítóknál vagy a vevőknél is. (Ez várhatóan egy erősen támogatott terület lesz az EU-csatlakozás utáni években.)
- Vezető szerep megalapozása
 - A romló költségpozíció ellentételezéseként a jövőben a vezető szerep megalapozásában sokkal nagyobb szerepe lesz a minőségnek és az élenjáró technológiának.

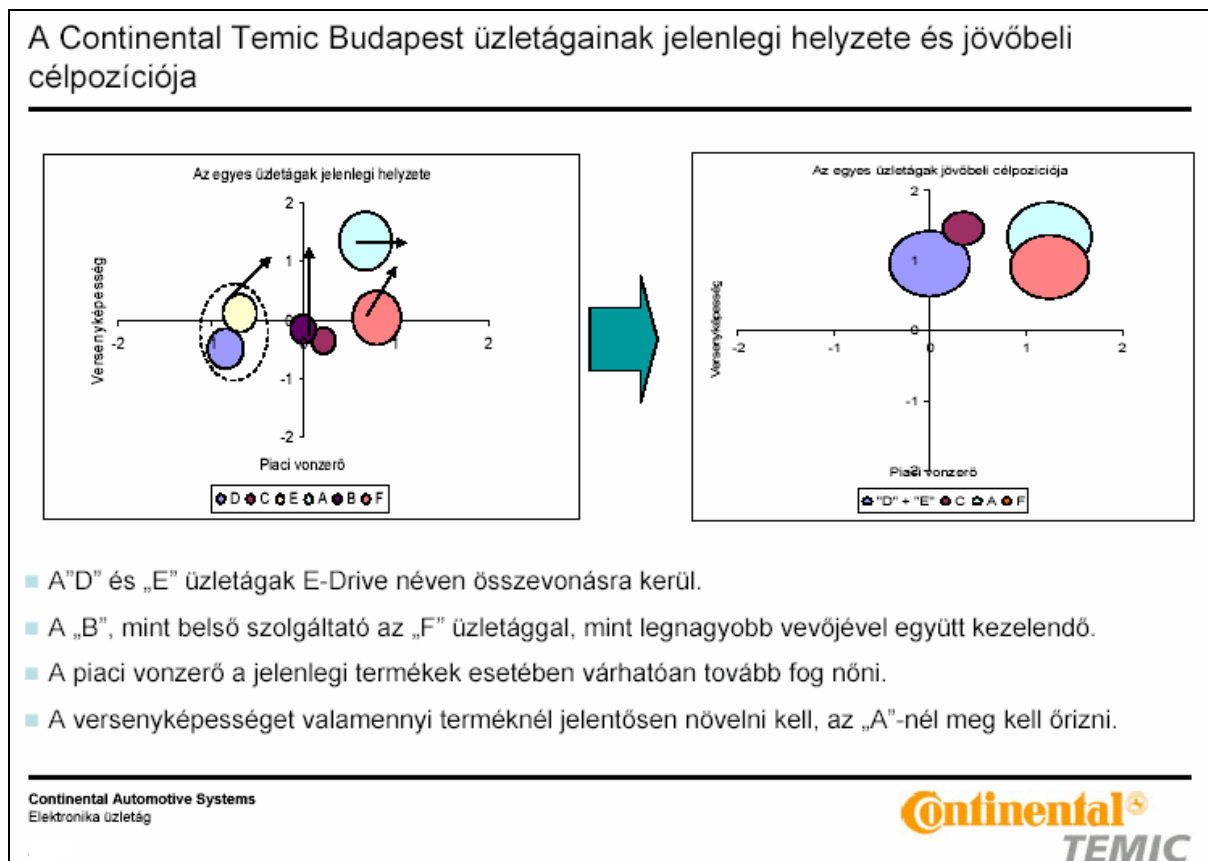
- Innovációtartalom
 - A jelenlegi alacsony szintről a nagyobb innovációtartalmú termékek felé kell elmozdulni, az újonnan megjelenő fejlesztési tevékenység megjelenésével összhangban.
- Technológia
 - A jelenleg alapvetően hagyományosnak és sztenderdnek nevezhető technológiák mellett bizonyos területeken élenjáró megoldásokat kell alkalmazni.
- Vállalati belső erőforrások
 - A vállalat rendelkezésére álló erőforrások továbbra is a tulajdonos által meghatározottak lesznek. Kulcsfontosságú azonban, hogy a jövőben a vállalat önállósága növekedni fog, s a vállalatcsoport központja várhatóan minden olyan beruházást, fejlesztést támogatni fog, amely üzletileg megalapozott.

A stratégiai célok megfogalmazását követően a vállalkozás versenyhelyzetének vizsgálatára *portfólióelemzést* végeznek a *BCG-mátrix* (a Boston Consulting Group relatív piaci részesedés és piaci növekedés vizsgálatára kifejlesztett módszere) alkalmazásával. Értékelik az egységek piaci pozícióit, felvázolják az üzletágak jelenlegi helyzetét és jövőbeli pozícióját a stratégiai akciók megvalósítása nélkül (70. ábra), és azok megvalósításával (71. ábra). Meghatározzák, hogy mely üzletágakra kell fókuszálni a versenyképesség, vagy a piaci vonzerő vonatkozásában, mely üzletágakat kell esetleg összevonni egymással, vagy éppen megszüntetni.



70. ábra: A Continental Temic üzletágainak jelenlegi helyzete és a jövőbeli pozíciója a stratégiai akciók megvalósítása nélkül

Forrás: Continental Temic Kft. prezentáció



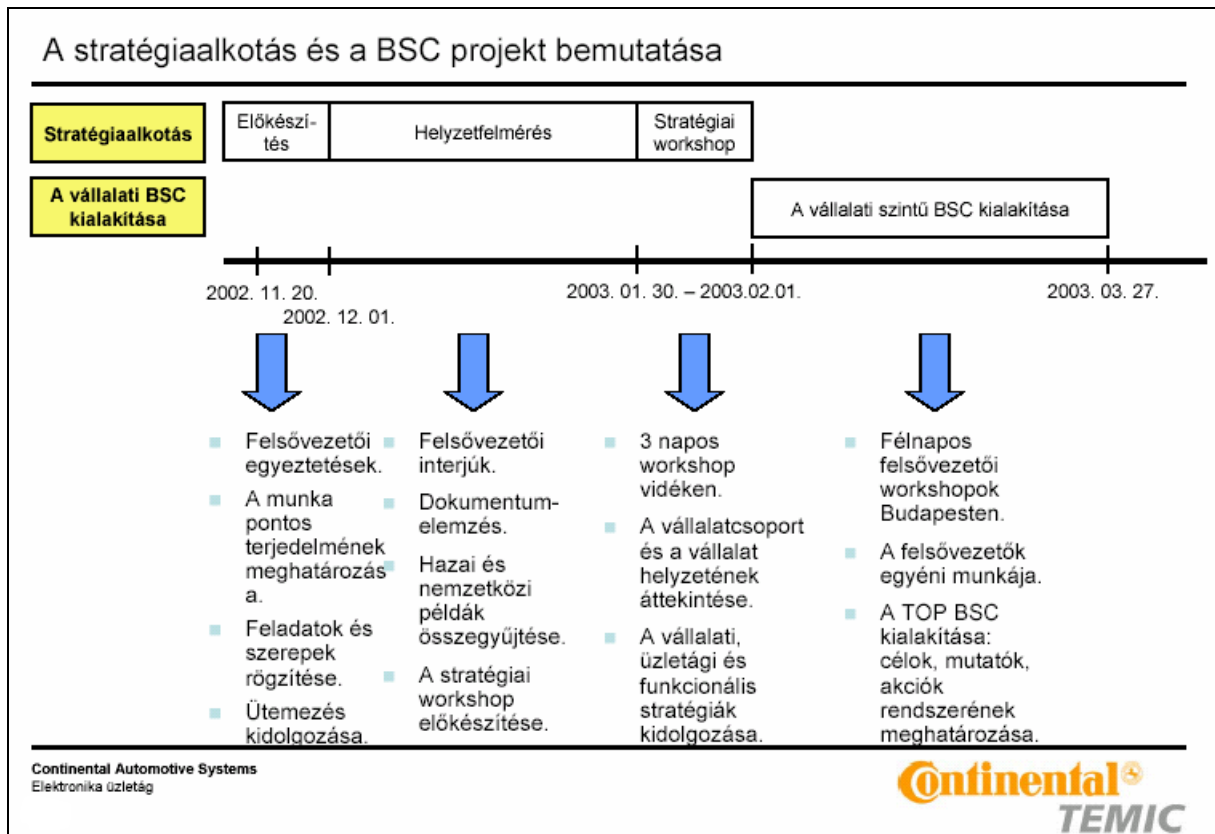
71. ábra: A Continental Temic üzletágainak jelenlegi helyzete és jövőbeli célpozíciója

Forrás: Continental Temic Kft. prezentáció

A portfólióelemzést követi a *stratégiai tervezés*.

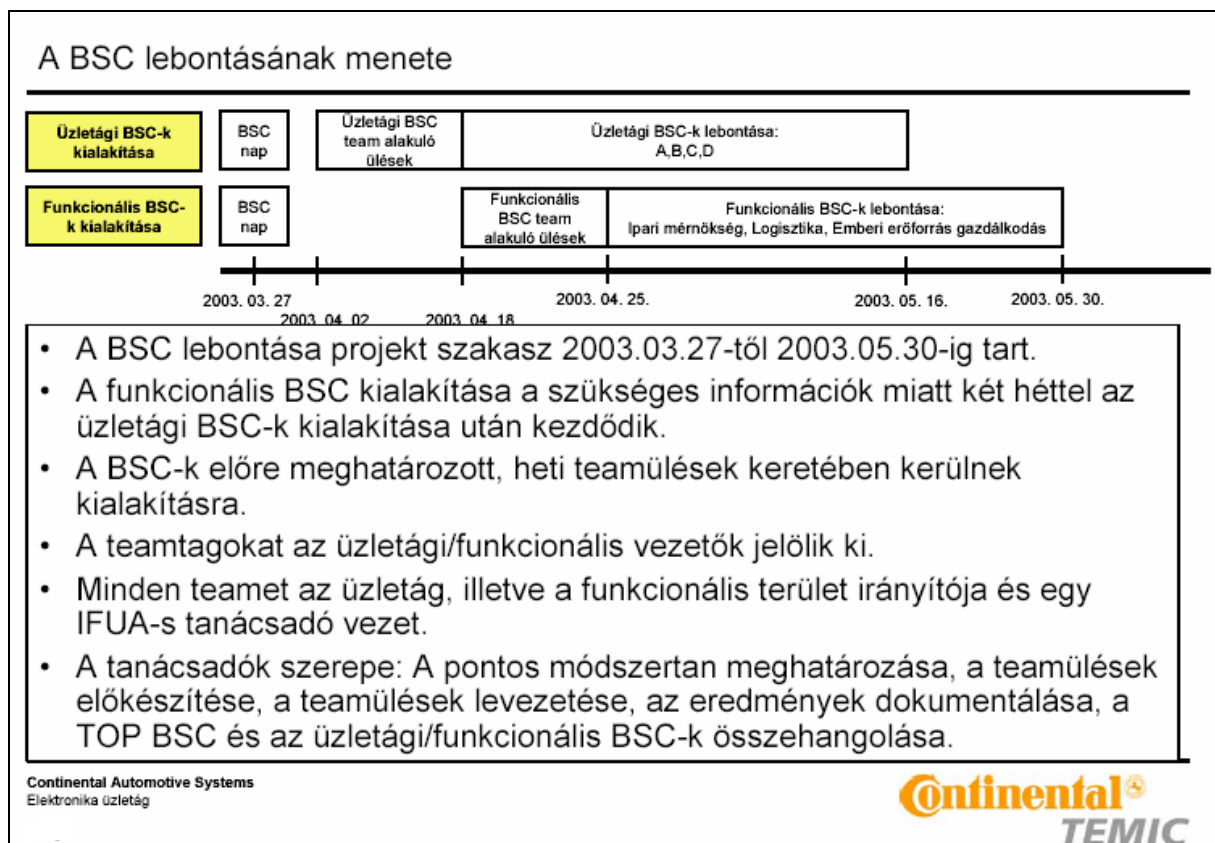
A stratégiai terv 5 éves időtartamra készül, amelyben meghatározzák, hogy évente milyen „eredményt” kell elérni. (Évente a stratégia felülvizsgálatra kerül, de igazán nem szokott változtatásra szorulni.)

A stratégia megalkotása, vezérlése a *Balanced Scorecard* rendszer által történik. A BSC kialakítása 2002-ben kezdődött, 2003-ban pedig bevezetésre került a vállalati szintű, az üzletági szintű, valamint a funkcionális egységekre lebontott BSC is (72-73. ábra).



72. ábra: A stratégiaalkotás és a Balanced Scorecard kialakítása a Continental Temic Kft.-nél

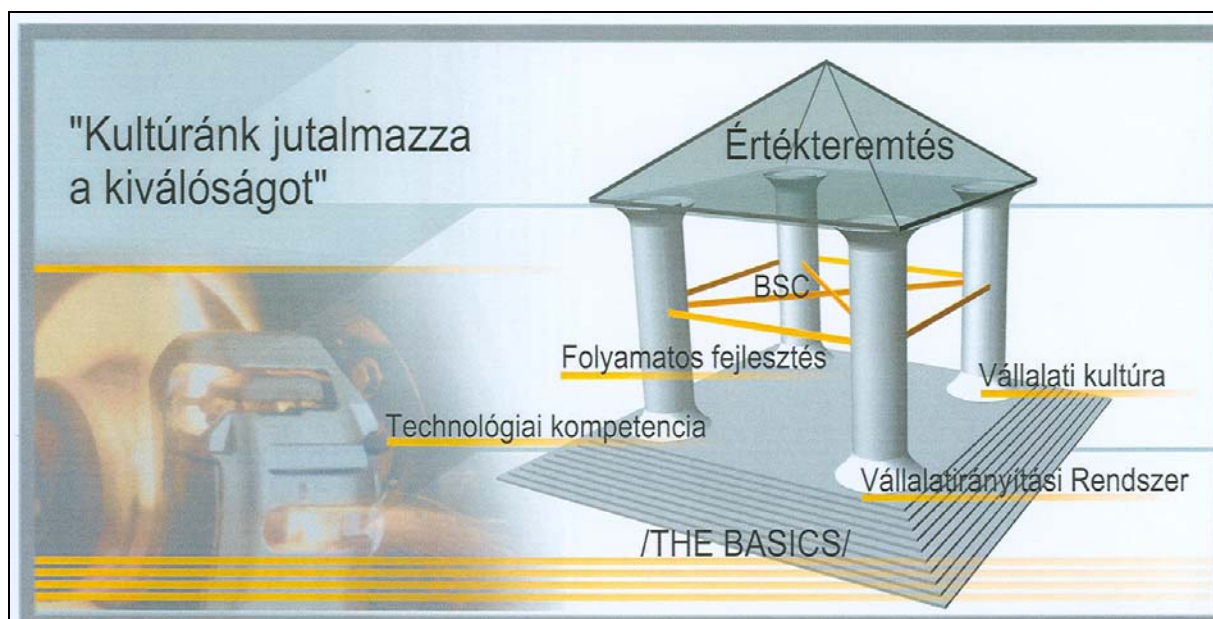
Forrás: Continental Temic Kft. prezentáció



73. ábra: A Balanced Scorecard bevezetésének folyamata a Continental Temic Kft.-nél

Forrás: Continental Temic Kft. prezentáció

2004-re a rendszert odáig fejlesztették, hogy már minden *minden egyes dolgozónak saját BSC-je van*, és a BSC kártyáját mindenki magánál is hordja (74-75. ábra).



74. ábra: Egyéni BSC kártya a Continental Temicnél (előlap)

Forrás: Continental Temic Kft. belső anyag

Continental TEMIC		Kovács Miklós	Ipari mérnökség
		2004	Jan Feb Marc Apr Maj Jun Jul Aug Szept Okt Nov Dec
Szempont / Cél / Mutató			
Pénzügyi szempont	EBIT	Cél	
Jövedelmezőség biztosítása		Tény	
Vevői szempont	VRSz	Cél	
Vevői igények kielégítése		Tény	
Folyamat szempont	IRR	Cél	
Folyamatképesség biztosítása		Tény	
Tanulás-fejlesztés szempont	KE	Cél	
Kompetenciamegfelelés		Tény	

75. ábra: Egyéni BSC kártya a Continental Temicnél (hátlap)

Forrás: Continental Temic Kft. belső anyag

Az egyéni BSC kártyán a dolgozók eleinte csak csodálkoztak, de egyre inkább kezdik elfogadni.

A BSC adatok minden egyes dolgozónál a bérelszámolás mellékletét képezik, és minden dolgozó számára egyértelművé teszik, hogy mi alapján kapják a prémiumot. Ez az egyéni BSC rendszer a BSC megalkotói (Robert Kaplan – David Norton) által elképzelt, a rendszer csúcsát jelentő megoldás. A Continental Temicnél megvalósított gyakorlati alkalmazás viszont Magyarországon mindenképpen, de még Európában is ritkának tekinthető!

A konszernen belül a Balanced Scorecard rendszert szigetenként alkalmazzák, de jelenleg például magyar alapokon építik ki Mexikóban.

M12/3. A tulajdonosi értékmérés a Continental Temic Hungary Kft.-nél

M12/3.1. Stratégiai változatok, projektek, beruházások értékelése

A stratégiai terv 5 éves időtartamra készül. Ennek során különböző stratégiai alternatívákat számszerűsítene és értékelnek *szabad cash flow módszertan* alapján, vagyis a tulajdonosi értékét FCF modell alapján számítják ki. A stratégiai alternatívákat portfólióba rendezik, azaz minden nagy projektnek külön FCF modellel és értékkel kell rendelkeznie. Az FCF modell mellett az EVATM-t is kalkulálják stratégiai alternatívák értékelésében a tulajdonosi érték kiszámítására (vagyis az EVATM-t diszkontálják, majd hozzáadják a lekötött tőkét) portfóliók szerint, majd azt összegzik.

A stratégiai tervet EUR-ban modellezik a német anyagcég miatt.

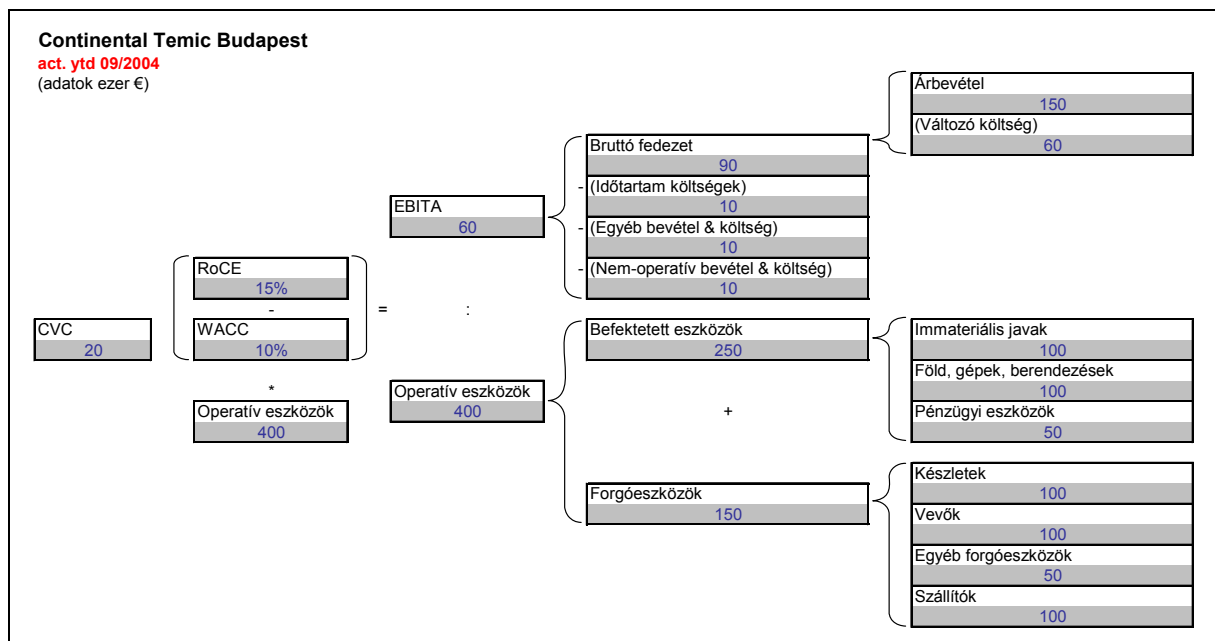
A különböző évek adatainak diszkontálására eltérő értékű súlyozott átlagos tőke költséget alkalmaznak a projektportfóliók szerint. Tehát a WACC eltérő a Temic 3 üzletágára.

A projektekkel, beruházásokkal szemben megtérülési elvárásokat határoznak meg, és 5 éves időtartammal kalkulálnak – erre az időszakra készítene részletes tervet. Több mutatót vizsgálnak, amelyből a hozzáadott gazdasági érték a leginkább döntő, de azt vallják, hogy esetleges más stratégiai fókusz esetén lehet például a nettó jelenérték és a belső megtérülési kamatláb alapján (de csak együtt vizsgálva) is döntést hozni.

Szigorúan a gazdasági számítások adatai alapján döntenek egy stratégiai alternatíva, egy projekt vagy beruházás megvalósításáról, vagy elvetéséről, más szempontok nem érvényesülnek!

M12/3.2. Teljesítménymérés és ösztönzés

A Continental Temicnél alaptételként tekintik, hogy az értékteremtést számban meg kell tudni fogalmazni! Az értékteremtés mérésének csúcsmutatójaként a *Continental Vállalati Értékteremtés* (Continental Value Contribution, CVC) mutatót alkalmazzák, ami gyakorlatilag hozzáadott gazdasági érték mutatóval egyezik meg (76. ábra).



76. ábra: Continental Vállalati Értékteremtés fa a Continental Temicnél

Forrás: Continental Temic Kft. belső anyag

Ugyancsak a CVC mutatót alkalmazzák konszern szinten is. A Continental Csoportnak Magyarországon 3 gyártó és 1 kereskedő cége van, de a kereskedő cég esetén nincs értelme a regionális kezelésnek, így ez konszern kompetencia, a Váci termelő gyár pedig még nagyon új, így ott még nem került kialakításra a CVC-fa. Így összesen 4 CVC-fa kialakítása történt meg az országban, a Continental Teves esetében 1, a Continental Temic esetében pedig 3. (Ezek száma összefügg az üzleti egységek számával.) A Temic és a Teves között együttműködés van, a végcél közös, de a lebontásban önállóságot kapnak a cégek. (Külső tanácsadó céggént is mindketten az IFUA Horváth & Partnert vették igénybe.)

A CVC számítás során számviteli korrekciókat nem végeznek, mert azt vitát indukálnak tartják. Ehelyett inkább olyan letisztított mutatókat keresnek, amelyeket nem kell korrigálni.

A WACC kalkulációjában a β meghatározásánál a részvényárfolyamot a DAX autóiipari indexéhez viszonyítják.

Az CVC mutató az *ösztönzési rendszer* fontos eleme, amely a top menedzsmentre került kialakításra. (10-20 fő közötti létszámot érint közvetlenül.) A tényadatok alapján havonta számítják ki a CVC-t, de az értékelésben az éves adat számít. (A budgeten kívül egyébként hosszabb időtávra is tervezik a CVC-t – 5 évre, éves szinten.)

Az ösztönzési rendszerben *prémiumbankot* is működtetnek. A mutatók évközi vizsgálatánál ha alulteljesítést tapasztalnak, akkor a prémium nem kerül kifizetésre, hanem bankba kerül. Ha év végén mégis eléri a kitűzött célt (vagy akár 2 év múlva is), akkor a bankból utólag kifizetik a korábban visszatartott összeget is. Azért bank, hogy a munkavállaló érezze, a csapat minden tagjának hozzá kell járulnia a végső teljesítmény eléréséhez.

A prémiumbank valamennyi dolgozóra működik, nemcsak a CVC alapján mértekre.

M12/3.3. Összegzés

A Continental Temic Hungary Kft.-nél az értékközpontú vállalatirányítás és a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer összekapcsolása, integrálása valósul meg.

A különböző stratégiai alternatívák számszerűsítésére és értékelésére a szabad cash flow módszer-t alkalmazták, vagyis a tulajdonosi értékét FCF modell alapján számítják ki. Egy stratégiai alternatíva, egy projekt vagy beruházás megvalósításáról, illetve elvetéséről szigorúan a gazdasági számítások adatai alapján döntenek, más szempontok nem érvényesülnek!

Az értékteremtés mérésének csúcsmutatójaként a Continental Vállalati Értékteremtés (Continental Value Contribution, CVC) mutatót alkalmazzák, ami gyakorlatilag a hozzáadott gazdasági érték mutatóval egyezik meg. Az CVC mutató a top menedzsment ösztönzési rendszerének fontos eleme, amely ösztönzési rendszerben prémiumbankot is működtetnek.

A Continental Temic Hungary Kft.-nél kialakították és működtetik a Balanced Scorecard rendszer csúcst jelentő megoldást, vagyis az egyéni szintre lebontott rendszert. Ez a gyakorlati alkalmazás Magyarországon mindenképpen, de még Európában is kuriózumnak tekinthető!

M13: Részletes esettanulmány: A Béres Csoport

M13/1. A Béres Csoport bemutatása

A Béres Gyógyszergyár családi tulajdonban lévő magyar vállalkozás, melynek élén a Béres Csepp alkotója, Dr. Béres József, és fia állnak. Piacvezető az egészségmegőrző készítmények gyártása és forgalmazása terén, világszínvonalú, nemzetközi minőségbiztosítási rendszereknek megfelelő gyártókapacitással rendelkezik. "Az egészséges emberért" jelmondat értelmében készítményei fejlesztésekor mindig természetes alapanyagok felhasználására és a mellékhatások minimalizására törekszik. Az Alapító munkájának szellemében tudatos fejlesztési és újítói munkát végez: jelenleg 30 készítményt forgalmaz és további 31 engedélyezett terméke vár piaci bevezetésre, valamint 20 készítménye áll engedélyeztetés alatt. Aktív társadalmi szerepet vállal és gyakran támogat hazai egészségvédelmi, kulturális, karitatív és egyházi célokat, az üzleti etikai normákat mindig tiszteletben tartja és ezt munkatársaitól is elvárja. Nyereségét hazai fejlesztésekre és munkahelyteremtésre fordítja, kommunikációs tevékenységében nemcsak saját termékei népszerűsítésére, hanem az egészséges életmód oktatására is nagy hangsúlyt fektet. A Béres Gyógyszergyár minden területen magasan képzett és tapasztalt kollégák szaktudására és munkájára támaszkodhat.

A "Béres" – független felmérések szerint – az egyik legismertebb és legnépszerűbb márkanév Magyarországon: a Béres gyógyszerek, gyógyhatású készítmények és étrendkiegészítők minden településen megtalálhatóak, és a legkisebbektől a legidősebbekig sok millióan ismerik és használják őket.

A névadó vállalat, a Béres Gyógyszergyár nem szokványos cég: egy karizmatikus kutató találmányára építve magyar tulajdonú családi vállalkozásnak indult és a több mint egy évtizedes piaci verseny során is sikerült megőriznie függetlenségét, népszerűségét és emberközpontúságát.

A találmány – mely köré egy cégcsoport és tucatnyi termékből álló kínálat épült – az úgynevezett Béres Csepp, melyet 1972-ben alkotott meg Dr. Béres József. A Béres Csepp nyomelem-pótló készítmény, mely segít megőrizni az emberi szervezet ellenálló-képességét és ugyanakkor használható kiegészítő kezelésként tumoros betegségben szenvedők általános állapotának és közérzetének javítására.

1989-ben a család a Béres Csepp terjesztésére és népszerűsítésére megalakította a Béres Részvénytársaságot, és a készítmény ezt követően megkezdte töretlenül felfelé ívelő pályáját.

A Béres Csepp töretlen sikerét és a "Béres" márkanév rendkívüli népszerűségét látva a cég további jelentős fejlesztésekbe fogott és tucatnyi egészségmegőrző terméket és gyógyhatású készítményt vezetett be Magyarországon és a régió országaiban. Mára a Béres Cseppet gyógyszerre minősítették és feltalálóját a Széchenyi-díjjal, az ország legrangosabb tudományos elismerésével tüntették ki. Ma a Béres Gyógyszergyár Rt. Magyarország egyik legnagyobb OTC gyógyszergyártó és forgalmazó vállalata.

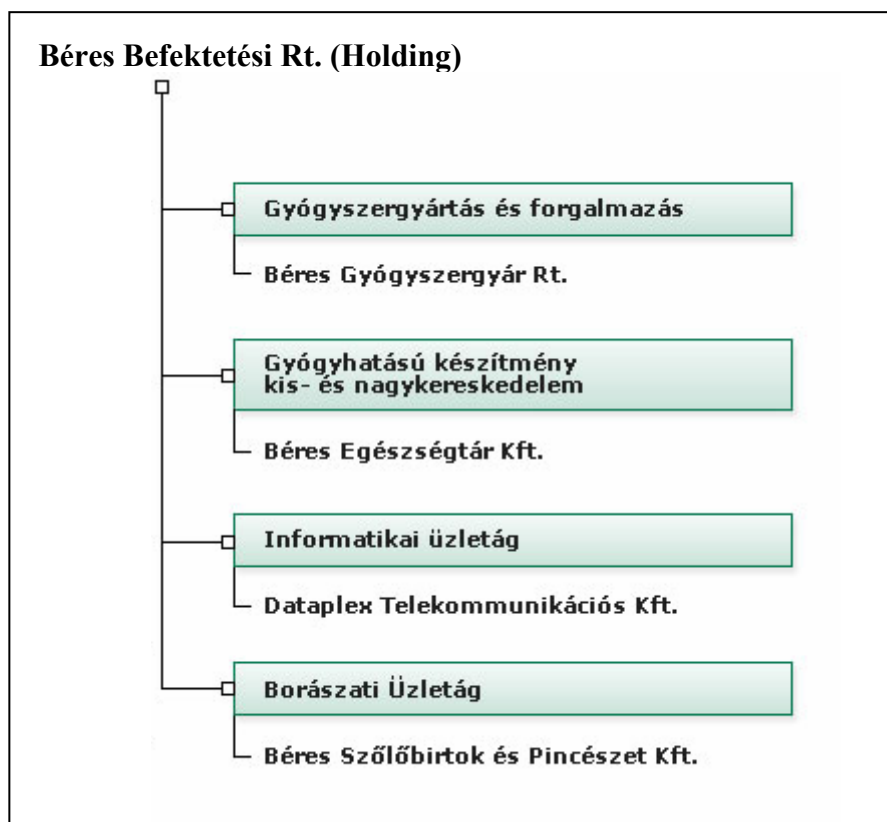
A termelői áron mintegy 10 milliárd forint nagyságrendű belföldi egészségmegőrző piac közel 50 százaléka a Béresé. A multivitamin piacon a forgalom 85 százalékát adó három nagy szereplő közül a piacvezető a Béres egyik termékcsaládja 1,2 milliárd forint bevétellel. A C-vitaminok és a kalciumpótló termékek piacán 25-25 százalékos részesedésük van. A nem vényköteles, úgynevezett OTC termékek között a második legnagyobb forgalma egy Béres terméknek van.

A Béres Gyógyszergyár Rt. bővíteni kívánja az exportot is. A külföldön Ukrajna, Románia és Szlovákia a fő célpont. Ezekben az országokban a piacépítést saját maga végzi a társaság. A múlt évben az előző évi 100 millió forintról 270 millió forintra nőtt az ezekbe az országokba irányuló kivitel. Ezen belül kiugró növekedés volt Ukrajnában.

Az Európai Unió piacán stratégiai partner nélkül nem lehet boldogulni, ezért több lehetséges szövetséggel folynak tárgyalások, hogy a cég készítményei a nyugati piacokon is megjelenhessenek.

Alapítása óta a Béres Részvénytársaság a gazdaság több szektorában érdekelt vállalatcsoporttá vált, de ugyanakkor megmaradt többségében családi tulajdonú, a teljes emberi életért dolgozó, emberközpontú cégnek, melynek központi célkitűzése továbbra is, hogy az egészséges emberért dolgozzon.

A cégcsoport holding-szervezetben működik, melynek középpontjában a Béres Befektetési Rt. áll (77. ábra).¹¹²



77. ábra: A Béres Csoport felépítése

Forrás: Béres Rt. prezentáció

A Béres Csoporthoz tartozó Béres Gyógyszergyár Rt. változatlanul az egészségvédő szerekre, elsősorban vitamin-, ásványi anyag és nyomelem tartalmú készítményekre összpontosítja a tevékenységét. A belföldi piacon a növekedést főleg az egészségtudatosság további térnyerésére alapozza és az új innovatív termékek bevezetésére építi a társaság.

A Béres Csoport gyógyszer- és gyógytermékek kis- és nagykereskedelmével foglalkozó egyik érdekeltje az egyik legnagyobb gyógyszer nagykereskedőként működő Hungaropharma, amelyben 30 százalékos részesedése van a Béres Csoportnak. A fitotéka készítmények kis- és nagykereskedelmével foglalkozó Béres Egészségtár Kft., amely 2003-ban közel 2 milliárd forint nettó árbevételt ért el, ezen a nagykereskedelmi piacon meghatározó szereplő.

A Béres Csoport informatikai üzletágának tagja a Dataplex Telekommunikációs Kft., amely infokommunikációs infrastruktúra kihelyezési szolgáltatásokat nyújt vállalati partnereinek.

A vállalatcsoport legfiatalabb vállalkozása a Béres Szőlőbirtok és Pincészet Kft. A cég Tokaj-Hegyalján 80 hektár területtel rendelkezik, amelyet a Béres családtól bérel. Ebből 11 hektár már

¹¹² Az esettanulmány elkészítése utáni időszakban a Béres Csoport értékesítette az Informatikai Üzletágát alkotó Dataplex Telekommunikációs Kft.-t.

termő, 35 hektár telepítése pedig most folyik. A borászati technológia kiépítését közel 800 millió forint beruházással valósítja meg a társaság. Ebből 500 millió forint a saját forrás, 250 millió forint vissza nem térítendő támogatás a SAPARD programból, 45 millió forint támogatást pedig a Földművelési- és Vidékfejlesztési Minisztérium adott. A befektetés megtérülése csak hosszabb távon várható.

Ezekon kívül több kisebb vállalkozás is a cégcsoportba tartozik.

A Béres Csoport holdingvállalata a Béres Befektetési Rt., amelynek konszolidált nettó árbevétele 2003-ban 7,45 milliárd forint volt, az üzemi tevékenység eredménye pedig 420 millió forintot tett ki. Az árbevétel 38 százalékkal nőtt egy év alatt, a nyereség pedig közel háromszorosára emelkedett.

M13/2. Irányítási, kontrolling rendszer a Béres Csoportnál

A Csoporton belül a Béres Befektetési Rt. végez belső szolgáltatásokat – mint például a könyvelést és az IT szolgáltatást. Könyvelési feladatokra a Megatrend 2000 Rt. által készített és forgalmazott Infosys szoftvert használják 1996-tól.

A Béres Befektetési Rt. végzi a csoport controlling tevékenységeit, ezen felül a cégcsoportban a Béres Gyógyszergyár Rt. és a Béres Egészségtár Kft. is önálló controlling szervezettel rendelkezik.

A könyvelési feladatokra alkalmazott Infosys rendszer controlling modulját nem használják a Csoportban, hanem Excelben végzik a controlling tevékenységet. Ez alól kivételt képez a Béres Gyógyszergyár Rt., ahol erre a tevékenységre a bevezetés alatt álló TM1 szoftvert alkalmazzák¹¹³. Tervezik a TM1 rendszer csoport-szintű elterjesztését, és nem csak controlling, hanem vezetői információs jelentési célokra is kívánják használni.

Klasszikus értelemben véve nem alkalmaznak Balanced Scorecard rendszert, de kulcsteljesítmény-mutatókat határoznak meg, amelyek elsősorban pénzügyiek. Emellett alkalmaznak nem pénzügyi mutatókat is, mint például: piaci részesedés; egyes termékek piacvezetőek legyenek, stb.

M13/3. A tulajdonosi értékmérés a Béres Csoportnál

A tulajdonosi érték maximalizálását célzó mérési módszereket a Csoportban az akvizíciók értékelésénél, az új termékek bevezetésénél, valamint a teljesítménymérés során alkalmazzák.

M13/3.1. Akvizíciók értékelése

Az akvizíciós lehetőségekre nem kifejezetten fókuszálnak, de nyitott szemmel járnak, hogy az adódó lehetőségeket ki tudják használni. Vannak persze kivételek is – amikor 'túl sok' cash halmozódik fel a csoportban, akkor fókuszáltabban keresik az akvizíciós lehetőségeket.

Az akvizíciós lehetőség feltárása után hosszú távú üzleti tervet készítenek éves bontásban, a részletes előrejelzési periódust követő időszak eredményének meghatározására pedig maradványérték-számítást végeznek. A maradványérték meghatározására – ahol lehet – elsősorban örökjáradék módszert (Perpetuity Method) alkalmaznak. *Szabad cash flow számítás*at végeznek és belső megtérülési rátát kalkulálnak, amely hátrányaival tisztában vannak és ennek megfelelően veszik figyelembe a döntéshozatal során.

Azon időtáv meghatározásánál, amelyre részletes cash flow számításat végeznek, több szempontot figyelembe vesznek, például:

- Ha felvásárolnak egy kihasználatlan kapacitású gépet, akkor addig tekintenek előre, amíg az egy cél kapacitás-kihasználtságot el nem ér, vagy

¹¹³ A TM1 az Applix Inc. által gyártott és az IFUA Horváth & Partners Kft. által forgalmazott, a tervező, beszámoló, elemző rendszereket támogató ügynevezett OLAP (On-line Analytical Processing) informatikai eszköz.

- ameddig nem kell egy újabb nagy befektetést eszközölni a projektben. (Például ha megveszik most 0,5 milliárd forintért, majd 3 év múlva rá kell költeni újabb 0,5 milliárd forintot, hogy fejlődjön a cég, akkor ilyen esetben azt már egy külön projektnek tekintik.)

M13/3.2. Teljesítménymérés

Teljesítménymérésre 1999 óta a *hozzáadott gazdasági érték* módszert használják, amit 2003-ban összekapcsoltak a dolgozók egyéni teljesítménymérési rendszerével.

A 18 hónapos operatív terv készítésekor EVATM tervet is készítenek cég és hónap bontásban. (Amely cégeknél van stratégiai terv, ott az 5 éves stratégiai tervben is szerepel EVATM számítás.) Az üzleti évet elválasztják a naptári évtől, egy üzleti évnek a július 01-től június 30-ig terjedő időszakot tekintik. (Ennek oka, hogy a termékek elsősorban télen fogynak.)

M13/3.2.1. EVATM számítás

Az EVATM számítást három szinten végzik:

- *Csoportszintű EVATM*: az egyes vállalatok EVATM-inak összegzése úgy, hogy az egymás közötti tranzakciókat kiszűrik.
- *Cégszintű EVATM*: azon cégeknél, ahol már beállt a tevékenység, és nem a bevezetés, felfuttatás időszakában vannak.
- *Termék-EVA^{TM114}*: új termék bevezetésénél a bevezetés időszakában a termékre készítenek EVA tervet. A bevétel, költség, és lekötött tőke oldalt is megtervezik általában 5 éves időtartamra úgy, hogy maradványértékkel nem számolnak. Elvárás, hogy a terméknek önmagában, maradványérték nélkül is pozitív EVATM értéket kell produkálnia.

A csoportszintű és a cégszintű EVATM-t havi szinten számolják, az éves EVATM a havi EVATM-k összegzésével áll elő. Ennek oka elsősorban a befektetett tőke éven belüli szezonális változása. Jelentést viszont csak negyedévente készítenek róla, de akkor is külön számolják a 3 hónap EVATM-ját.

A csoportszintű EVATM tervezési sémájának meghatározásánál kétféle megoldás lehetséges:

- valamennyi egyedi cég korrekcióit külön sorként betenni egy nagy, egyesített EVATM táblázatba, amiben minden benne van, vagy pedig
- minden cég külön elvégzi a saját (és a központ által meghatározott) korrekcióit, és a csoportszintű EVATM táblázatba csak a fősorok kerülnek be.

A Béres Csoportnál egyelőre – ameddig a csoportszintet excelben tervezik, és nem vezetik be erre is a TM1 szoftvert – a második megoldást alkalmazzák.

M13/3.2.2. EVATM korrekciók

Az EVATM kimutatások elkészítése során különböző korrekciókat alkalmaznak. Korrekciókat végeznek a Csoporton belül a cégek között és az egyes cégeken belül is.

Cégek közötti korrekciók a Csoporton belül:

- Minden cégnél kiveszik azokat a részesedéseket a befektetett tőkéből, amelyek a Csoport más vállalataiban vannak. Például a Béres Befektetési Rt.-nek részesedése van a Béres Gyógyszergyár Rt.-ben, ezért a Befektetési Rt., mint önálló szolgáltató cég befektetett tőkéjéből kiveszik a Gyógyszergyárban lévő részesedést. A Béres Gyógyszergyár Rt.-ben ezzel kapcsolatban semmilyen korrekció nem történik.
- Üzleti, vagy cégérték kialakulása esetén is végeznek korrekciókat. Ha céget vásárolnak a saját tőkéjétől drágábban, akkor a különbözet számvitelileg bekerül az üzleti vagy

¹¹⁴ A Termék-EVA kimutatás egy igen részletes séma, amit önálló szellemi terméknek és üzleti titoknak minősít a Béres Rt.

cégértékbe. Az EVATM meghatározásakor a befektetett tőkéből kivesszük az üzleti vagy cégértéket, az eredményből pedig az üzleti vagy cégérték amortizációját. Ha például a Befektetési Rt. vásárol egy céget a saját tőkéjétől drágábban, akkor számvitelileg a Béres Befektetési Rt. mérlegébe bekerül részesedésként a cég saját tőkéje, üzleti vagy cégértékként a saját tőkén felül kifizetett összeg, az eredménykimutatásba pedig bekerül az üzleti vagy cégérték amortizációja. EVATM korrekcióként a Béres Befektetési Rt. befektetett tőkéjéből kivesszük a részesedés értékét és az üzleti vagy cégértéket, a NOPLAT-ból pedig az üzleti vagy cégértékre elszámolt amortizációt. A csoport EVATM meghatározásához a megvásárolt vállalat befektetett tőkéjébe az üzleti vagy cégértéket beszámítják, míg az adott leányvállalati menedzsment értékelése céljából meghatározott EVATM számításához a vállalat befektetett tőkéjébe az üzleti vagy cégértéket nem számítják be.

- A cégcsoporton belüli kölcsönöket a saját tőke mozgásával egyenrangúan kezelik. Ha a Befektetési Rt. kölcsönt ad például a Dataplex Kft.-nek, akkor a Befektetési Rt. befektetett tőkéjéből kivesszük ugyanúgy, mint a részesedéseket, a Dataplex mérlegébe pedig saját tőkeként kerül be.
- Különböző egyéb költségeket tőkésítenek. Például ha cégvásárlás történik és jutalékot fizetnek, vagy esetleg tanácsadói költség merül fel. Mindezek a Befektetési Rt.-nél felmerülő költségek, amit kivesszünk a Befektetési Rt. költségeiből, és beteszük a vásárlás tárgyát képező cég befektetett tőkéjébe.

Cégen belüli korrekciók:

- A kutatási költségeket tőkésítik. A projekt például 3-4 évre elhúzódik, amely idő alatt a költségeket kivesszük a kimutatásokból, és átteszik tőkeként a mérlegbe. A kutatás befejezése után amortizálják a tőkét, az amortizációt költségként mutatják ki, mellyel egyidejűleg és összefüggésben a tőkét csökkentik.
- A marketing költségeket is tőkésítik. A márka felépítése több évet vesz igénybe, ezért a költségek egy részét tőkésítik, hasonlóan a kutatási költségekhez.
- Saját használatú ingatlant nem amortizálnak, az ingatlan amortizációját átteszik a befektetett tőkébe.
- Készlet-átértékelést nem végeznek.
- Pénzügyi lízing konstrukció előfordul a Csoportban, de ezeknél nincs teendő, mivel a szituáció olyan, mintha hitelből vásároltak volna. Operatív lízing, tartós bérlet nincs a Csoportban, ahol a korrekcióknak jelentősége lenne.

Az adózás utáni operatív eredmény meghatározásakor effektív adókulcsot vesznek figyelembe, tény NOPLAT számításakor a tény adókulcsot, terv NOPLAT számításához pedig tapasztalati adókulcsot. Az effektív adókulcs 16%-nál kevesebb, mert az adóalapcsökkentő tételek rendszerint meghaladják az adóalap növelő tételeket.

M13/3.2.3. A tőkeköltség számítása

Nominális *súlyozott átlagos tőkeköltség* értékekkel számolnak – a több éves EVATM számítás esetén csökkenő nominális súlyozott átlagos tőkeköltséget alkalmaznak. (Az egyes cégeknél a tőkeköltség nagyon közel van egymáshoz, kivételek az ingatlan cégek, ahol jóval alacsonyabb, az IT cégnél pedig magas.)

A *saját tőke költségét* hasonló tevékenységű cégek piaci adatai alapján felépítéses módszerrel határozzák meg, amelyet összevetnek a tulajdonos elvárásával. A piaci trendek alapján javaslatot tesznek a tulajdonosoknak, a tulajdonosi elvárást tendálják a piac felé. Az alkalmazott tőkeköltséget illetően a tulajdonos mondja ki a végső szót.

A *tőkeszerkezet* meghatározásánál abból indulnak ki, hogy egy vállalatnak nem feltétlenül az a valódi tőkeszerkezete, ami a mérlegéből kitűnik, és ráadásul a tőkeszerkezetéről sem önállóan dönt. A tőkeszerkezetéről a holdingközpont dönt, tőkét emelhet, vagy kölcsönt adhat a leányvállalatának,

engedélyezheti, hogy önállóan vegyen fel hitelt, de kötelezheti is, hogy vegyen fel saját nevében hitelt. Ezért kétféle hitelt különítenek el – dedikált és nem dedikált hiteleket. Minden egyes hitelről egyedileg döntenek el, melyik kategóriába tartozik.

Dedikált hitelek közé tartozik, ha egy leányvállalat a saját tevékenységéhez vesz fel hitelt. Ezt a hitelt a holdingközpont saját célú hitelfelvételnek minősíti, és ebben az esetben ezt a hitelt az adott cégnél veszik figyelembe. Ilyen viszonylag kevés van, például az ingatlanfejlesztési projektekhez felvett projekthitelek, vagy egyes lízingek.

A nem dedikált hitelek vagy a holdingközpont, vagy a leányvállalatok által felvett hitelek, melyek célját nem lehet egyértelműen és kizárólag a felvevő vállalathoz kötni, és a dedikált hitelek közé sorolni. Ilyen a legtöbb hitel, például hosszú távú általános felhasználási célú fix hitelek, éves rülirozó hitelek, folyószámlahitelek. Ezeket a hiteleket a cégcsoport valamennyi cégéhez egységesen osztják le, nagyjából befektetett tőke (befektetett tőke = eszközállomány – szállítók – egyéb kötelezettségek) arányosan úgy, hogy korrigálnak a dedikált hitelekkel (vagyis a befektetett tőkét csökkentik a dedikált hitelekkel), hiszen azon eszközökre, amelyekhez már például 100%-ban hitelt dedikáltak, nem oszthatnak még nem dedikált hitelt is.

Az *idegen tőke költségének* meghatározásakor abból indulnak ki, hogy devizás hiteleknél alacsonyabb a kamat, de kockázatosabb. Az idegen tőke költsége HUF-ban a BUBOR fölött egy minimális többlettel tekinthető, ezért BUBOR-t használnak egységesen.

Adókulcsként effektív adókulcsot használnak, negatív eredményű cég esetében pedig nullát.

Összességében elmondható, hogy a WACC számítást nem túlzottan szofisztikáltan végzik, mert azt nem tartják indokoltnak. A nem indokoltságot az magyarázza, hogy a WACC-ra terv-tény elemzést nem végeznek a teljesítményértékelés során (ugyanazzal a WACC-al kalkulálnak), így nincs jelentősége $\pm 1\%$ pont eltérésnek.

M13/3.2.4. Az EVATM alkalmazása az egyéni teljesítménymérésben

A teljesítményértékelő mérést 2004 közepén – a Gyógyszergyárban 2003 közepén – vezették be, és jelenleg tesztüzemben működik.

A teljesítményértékelő rendszerben elért pontszám egy bizonyos %-a a cég EVATM-jának a függvénye terv-tény összehasonlításban. Az EVATM figyelembevétele különböző vezetői szinteken eltér egymástól:

- legfelső vezetőknel 100%-ban,
- alsóbb szinten 75-60-50%-ban függ az EVATM-tól.

A Holding dolgozóinak értékelésére a csoportszintű EVATM-t számítják ki. A gyári munkások nem szerepelnek az EVATM alapú ösztönzésben, a kereskedőknek pedig külön bónusz mérésük van. (A gyógyszergyárban a létszám 230 fő, ebből fizikai dolgozó 80 fő.)

Ez a teljesítményértékelő rendszer nem feltétlenül hosszú távú elkötelezettséget jelent, ezért készül egy 5 éves stratégiai terv, amelynek alapján az éves üzleti tervet úgy kell elkészíteni, hogy az abban rögzített EVATM elvárásnak megfeleljen.

Az elért EVATM, valamint a kitűzött célok és a hozzárendelt függvények segítségével mindenki számára megállapítanak egy pontértéket, ami alapján értékelik a teljesítményét.

A részarányos teljesítést negyedévente mérik, de ez csak tájékoztató adat arra vonatkozóan, hogy hol állnak az éves tervhez képest.

M13/3.3. Összegzés

A Béres Csoportnál a hozzáadott gazdasági érték alapú teljesítménymérés alkalmazása példaértékűnek tekinthető. A valós érték megállapítása érdekében optimális számú, az értéket

szignifikánsan befolyásoló korrekciók elvégzésére törekszenek, és azt nagy alapossággal el is végzik.

A Béres Csoportnál az EVATM-t a tulajdonos és a menedzsment elfogadta, valamint azok a dolgozók, akik dolgoznak vele és döntéseket hoznak ez alapján, azok szintén elfogadták (például a termék EVATM-t). A Befektetési Rt.-ben még a fizikai munkások (karbantartó, gépjármű ügyintéző) is érintettek az EVATM-ban, de a döntéseik során valószínűleg nem az EVATM-t fogják figyelembe venni. Költségcsökkentésre törekszenek, a befektetett tőke csökkentésére nem igazán figyelnek, de valójában nem is ők döntenek benne.

A Béres Csoport vezetői az EVATM módszert általánosságban hasznos eszköznek, de nem csodaszernek tekintik. A szemléletformáló erejét nagyon jónak tartják, mert ráirányítja a figyelmet arra, hogy a tőkét is figyelembe kell venni, nem csak az eredményt! A Béres Csoport megítélése alapján folyamatosan működő cégre lehet jól alkalmazni az EVATM-t, míg beruházási, befektetési szakaszban nem igazán hasznosítható.

A teljesítménymérési rendszer vonatkozásában a Béres Csoportnál különböző fejlesztési tervekben gondolkodnak a jövő vonatkozásában:

- Egyedi dolgok beépítését tervezik. (Kérdésként merül fel például, hogy az ingatlaneladást, cégeladást beillesztik-e az EVATM rendszerbe, vagy külön rendszert alkalmazzanak?)
- A technikai támogatottságot növelni kívánják, és az excel helyett a TM1 rendszert szándékoznak egységesen alkalmazni.
- Gondolkodnak az EVATM érték és a hozzá rendelt pontszám közötti függvény meredekségeinek (ami jelenleg egy törtvonalas függvény) változtatásán.

A Béres Csoport álláspontja az, hogy további finomítások mindig elképzelhetők a tapasztalatok alapján, a rendszer tökéletesítése folyamatosan történhet.

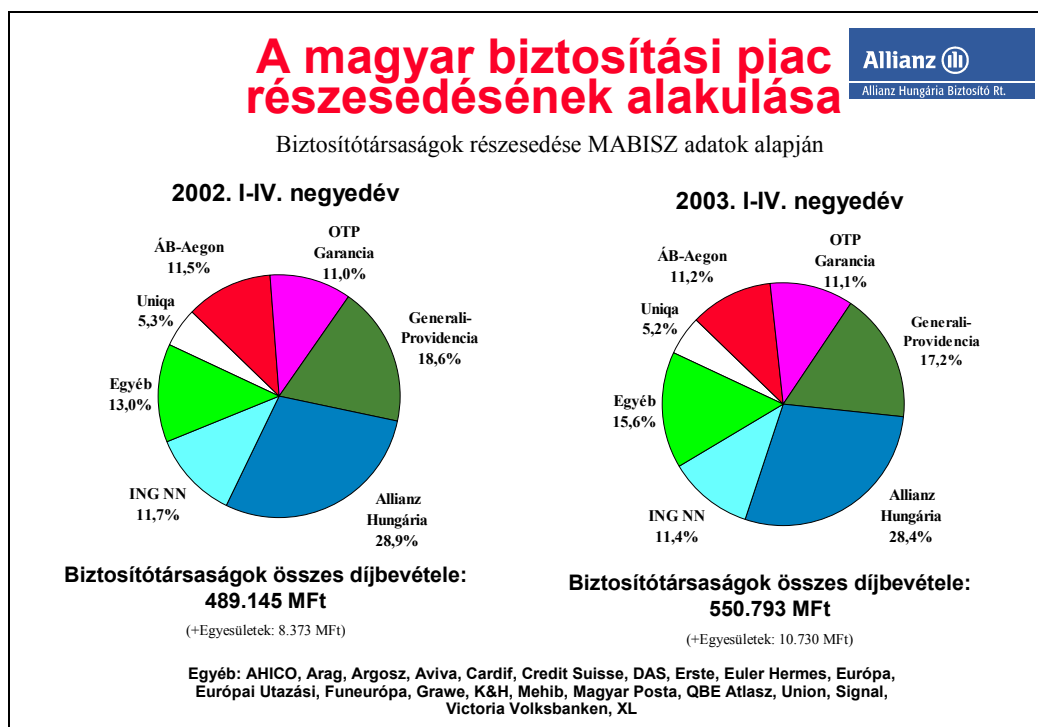
M14: Részletes esettanulmány: Az Allianz Hungária Biztosító Rt.

M14/1. Az Allianz Hungária Biztosító Rt. bemutatása

A többszereplős hazai biztosítási piac megteremtésének első lépéseként 1986. július 1-jén Magyarországon megszűnt az állami biztosítási monopólium. Az addigi egyetlen biztosítótársaságból kiválva született meg a Hungária Biztosító, amely megkapta a korábbi állami vállalat teljes gépjármű-, iparivagyon-, exporthitel-, nemzetközi biztosítási ágazatait és a viszontbiztosítást. Az élet- és bal-eset-biztosítási, valamint a lakásbiztosítási termékeit, továbbá a magánvállalkozóknak szóló biztosítási kínálatát nulláról építkezve saját magának kellett megteremtenie.

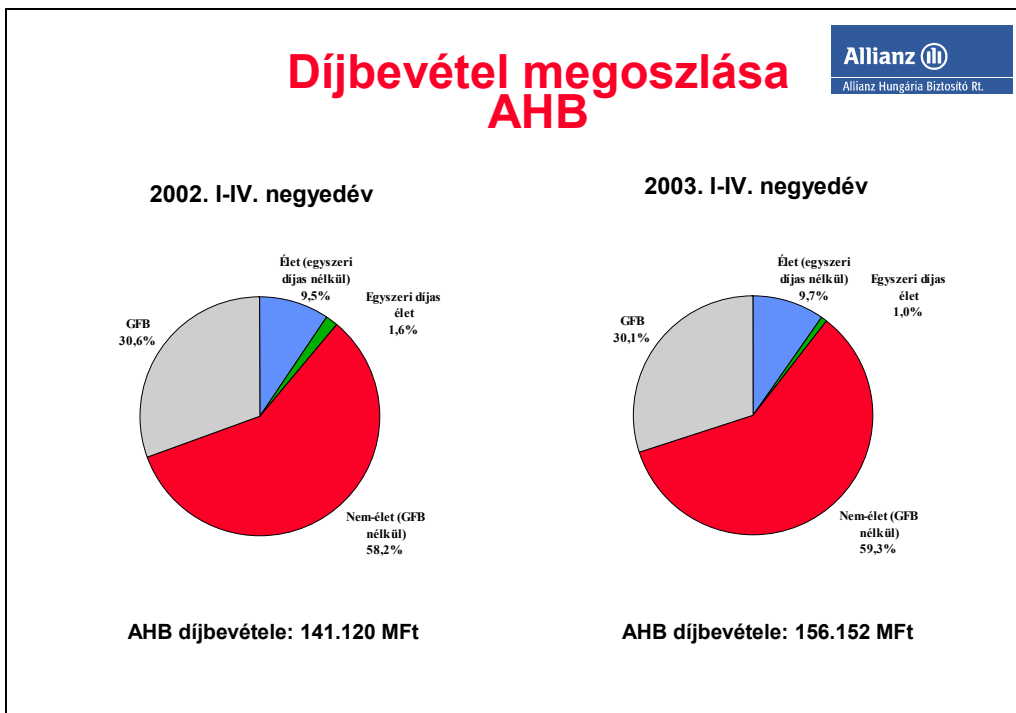
1990. február 28-án a Hungária Biztosító részvénytársasággá alakult. Ezzel egy időben a világ egyik legnagyobb biztosítócsoportja, a müncheni székhelyű Allianz 49 százalékos tulajdonosi részesedést szerzett a társaságban. Az Allianz a világ egyik legnagyobb biztosítási és pénzügyi szolgáltatóháza, Európában piacvezető és a világon is a második legnagyobb tőzsdei értékű biztosítócsoport. Az Allianz a világ több mint 70 országában nyújt biztosítási és pénzügyi szolgáltatásokat. A csoporthoz csatlakozott társaságok rendszerint erős pozícióval rendelkeznek saját piacukon szerette Európában, Észak-Amerikában, Dél-Amerikában és Ausztráliában csakúgy, mint Ázsia és Kelet-Európa fejlődő piacain. Az Allianz 1996-tól a társaság 100 százalékos tulajdonosa, a Hungária Biztosító Rt. pedig az Allianz Csoport teljes jogú tagja lett. Alapításának 15. évfordulójától, 2001. július 1-jétől a társaság neve Allianz Hungária Biztosító Rt.-re egészült ki.

Az elmúlt több mint 10 évben az Allianz által nyújtott nemzetközi tudásmenedzsment és a tízmilliárdos nagyságrendű befektetések biztosították a Hungária Biztosító számára a biztos fejlődést, a korszerű termékek és modern ügyfélszolgálati módszerek bevezetését. Az Allianz Hungária Biztosító Rt. Magyarország piacvezető biztosítótársaságává, erős pénzügyi vállalattá vált. A nem-élet biztosítások piacán évek óta őrzi piacvezető pozícióját, az életbiztosítások esetében pedig – bár a piac többi vezető szereplőjénél később indult – az utóbbi években megtöbbszörözte részesedését (78-79. ábra).



78. ábra: A magyar biztosítási piac részesedésének alakulása

Forrás: Allianz Hungária Biztosító prezentáció



79. ábra: A díjbevétel megoszlása az Allianz Hungária Biztosító Rt.-nél

Forrás: Allianz Hungária Biztosító prezentáció

Az Allianz Hungária Biztosító nyugdíjpénztára dicsekedhet a legtöbb önkéntes taggal az országban. Hazánk Top 200 vállalkozása közül 164 a Hungária Biztosítót választotta biztosítási partneréül. Az ország területén száznál több fiók és kárrendezési központ áll az Allianz Hungária Biztosító ügyfeleinek rendelkezésére. A fiókokhoz ügynökszervezetek tartoznak, a fiókok pedig területi igazgatóságokhoz – profitcentrumokhoz – vannak rendelve. Az Allianz Hungária Biztosító területi igazgatóságainak és ágazatainak (LOB, Line of Business) mátrix rendszerét mutatja a 80. ábra.



80. ábra: Az Allianz Hungária Biztosító Rt. szervezeti felépítése

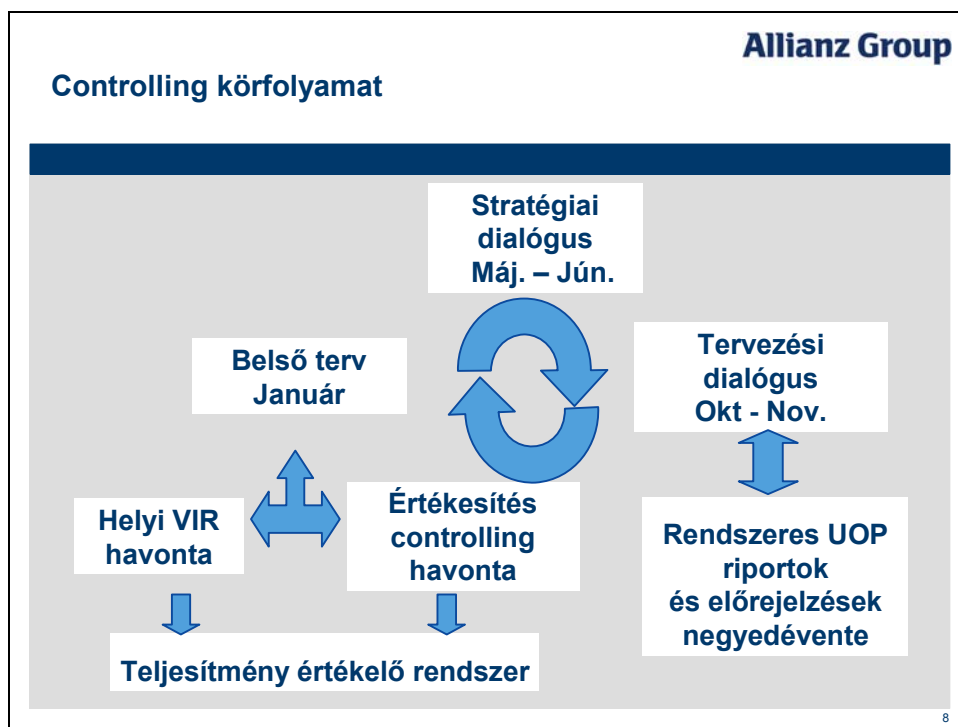
Forrás: Allianz Hungária Biztosító Rt. prezentáció

Jelmagyarázat:

1. INT. & COMM. = Nagyvállalati- és Nemzetközi Profitcentrum (Igazgatóság)
2. TPL = Third Party Liability = Kötelező Gépjármű Felelősségbiztosítás
3. PrivProp = Private Property = Lakossági vagyonszociális (lakásbiztosítás)
4. SME = Small and Medium Entrepreneurial = Kis- és Középvállalkozások biztosítása
5. Fronting = Még az EU csatlakozás előtt a nemzetközi vállalatok magyarországi leányvállalatai nem köthet-tek biztosítást (vagyon, felelősség, stb.) az anyaországi biztosítójukkal, csak Magyarországon bejegyzett biz-tosítótársasággal. Ezért ezt úgy hidalták át, hogy megkötötték a biztosítást egy hazai biztosítóval (Fronting biztosító), majd ez a társaság továbbkötötte a biztosítást a külföldi biztosítóhoz, mint viszontbiztosítóhoz (a hazai társaságok számára nyilván engedélyezett, hogy a kockázatporlasztás érdekében az erre szakosodott külföldi viszontbiztosító társaságokkal is VB szerződéseket kössenek). A különbség a normál VB szerződés-hez képest az, hogy a vállalatnál a hazai biztosítóhoz befolyt díjat a magyar biztosító teljes egészében „továbbvébézi” a külföldi biztosító felé.
6. Liability = Felelősségbiztosítás általánosan. A biztosító megtéríti a biztosított – mint a szerződésben megje-lölt tevékenység folytatója, telephely, részleg, munkahely, üzlet fenntartója és üzemeltetője – által szerződés-sen kívül okozott mindazon személyi sérüléssel és tárgyrongálással károkat, melyekért a biztosított a magyar jog szabályai alapján kártérítési kötelezettséggel tartozik.

M14/2. Irányítási, controlling rendszer az Allianz Hungária Biztosító Rt.-nél

Az irányítási, controlling rendszer az Allianz Hungária Biztosítónál egy jól megtervezett és átfogó körfolyamattal írható le (81. ábra).



81. ábra: Controlling körfolyamat az Allianz Hungária Biztosító Rt.-nél

Forrás: Allianz Hungária Biztosító Rt. prezentáció

A controlling körfolyamatban szereplő feladatokat a Stratégia és Controlling szervezeti egység fogja össze, amely a pénzügyi vezérigazgató-helyettes irányítása alá tartozik. A különböző részfeladatoknál bevonásra kerülnek az eredményfelelőséggel bíró ágazatok és a területi igazgatóságok is. A folyamatot eszközként az SAP támogatja 1998 óta. (A tervezés jelenleg még Excel-ben történik, de folyamatban van az SAP SEM – Strategic Enterprise Management, Stratégiai Vállalatirányítás – moduljának bevezetése.)

A cégnél a stratégia lebontására alkalmazzák a *kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszert*, de csak cégszinten.

Május-június hónapokban zajlik a *stratégia felülvizsgálata*, amelyet kötött rendszer jellemez az egész csoport vonatkozásában. Komplex elemzést készítenek – *SWOT elemzést* végeznek, vizsgálják az erősségeket, gyengeségeket, lehetőségeket, veszélyeket, feltárják a piaci körülményeket. Feltérképezik, hogy milyen akvizíciók voltak a piacon, mennyire veszélyezteti ez az Allianz Hungária működését, illetve milyen lehetőségeket teremt számára. Alapkérdésnek tekintik, hogy mit kell tenni a versenyképesség megőrzése érdekében.

Kiválasztanak egy 4-5 társaságból álló fő csoportot (peer group), amit irányadónak tekintenek, és azt kiemelten vizsgálják. Elemzik a főbb makrofolyamatokat, a piaci portfóliót, meghatározzák, hogy mi a tendencia, mi a stratégiájuk, például hogy ügynökökkel dolgoznak vagy brókerhálózattal, stb. Beszerzik a versenytársak beszámolóit, valamint évközben is gyűjtik a híreket, és ezeket együttesen elemzik pénzügyi, vagyoni, jövedelmezőségi, stb. szempontból. Elemzik a társaságok piaci részesedését (élet, nem-élet), növekedését (díjbevétel, állománydíj), a nyugdíjpénztárak taglétszámát, vagyonát.

A *benchmark csoporttal való összehasonlításban* elvégzett *piac- és versenytárs-elemzést* követően *stratégiai akciókat fogalmazznak meg* úgy, hogy figyelembe veszik a korábbi akciók megvalósulását, valamint a jövőbeli akciókra rendelkezésre álló pénzügyi erőforrásokat. A stratégia meghatározásával irányelveket adnak a 3 éves tervezéshez.

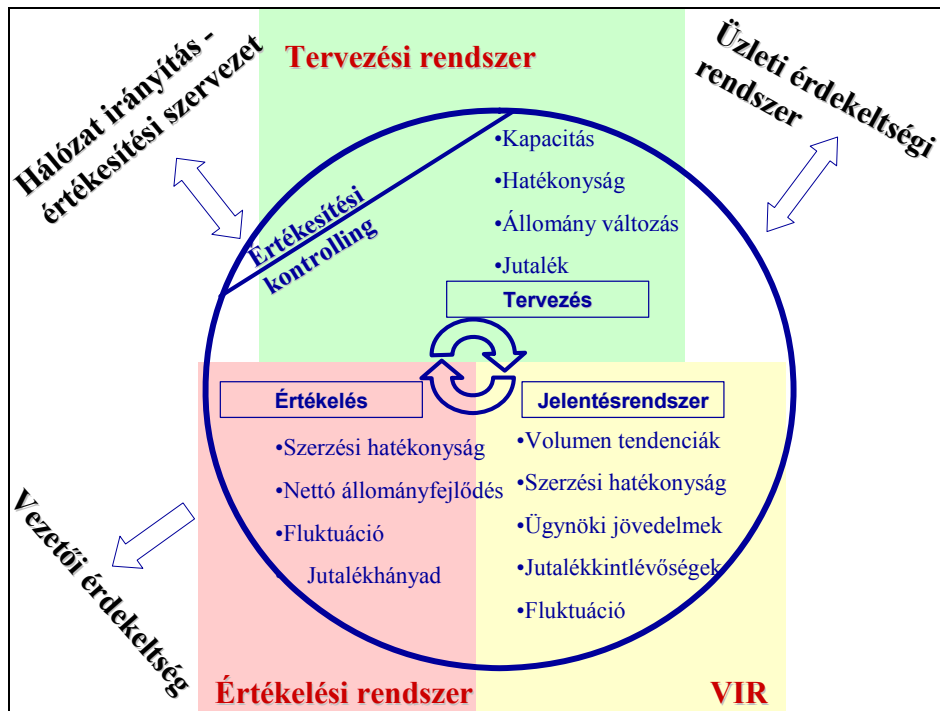
A részletes 3 éves *üzleti terv* október-november hónapok folyamán készül éves bontásban, összefüggésben a *stratégiai célokkal*. (Az első év az igazán részletes, a 2-3. év az úgynevezett előrettekintés.) A tervezés első lépéseként előrejelzik a tárgyévre várható adatokat (Forecast 1), ami iránymutatásképpen szolgál a tervezéshez. A tervadatok meghatározása az ágazatok által történik, és felbontásra kerülnek területi igazgatóságokra, profitcenterekre is, akik effektíven résztvesznek a tervezési folyamatban. Célokat határoznak meg az abszolút számokban és a fő mutatószámokban is ágazatonként, régióként, mindezt a bevételek és az egyes költségtételek vonatkozásában. A bevétel tervezése két dimenzióban történik – a piaci feltételeket összevetik a kereskedői kapacitásokkal.

A tervezés során előállított adatoknak meg kell felelni a

- *helyi számviteli előírásoknak*,
- a *nemzetközi számviteli standardoknak* (International Financial Reporting Standards, IFRS), és a
- csoport által előírt *operatív teljesítménymérési elveknek* (Underlying Operating Performance, UOP)

Ennek érdekében első körben a magyar számviteli elveknek megfelelő eredménykimutatást készítenek, valamint megtervezik azokat a mérlegtételeket, amelyek az IFRS és az UOP kimutatásokhoz szükségesek. A magyar elvek szerint készített kimutatások korrekciójával állítják elő az IFRS elveinek megfelelő kimutatásokat, valamint az UOP kimutatásokat. Az IFRS és az UOP kimutatásokat kell az anyavállalat felé is kommunikálni.

Az irányítási, kontrolling rendszerben a tervezés mellett kiemelt szerepe van az értékelési, valamint a jelentési rendszernek is (82. ábra).



82. ábra: A tervezési, az értékelési és a jelentési rendszer kapcsolata az Allianz Hungária Biztosító Rt.-nél

Forrás: Allianz Hungária Biztosító Rt. prezentáció

Havonta készítenek magyar mérleget és eredménykimutatást, valamint IFRS szerinti mérleget és eredménykimutatást. Tény UOP kimutatás csak negyedévente készül. A *költségmenedzsment értéktényezőiként* az Allianz Hungária Biztosító a következőket határozta meg:

- váltás a gondolkodásban: mennyiség-orientáltság helyett profit-orientáltság,
- korszerű tervezési rendszer (beleértve a költségtervezést is) és menedzsment információs rendszer (MIS) havi jelentésekkel,
- profitcenterek teljesítmény-mérése, mint menedzsment eszköz és a menedzsment ösztönzési rendszerének alapja,
- üzletágak, ágazatok elszámolási kötelezettsége és felelősségre vonhatósága, valamint a közvetlen költségallokációk részarányának növelése,
- megbízható információtechnológia.

A *költségtudatosság kialakítása kulcstényezőinek* pedig az alábbiakat tekintik:

- folyamatos fejlesztés
 - az előző év adatai szolgálnak bázisként a működési költségek tervezéséhez
 - referencia éven alapuló tervezés a költség helyeken
 - zéró bázisú tervezés az akvizícióknál
- szigorú projekt menedzsment
- áttekinthetőség a tervezésben, mérésben és értékelésben
- többdimenziós költségmenedzsment
 - költségtételek, költség helyek, projektek
 - üzletágak
 - profitcenterek
- infrastruktúra kiszervezése
 - IT, ingatlan
 - egyértelmű szerződéses kapcsolatok
 - kedvezőbb adózási feltételek
- elszámolhatóság és elszámolás növelése az üzletágak vezetőinél.

Az SAP adatokra épülő *Vezetői Információs Rendszer* (VIR) ágazonként, profitcentrumonként, értékesítési csatornánként (brókerek, dealerek, ügynökök) mutatja az adatokat. A vezetői riportok havonta készülnek, az SAP-ra fejlesztett lekérdező programok gyűjtik össze az adatokat. A havi VIR jelentések nagyvonalakban a következőket tartalmazzák ágazati és profitcentrum bontásban:

- Állományadatok: nyitó, záró, új szerzés, törlés (felmondás, megszűnés, kifizetés).
- Díj adatok: díjelőírás, megszolgált díj (bruttó, nettó), viszontbiztosítási (VB) díj.
- Kárráfordítás, kárkifizetés, kártartalékok (típusonként).
- Költségek (költségnem, költséghely bontásban): szerzési, igazgatási, adminisztratív.
- Eredmény, befektetési eredmény, nyugdíjpénztári vagyon és létszám.
- Létszám.
- Ügynökhatékonysági táblák (1 főre jutó szerzés, jutalék).
- Szerzési csatornák (üzletkötők, brókerek, dealerek, bank, egyéb megbízott szervezetek) szerinti bontásban a szerzést (díjban és darabban), jutalékokat.

A külön fejlesztett lekérdező programok kiváltására folyamatban van az *SAP BW* (Business Warehouse, adattárház) moduljának bevezetése. (Az értékesítés elemzés jelenleg még egy Oracle rendszerben történik, de az SAP BW modulja ezt is ki fogja váltani.)

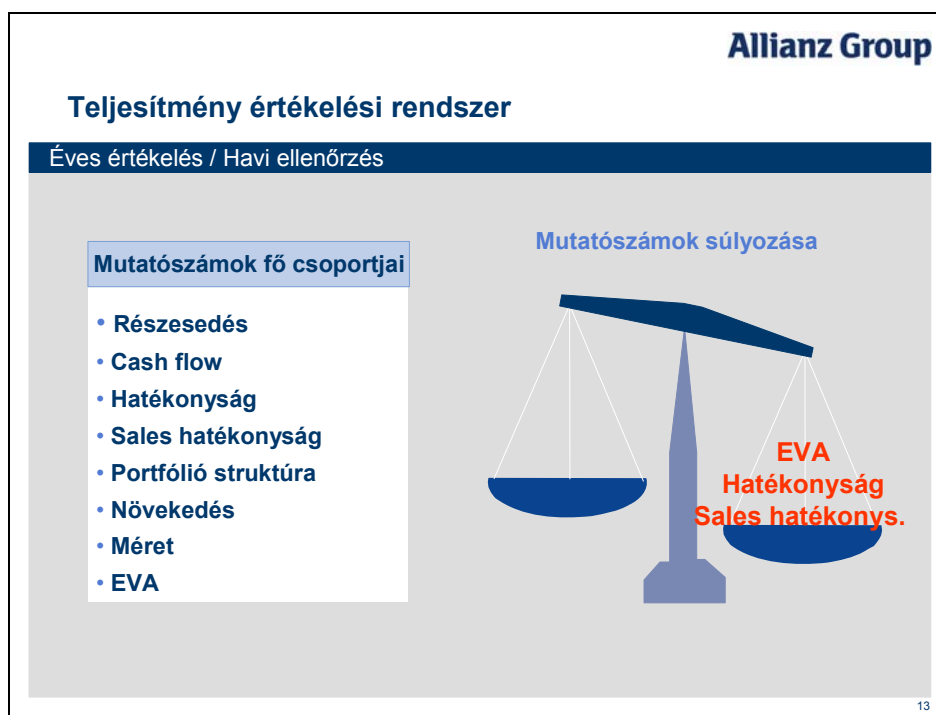
M14/3. A tulajdonosi értékmérés az Allianz Hungária Biztosító Rt.-nél

M14/3.1. Akvizíciók, projektek, beruházások értékelése

A németországi anyavállalat végzi ezt a tevékenységet, a magyar leányvállalatnál ilyen jellegű feladat nem merül fel. Az Allianz AG németországi szakemberei tesznek javaslatokat gyengébb piaci szereplők felvásárlására, elsősorban piacszerzési céllal, amit az Igazgatóság hagy jóvá.

M14/3.2. Teljesítménymérés és ösztönzés

A teljesítmény megítélésében kiemelt súllyal szerepel a *hozzáadott gazdasági érték* mutató, a hatékonyság, és a kereskedők hatékonysága (83. ábra).



83. ábra: Teljesítmény értékelési rendszer az Allianz Hungária Biztosító Rt.-nél

Forrás: Allianz Hungária Biztosító Rt. prezentáció

A teljesítménymérés első számú mutatója a hozzáadott gazdasági érték, amely az Underlying Operating Performance (UOP) módszer végtermékeként jelenik meg a cégnél. Az UOP bevezetését az anyavállalat elvárása indukálta. Az Allianz AG valamennyi leányvállalatát az EVATM mutatóval méri, ezáltal összehasonlíthatóvá teszik mind az IFRS, mind pedig az US GAAP elvei szerint készített kimutatások adatait. (Az Allianz Hungária Biztosító Rt.-nek a magyar számviteli kimutatások mellett el kell készíteni az anyavállalat részére az IFRS szerinti beszámolót is.) Az UOP kimutatás mind tervben, mind tényben ágazati szinten (Line Of Business, LOB) készül, illetve Nem-Élet és Élet összesített ágazatokra, valamint a leányvállalatokra. Ezeket töltik be egy ECCS nevű riporting rendszerbe, ahol konszolidálódik a Nem-Élet a leányvállalatokkal. Profitcentrum, fiókbontásban nem készül UOP kimutatás.

Az EVATM az ösztönzésben is szerepel – a felsővezetők, osztályvezetők fontos bónuszkritériuma. Alacsonyabb szinteken több egyéb mutatószám szerepel ösztönzési kritériumként, mint például a költséghányad, díjbevétel növekedés, kárhányad, stb.

M14/3.2.1. Az EVATM számítása

Az EVATM meghatározása képlettel kifejezve:

$$\text{EVA}^{\text{TM}} = \text{Normalizált UOP eredmény} - \text{AC} * \text{CoC}$$

Ahol:

AC = Lekötött tőke.

CoC = Tőkeköltség.

A *normalizált UOP eredmény* gyakorlatilag a normalizált adózás utáni operatív eredményt jelenti. (Az UOP eredmény azért normalizált, mert a befektetési eredményből kinormalizálják a tőzsde illetve kötvénypiac volatilitását, azaz csökkentik a nagy volatilitásból, egyszeri emelkedésből fakadó árfolyamnyereség/veszteség tárgyevi hatását, hiszen hosszabb időszak alatt ez úgyis kisimul.)

A normalizált UOP eredmény tehát az adózás előtti *normalizált operatív eredménynek* és az operatív adónak a különbsége.

Az adózás előtti operatív eredmény = biztosítástechnikai eredmény ± rendkívüli eredmény ± normalizált befektetési eredmény, ahol a

- Biztosítástechnikai eredmény = Üzemi, üzleti tevékenység eredménye ± Tartalékok változásai
- Üzemi, üzleti tevékenység eredménye = Bevételek – Károk ráfordításai - Nettó működési költségek
- Normalizált befektetési eredmény = olyan pénzügyi eredmény, amelynél a hozamban, kamatokban, tőzsdei árfolyamokban előforduló volatilitások kisimításra kerülnek. (Az anyavállalat meghatározza, hogy a befektetések közel 90%-ának állampapírnak kell lenni, a részvény az összes befektetési portfólión belül maximum 10%-ot tehet ki piaci árfolyamon. Ha például emelkedik a részvény árfolyama, és meghaladja piaci értéken számítva a 10%-ot, akkor értékesíteni kell részvényt.)

*Operatív adó*ként a társasági adó és az egyéb adófajták kerülnek figyelembevételre. (Adó = társasági adó + egyéb adófajták = 16% + 5%)

A *lekötött tőke* (AC) a kockázattal súlyozott tőke, más szavakkal a szükséges UOP szavatoló tőke (Risk Adjusted Capital, RAC), valamint a tulajdonos által a leányvállalatnál hagyott tőke (amit nem visz el osztalékként) összege. A társaságnál hagyott tőke után a tulajdonos elvárja az alternatív hozamot, a tőkeköltséget (AC * CoC), ezért csökkentik ez utóbbival a normalizált eredményt.

A *kockázattal súlyozott szükséges tőke* (Risk Adjusted Capital, RAC) a Standard & Poor's hitelminősítő által kidolgozott modell alapján kiszámított, működéshez szükséges tőke. Kiszámításánál abból indulnak ki, hogy a vállalat működése során különböző kockázatok merülnek fel, melyek fedezésére bizonyos mennyiségű tőkére van szükség. Ezen felül a társaság besorolásának és minősítésének megfelelően bizonyos tőke-megfelelési elvárást is támasztanak a biztosítótársasággal szemben.

A számítás során a következő kockázatokat különböztetik meg, ezek összegéből számolnak:

- Befektetési kockázat: a kibocsátó és az értékpapír fajtájából és típusából fakadó kockázat. Minél kockázatosabb egy portfólió, annál nagyobb tőke szükséges az esetleges veszteségek fedezetére (Állomány * Kockázati faktor).
- Hitelkockázat: viszontbiztosítási ügyletek, kintlévőségek, követelések és tartozások kockázata. Arra az esetre képez fedezetet, amikor a viszontbiztosító nem fizeti meg a szerződésben meghatározott kárreszt, illetve nem hajthatók be a biztosítótársaság követelése, mint például a díjkintlévőség (Állomány * Kockázati faktor).
- Díj-kockázat: alacsony díj mellett vállalt kockázat, amely arra az esetre képez tőkét, ha esetleg a díj meghatározása nem a biztosító által vállalt kockázat nagyságának megfelelően történik ($1,4 * \text{Állomány} * \text{Kockázati faktor}$).
- Tartalékkockázat: a szükségesnél alacsonyabb tartalékképzés kockázata. Tőkelekötés arra az esetre, ha a biztosítótársaság tartalékképzése nem bizonyul elegendőnek a kárkifizetésre és a kárrendezéssel kapcsolatos kötelezettségek kiegyenlítésére ($1,4 * \text{Állomány} * \text{Kockázati faktor}$).

Az EVATM számításához szükséges *tőkeköltséget* a tőkepiaci egyenes elméletének alkalmazásával határozzák meg:

$$\text{CoC} = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Ahol:

- r_f = kockázatmentes hozam (például a 10 éves állampapír kamata)
- $r_m - r_f$ = kockázati felár
- β = piaci együttható

M14/3.2.2. Az operatív teljesítménymérési elvek (Underlying Operating Performance, UOP) szerinti kimutatásnál alkalmazott korrekciók

A magyar eredménykimutatásból és mérlegből az IFRS eredménykimutatáson és mérlegen át juthatunk el az UOP mérlegig és eredménykimutatásig különböző, a biztosítási tevékenységet jellemző átsorolásokkal és átértékelésekkel.

A legjelentősebb korrekciók a következők:

- *Tartalékokat diszkontálják*¹¹⁵. Például 10 év múlva kell kifizetni a kárt, akkor azt tartalékként abszolút összegben el kell különíteni állampapírba fektetve. Az EVATM számításában viszont ennek a diszkontált összegét tőkeként, a befektetés utáni kamatrealizálást pedig eredményként veszik figyelembe. A mérleg forrás oldalán megjelenő tartalékok eszközökkel (befektetésekkel) vannak lefedezve. Az UOP ezeket diszkontálja és számol rá kamatot, ezzel nő az eredmény, illetve a saját tőke.
- *Úgynevezett csendes tartalék* – nem realizált pénzügyi eredmény, árfolyamnyereség vagy árfolyamvesztés – figyelembevétele tőkeként. (Akkor képződik, ha például felmegy az árfolyam, de nem adják el az értékpapírt.) Az UOP saját tőke kvázi ezen tételekkel, vagyis

¹¹⁵ A befolyt díjakból tartalékokat kell képezni a jövőbeni kárkifizetések teljesítésére. Nyilván prudens működéshez szükséges, hogy a tartalékok fedezetet képezzenek a kárkifizetésre. A tartalékok osztályozva vannak annak függvényében, hogy mikor következtek be a károk és bejelentették-e őket (tétéles), vagy még be sem jelentették őket de tapasztalatból tudják, hogy lesznek még bekövetkezett, de még be nem jelentett károk (IBNR-incurred but not reported), kifizetés típusa szerint pl. járadéktartalékok, nagy kár és káringadozási (földrengés, stb.). Természetesen ezek képzése törvényileg szabályozott.

a csendes tartalékokkal nagyobb a magyar számviteli szabályok szerint kalkulált saját tőkénél. Nyilván árfolyamveszteség esetén csökkentőleg, árfolyamnyereség esetén növelően hat.

- A hozamban, kamatokban, tőzsdei árfolyamokban tapasztalható egyenetlenségek normalizálása, a *volatilitás kiszűrése*. Például éven belül felszaladhatnak a kamatlábak 40%-al, de ez extrém, ezért kisimítják, trendet rajzolnak fel.
- *Szükséges tőke* számítás, ami tulajdonképpen az UOP szerinti, prudens működéshez szükséges UOP szavatoló tőke, a kockázattal súlyozott szükséges tőke (Risk Adjusted Capital, RAC). A tőkében nem kerül figyelembevételre, az EVA számítás során viszont igen. Az EVATM kiszámításához a szükséges tőkéhez (RAC) adjuk hozzá az osztalékként ki nem vitt, leányvállalatnál hagyott tőkét, így kapjuk meg a lekötött tőkét (AC), és ezt megszorozva a tőkeköltséggel (CoC) levonjuk a normalizált eredményből. (Részletesebben lásd az előző alfejezetben.)

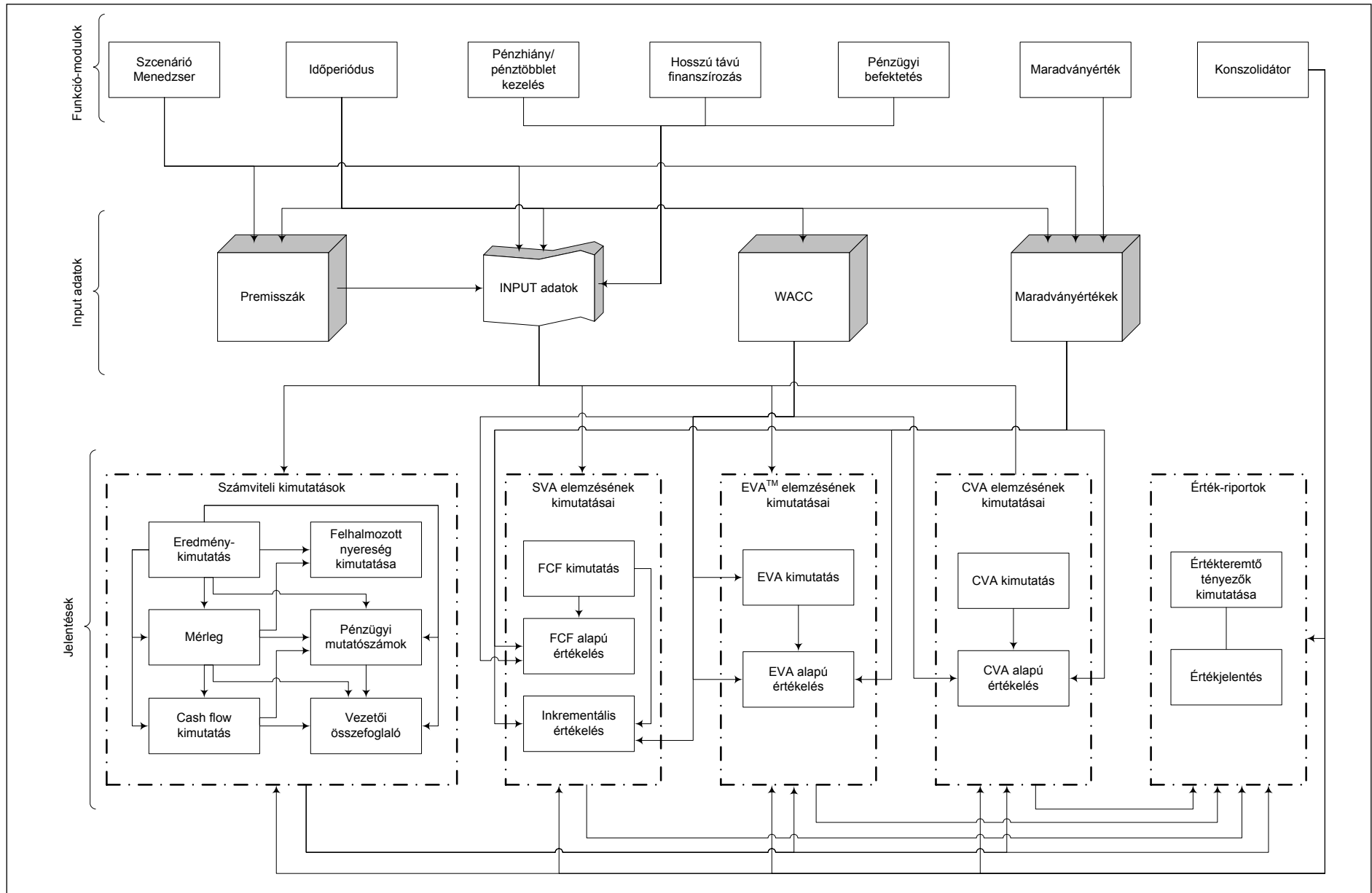
M14/3.3. Összegzés

A tulajdonosi értékméréssel kapcsolatos feladatok közül az akvizíciók, projektek, beruházások értékelésének feladata nem merül fel az Allianz Hungária Biztosító Rt.-nél, mert ezt a tevékenységet a németországi anyavállalat végzi.

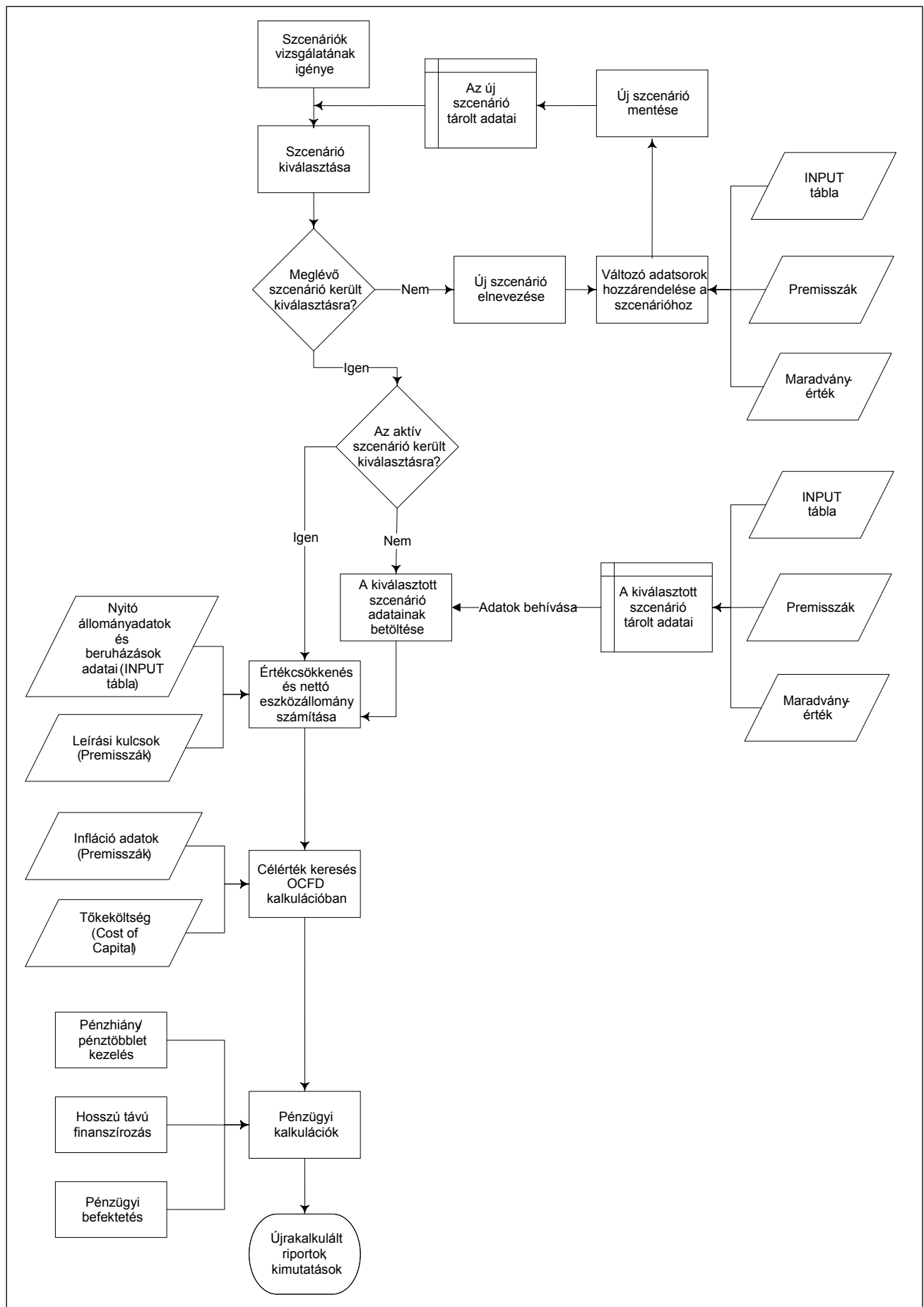
Az anyavállalat elvárása alapján a teljesítménymérésre viszont bevezetésre került az operatív teljesítménymérési elveket megtestesítő Underlying Operating Performance (UOP) módszer, amelynek végtermékeként jelenik meg a cégnél a teljesítménymérés első számú mutatója a hozzáadott gazdasági érték mutató. Az EVATM az ösztönzésben is szerepel – a felsővezetők, osztályvezetők legfőbb bónuszkritériuma.

Az EVATM számítása során annak pontosítása érdekében a biztosítási tevékenységre jellemző sajátosságok, specialitások figyelembevételre kerülnek a cégnél – kalkulálnak a törvényileg szabályozott tartalékképzés hatásaival, az úgynevezett csendes tartalék hatásaival, a működéshez szükséges UOP szavatoló tőke (kockázattal súlyozott szükséges tőke, Risk Adjusted Capital, RAC) kockázatra vonatkozó elemeivel, de elvégzik az UOP eredmény normalizálását is a volatilitás kiegyensúlyozása érdekében.

M15: Az e-VALEX modell strukturális felépítése



M16: A scenárió-menedzser működésének logikai folyamata e-VALEX modellben



M17: Vezetői összefoglaló az e-VALEX modellben

EXECUTIVE SUMM. REP.

e-VALEX

Author: Péter Fónagy-Árva

Scenario: Expansion Case

Th. of HUF

	Last hist.	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
--	------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

INCOME STATEMENT:

NET SALES	1 500 000	1 590 000	1 669 500	1 884 000	1 991 040	2 030 861	2 071 478	2 112 908	2 155 166	2 198 269	2 242 234	2 287 079	2 332 821	2 379 477
DIRECT COST OF SALES	1 406 302	1 444 034	1 542 736	1 766 117	1 852 704	1 891 662	1 931 505	1 974 479	2 016 196	2 041 042	2 067 895	2 112 359	2 156 539	2 202 523
GROSS PROFIT	93 698	145 966	126 764	117 883	138 336	139 199	139 973	138 428	138 969	157 227	174 340	174 720	176 282	176 954
Gross Profit Margin (%)	6,25%	9,18%	7,59%	6,26%	6,95%	6,85%	6,76%	6,55%	6,45%	7,15%	7,78%	7,64%	7,56%	7,44%
INDIRECT COST OF SALES	30 600	32 992	36 618	42 192	45 380	48 349	50 942	53 784	54 865	56 764	59 321	59 897	59 689	60 761
OTHER PROFIT	0	0	0	-119	-121	-123	-126	-128	-131	-133	-136	-139	-142	-144
INCOME FROM OPERATIONS	63 098	112 974	90 147	75 573	92 835	90 727	88 905	84 516	83 974	100 329	114 882	114 684	116 451	116 048
Operating Margin (%)	4,21%	7,11%	5,40%	4,01%	4,66%	4,47%	4,29%	4,00%	3,90%	4,56%	5,12%	5,01%	4,99%	4,88%
EARNINGS BEFORE TAXES	60 850	114 055	85 744	68 336	93 190	99 834	102 614	100 078	103 426	123 386	141 449	145 034	150 939	154 679
Pre-tax Margin (%)	4,06%	7,17%	5,14%	3,63%	4,68%	4,92%	4,74%	4,80%	4,74%	5,61%	6,31%	6,34%	6,47%	6,50%
Total Taxes	9 736	18 249	13 719	10 934	14 910	15 974	16 418	16 013	16 548	19 742	22 632	23 205	24 150	24 749
NET INCOME	51 114	95 806	72 025	57 402	78 279	83 861	86 196	84 066	86 878	103 644	118 817	121 828	126 789	129 930
Return on Sales (%)	3,41%	6,03%	4,31%	3,05%	3,93%	4,13%	4,16%	3,98%	4,03%	4,71%	5,30%	5,33%	5,44%	5,46%
EBITDA (Money of day)	83 598	133 598	127 694	134 210	153 023	152 540	151 904	151 104	150 133	148 979	147 632	146 082	144 317	142 325
EBITDA Margin (%)	5,57%	8,40%	7,65%	7,12%	7,69%	7,51%	7,33%	7,15%	6,97%	6,78%	6,58%	6,39%	6,19%	5,98%

BALANCE SHEET:

TOTAL CURRENT ASSETS + ADA	322 000	393 130	424 448	462 018	479 259	478 328	486 530	588 486	698 873	786 914	892 974	994 980	1 119 243	1 221 823
FIXED ASSETS	52 500	52 676	284 229	265 591	261 404	342 299	416 518	394 977	367 945	380 154	389 650	406 345	405 881	430 382
ASSETS	374 500	445 806	708 677	727 609	740 663	820 627	903 048	983 463	1 066 818	1 167 068	1 282 624	1 401 325	313 040 122	1 652 206
Total Current Liabilities	181 000	173 000	248 846	290 376	305 151	311 254	317 479	323 829	330 305	336 911	343 649	350 522	357 533	364 684
Total Non-Current Liabilities	23 500	17 000	142 000	72 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
LIABILITIES	204 500	190 000	390 846	362 376	307 151	313 254	319 479	325 829	332 305	338 911	345 649	352 522	359 533	366 684
EQUITY	170 000	255 806	317 831	365 233	433 512	507 373	583 569	657 635	734 513	828 157	936 974	1 048 803	1 165 592	1 285 522
EQUITY AND LIABILITIES	374 500	445 806	708 677	727 609	740 663	820 627	903 048	983 463	1 066 818	1 167 068	1 282 624	1 401 325	1 525 125	1 652 206


CASH FLOW STATEMENT:

OPERATIVE CASH FLOW	N/A	111 022	97 886	135 171	130 292	135 630	135 237	135 091	134 156	130 334	126 607	125 036	122 934	120 952
OPERATIVE FREE CASH FLOW	N/A	88 722	-171 214	95 171	106 092	111 430	91 837	104 691	110 556	85 934	101 807	95 436	115 134	90 952
NET CASH PROVIDED	N/A	89 630	-174 912	89 092	106 389	119 080	103 353	117 763	126 896	105 302	124 123	120 929	144 104	123 402


FINANCIAL RATIOS:

Return on Asset, ROA	N/A	27,54%	15,62%	10,52%	12,65%	11,62%	10,32%	8,96%	8,19%	8,98%	9,38%	8,55%	7,96%	7,30%
Return on Equity, ROE	N/A	45,00%	25,11%	16,81%	19,60%	17,83%	15,80%	13,55%	12,48%	13,27%	13,46%	12,27%	11,45%	10,60%
Debt to Equity Ratio	120,29%	74,27%	122,97%	99,22%	70,85%	61,74%	54,75%	49,55%	45,24%	40,92%	36,89%	33,61%	30,85%	28,52%
Indebtedness (Interest-Bearing)	15,29%	7,04%	44,05%	19,17%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Liquidity Ratio	1,768	2,261	1,70	1,58	1,56	1,53	1,53	1,81	2,11	2,33	2,59	2,83	3,12	3,34
Acid-Test Ratio	1,630	2,116	1,56	1,47	1,45	1,41	1,41	1,70	1,99	2,21	2,48	2,72	3,01	3,23

M18: Felhalmozott nyereség kimutatása az e-VALEX modellben

STATEMENT OF RETAINED EARNINGS														
														
Author: Péter Fónagy-Árva														
Scenario: Expansion Case														
Th. of HUF														
	Last hist.	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Prior Retained Earnings	78 886	120 000	205 806	267 831	315 233	383 512	457 373	533 569	607 635	684 513	778 157	886 974	998 803	1 115 592
NET INCOME	51 114	95 806	72 025	57 402	78 279	83 861	86 196	84 066	86 878	103 644	118 817	121 828	126 789	129 930
Preferred Dividends	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Common Dividends	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
Funds Flow Adjustment: Sources	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Funds Flow Adjustment: Uses	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Retained Earnings	120 000	205 806	267 831	315 233	383 512	457 373	533 569	607 635	684 513	778 157	886 974	998 803	1 115 592	1 235 522
Retained Earnings Variance	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

M19: Pénzügyi ráták, mutatószámok az e-VALEX modellben

FINANCIAL RATIOS													
													
Author: Péter Fónagy-Árva													
Scenario: Expansion Case													
Th. of HUF													
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PROFIT PERFORMANCE RATIOS:													
Gross Profit Margin (%)	9,18%	7,59%	6,26%	6,95%	6,85%	6,76%	6,55%	6,45%	7,15%	7,78%	7,64%	7,56%	7,44%
Operating Margin (%)	7,11%	5,40%	4,01%	4,66%	4,47%	4,29%	4,00%	3,90%	4,56%	5,12%	5,01%	4,99%	4,88%
Pre-tax Margin (%)	7,17%	5,14%	3,63%	4,68%	4,92%	4,95%	4,74%	4,80%	5,61%	6,31%	6,34%	6,47%	6,50%
EBITDA Margin (%)	8,40%	7,65%	7,12%	7,69%	7,51%	7,33%	7,15%	6,97%	6,78%	6,58%	6,39%	6,19%	5,98%
Change in Net Income (%)	87,44%	-24,82%	-20,30%	36,37%	7,13%	2,78%	-2,47%	3,34%	19,30%	14,64%	2,53%	4,07%	2,48%
Return on Sales, ROS (%)	6,03%	4,31%	3,05%	3,93%	4,13%	4,16%	3,98%	4,03%	4,71%	5,30%	5,33%	5,44%	5,46%
Return on Equity, ROE (%)	45,00%	25,11%	16,81%	19,60%	17,83%	15,80%	13,55%	12,48%	13,27%	13,46%	12,27%	11,45%	10,60%
Return on Assets or Investments, ROA or ROI (%)	27,54%	15,62%	10,52%	12,65%	11,62%	10,32%	8,96%	8,19%	8,98%	9,38%	8,55%	7,96%	7,30%
Return on Net Assets, RONA (%)	48,45%	24,61%	16,85%	21,27%	19,20%	16,24%	13,57%	12,03%	12,81%	12,99%	11,53%	10,50%	9,45%
LEVERAGE RATIOS:													
Debt / Total Capital (%)	42,62%	55,15%	49,80%	41,47%	38,17%	35,38%	33,13%	31,15%	29,04%	26,95%	25,16%	23,57%	22,19%
Equity Ratio (%)	57,38%	44,85%	50,20%	58,53%	61,83%	64,62%	66,87%	68,85%	70,96%	73,05%	74,84%	76,43%	77,81%
Debt to Equity Ratio (%)	74,27%	122,97%	99,22%	70,85%	61,74%	54,75%	49,55%	45,24%	40,92%	36,89%	33,61%	30,85%	28,52%
Indebtedness - Interest-Bearing (%)	7,04%	44,05%	19,17%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
ACTIVITY RATIOS:													
Total Asset Turnover, TATO	3,88	2,89	2,62	2,71	2,60	2,40	2,24	2,10	1,97	1,83	1,70	1,59	1,50
Fixed Asset Turnover	30,23	9,91	6,85	7,56	6,73	5,46	5,21	5,65	5,88	5,83	5,75	5,74	5,69
Working Capital Turnover	8,90	8,52	10,98	11,65	12,05	12,47	9,83	6,85	5,40	4,51	3,84	3,33	2,95
Days in Account Receivable	57,39	73,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00
Average Collection Period, ACP	57,39	63,83	67,34	68,12	69,31	69,31	69,31	69,31	69,31	69,31	69,31	69,31	69,31
Days in Account Payable	45,23	63,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00
Average Payment Period, APP	45,94	53,04	60,30	63,43	64,36	64,36	64,36	64,36	64,36	64,36	64,36	64,36	64,36
Days in Inventory	7,07	9,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
Average Inventory Period, AIP	7,07	7,87	7,97	7,81	7,92	7,92	7,92	7,92	7,92	7,92	7,92	7,92	7,92
Cash Conversion Cycle, CCC	19,22	19,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00
Cash Conversion Cycle (avg.)	18,52	18,65	15,02	12,50	12,87	12,87	12,87	12,87	12,87	12,87	12,87	12,87	12,87
Account Payable Coverage, APC	1,56	1,43	1,32	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33
LIQUIDITY RATIOS:													
Liquidity Ratio	2,26	1,70	1,58	1,56	1,53	1,53	1,81	2,11	2,33	2,59	2,83	3,12	3,34
Acid-Test Ratio	2,12	1,56	1,47	1,45	1,41	1,41	1,70	1,99	2,21	2,48	2,72	3,01	3,23
Cash Ratio	0,65	0,20	0,20	0,17	0,14	0,13	0,42	0,72	0,94	1,20	1,44	1,73	1,95
Period Index	82,85	89,39	85,05	86,21	85,71	84,43	92,72	109,92	125,08	139,15	153,74	169,14	183,83
PER-SHARE DATA:													
Earnings per Share, EPS (HUF)	1 916	1 440	1 148	1 566	1 677	1 724	1 681	1 738	2 073	2 376	2 437	2 536	2 599
Change in Earnings Per Share (%)	87%	-25%	-20%	36%	7%	3%	-2%	3%	19%	15%	3%	4%	2%
Dividends Per Share, DPS (HUF)	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
Net Cash Flow Per Share (HUF)	1 793	-3 498	1 782	2 128	2 382	2 067	2 355	2 538	2 106	2 482	2 419	2 882	2 468
Book Value Per Share (HUF)	8 916	14 174	14 552	14 813	16 413	18 061	19 669	21 336	23 341	25 652	28 026	30 502	33 044

M20: Eredménykimutatás az e-VALEX modellben

INCOME STATEMENT														
e-VALEX														
Author: Péter Fónagy-Árva														
Scenario: Expansion Case														
Th. of HUF														
	Last hist.	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Total Domestic Sales	1 500 000	1 590 000	1 669 500	1 680 000	1 713 600	1 747 872	1 782 829	1 818 486	1 854 856	1 891 953	1 929 792	1 968 388	2 007 756	2 047 911
Total Export Sales	0	0	0	204 000	277 440	282 989	288 649	294 422	300 310	306 316	312 443	318 691	325 065	331 566
NET SALES	1 500 000	1 590 000	1 669 500	1 884 000	1 991 040	2 030 861	2 071 478	2 112 908	2 155 166	2 198 269	2 242 234	2 287 079	2 332 821	2 379 477
Direct Material-type Cost	1 260 000	1 290 000	1 354 500	1 534 649	1 612 776	1 645 032	1 677 932	1 711 491	1 745 721	1 780 635	1 816 248	1 852 573	1 889 624	1 927 417
Direct Employee Cost	100 000	106 000	113 420	136 955	148 626	154 571	160 753	167 184	173 871	180 826	188 059	195 581	203 404	211 541
Direct Depreciation	17 500	16 812	31 983	50 787	50 311	50 174	50 017	52 062	51 897	33 883	16 875	16 449	14 683	13 638
Direct Other Cost	28 802	31 223	42 833	43 727	40 991	41 885	42 802	43 743	44 708	45 698	46 714	47 757	48 827	49 927
DIRECT COST OF SALES	1 406 302	1 444 034	1 542 736	1 766 117	1 852 704	1 891 662	1 931 505	1 974 479	2 016 196	2 041 042	2 067 895	2 112 359	2 156 539	2 202 523
GROSS PROFIT	93 698	145 966	126 764	117 883	138 336	139 199	139 973	138 428	138 969	157 227	174 340	174 720	176 282	176 954
Indirect Material-type Cost	1 000	1 100	1 155	1 400	1 428	1 457	1 486	1 515	1 546	1 577	1 608	1 640	1 673	1 707
Indirect Employee Cost	20 000	21 200	22 684	23 818	24 771	25 762	26 792	27 864	28 978	30 138	31 343	32 597	33 901	35 257
Indirect Amortization	3 000	3 812	5 565	7 851	9 876	11 639	12 982	14 527	14 262	14 766	15 875	14 949	13 183	12 638
Indirect Other Cost	6 600	6 880	7 214	9 123	9 305	9 492	9 683	9 878	10 079	10 284	10 495	10 711	10 933	11 160
INDIRECT COST OF SALES	30 600	32 992	36 618	42 192	45 380	48 349	50 942	53 784	54 865	56 764	59 321	59 897	59 689	60 761
Other Income	1 000	1 000	1 050	1 082	1 103	1 125	1 148	1 171	1 194	1 218	1 242	1 267	1 292	1 318
Other Expenses	1 000	1 000	1 050	1 200	1 224	1 248	1 273	1 299	1 325	1 351	1 378	1 406	1 434	1 463
INCOME FROM OPERATIONS	63 098	112 974	90 147	75 573	92 835	90 727	88 905	84 516	83 974	100 329	114 882	114 684	116 451	116 048
Total Interest Income	880	3 436	3 512	1 163	2 804	9 107	13 710	15 563	19 452	23 057	26 567	30 349	34 488	38 631
Total Interest Expenses	3 128	2 355	7 915	8 400	2 450	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Extraordinary Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Extraordinary Expenses	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EARNINGS BEFORE TAXES	60 850	114 055	85 744	68 336	93 190	99 834	102 614	100 078	103 426	123 386	141 449	145 034	150 939	154 679
Total Taxes	9 736	18 249	13 719	10 934	14 910	15 974	16 418	16 013	16 548	19 742	22 632	23 205	24 150	24 749
NET INCOME	51 114	95 806	72 025	57 402	78 279	83 861	86 196	84 066	86 878	103 644	118 817	121 828	126 789	129 930
TYPE OF COSTS														
Material-type Costs	1 261 000	1 291 100	1 355 655	1 536 049	1 614 204	1 646 488	1 679 418	1 713 006	1 747 266	1 782 212	1 817 856	1 854 213	1 891 297	1 929 123
Employee Costs	120 000	127 200	136 104	160 773	173 396	180 332	187 546	195 047	202 849	210 963	219 402	228 178	237 305	246 797
Depreciation, Amortization	20 500	20 624	37 547	58 638	60 187	61 813	62 999	66 588	66 159	48 649	32 749	31 397	27 865	26 277
Other Costs	35 402	38 103	50 047	52 850	50 296	51 377	52 485	53 621	54 787	55 982	57 209	58 468	59 760	61 087

M21: Mérleg az e-VALEX modellben

BALANCE SHEET														
e-VALEX														
Author: Péter Fónagy-Árva														
Scenario: Expansion Case														
Th. of HUF														
	Last hist.	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ASSETS:														
Liquid Assets	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000
Marketable Securities: Scheduled	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
Marketable Securities: Excess	0	71 630	8 718	17 810	12 399	2 971	2 506	95 621	196 991	275 835	372 513	464 950	579 452	672 076
Accounts Receivable	250 000	250 000	333 900	361 315	381 843	389 480	397 270	405 215	413 319	421 586	430 018	438 618	447 390	456 338
Other Receivables	5 000	4 500	6 404	7 226	7 637	7 790	7 945	8 104	8 266	8 432	8 600	8 772	8 948	9 127
Inventory	25 000	25 000	33 427	33 667	35 380	36 087	36 809	37 545	38 296	39 062	39 843	40 640	41 453	42 282
Accrued and Deferred Assets	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
TOTAL CURRENT ASSETS + ADA	322 000	393 130	424 448	462 018	479 259	478 328	486 530	588 486	698 873	786 914	892 974	994 980	1 119 243	1 221 823
Net Fixed Assets	35 000	37 270	271 969	256 598	223 197	189 091	169 578	132 550	90 224	86 249	77 613	76 149	56 417	59 307
Net Intangible Asset	17 500	15 407	12 260	8 993	6 407	2 900	2 813	3 653	3 420	3 147	3 833	3 500	3 167	4 000
Long-Term Funding Asset	0	0	0	0	31 800	150 308	244 126	258 774	274 301	290 759	308 204	326 696	346 298	367 076
FIXED ASSETS	52 500	52 676	284 229	265 591	261 404	342 299	416 518	394 977	367 945	380 154	389 650	406 345	405 881	430 382
ASSETS	374 500	445 806	708 677	727 609	740 663	820 627	903 048	983 463	1 066 818	1 167 068	1 282 624	1 401 325	1 525 125	1 652 206
LIABILITIES:														
Non Interest-bearing Current Liabilities	165 000	160 000	233 990	273 543	287 461	293 210	299 074	305 056	311 157	317 380	323 728	330 202	336 806	343 543
Notes Payable	6 000	3 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Short-Term Debt: Excess	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Current Liabilities - Operating	10 000	10 000	14 856	16 833	17 690	18 044	18 405	18 773	19 148	19 531	19 922	20 320	20 727	21 141
Total Current Liabilities	181 000	173 000	248 846	290 376	305 151	311 254	317 479	323 829	330 305	336 911	343 649	350 522	357 533	364 684
Long-Term Debt: Scheduled	20 000	15 000	140 000	70 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Long-Term Debt: Excess	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Accrued Expenses	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Provisions	1 500	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Non-Current Liabilities	23 500	17 000	142 000	72 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
LIABILITIES	204 500	190 000	390 846	362 376	307 151	313 254	319 479	325 829	332 305	338 911	345 649	352 522	359 533	366 684
EQUITY:														
Issued Capital Stock & Junior Loan Capital	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
Capital Reserve	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Retained Earnings	120 000	205 806	267 831	315 233	383 512	457 373	533 569	607 635	684 513	778 157	886 974	998 803	1 115 592	1 235 522
EQUITY	170 000	255 806	317 831	365 233	433 512	507 373	583 569	657 635	734 513	828 157	936 974	1 048 803	1 165 592	1 285 522
EQUITY AND LIABILITIES	374 500	445 806	708 677	727 609	740 663	820 627	903 048	983 463	1 066 818	1 167 068	1 282 624	1 401 325	1 525 125	1 652 206

M22: Cash flow kimutatás az e-VALEX modellben

DIRECT CF STATEMENT													
e-VALEX													
Author: Péter Fónagy-Arva													
Scenario: Expansion Case													
Th. of HUF													
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NET SALES	1 590 000	1 669 500	1 884 000	1 991 040	2 030 861	2 071 478	2 112 908	2 155 166	2 198 269	2 242 234	2 287 079	2 332 821	2 379 477
DIRECT COST OF SALES	1 444 034	1 542 736	1 766 117	1 852 704	1 891 662	1 931 505	1 974 479	2 016 196	2 041 042	2 067 895	2 112 359	2 156 539	2 202 523
GROSS PROFIT	145 966	126 764	117 883	138 336	139 199	139 973	138 428	138 969	157 227	174 340	174 720	176 282	176 954
INDIRECT COST OF SALES	32 992	36 618	42 192	45 380	48 349	50 942	53 784	54 865	56 764	59 321	59 897	59 689	60 761
OTHER PROFIT	0	0	-119	-121	-123	-126	-128	-131	-133	-136	-139	-142	-144
OPERATING PROFIT	112 974	90 147	75 573	92 835	90 727	88 905	84 516	83 974	100 329	114 882	114 684	116 451	116 048
Depreciation	16 930	33 601	54 571	56 000	57 506	62 112	65 628	65 125	47 576	31 636	30 264	26 732	25 110
Amortization	3 693	3 947	4 067	4 187	4 307	887	960	1 033	1 073	1 113	1 133	1 133	1 167
Incr. in Accrued Expenses	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Funds from Operations Before Tax	133 598	127 694	134 210	153 023	152 540	151 904	151 104	150 133	148 979	147 632	146 082	144 317	142 325
Total Taxes on Operations	18 076	14 423	12 092	14 854	14 516	14 225	13 523	13 436	16 053	18 381	18 349	18 632	18 568
FUNDS FROM OPERATIONS AFTER TAX	115 522	113 271	122 119	138 169	138 024	137 679	137 582	136 697	132 926	129 251	127 732	125 684	123 757
Incremental Working Capital Investment	4 500	15 384	-13 053	7 877	2 394	2 442	2 491	2 541	2 592	2 643	2 696	2 750	2 805
Tangible Asset Investment	19 200	268 300	39 200	22 600	23 400	42 600	28 600	22 800	43 600	23 000	28 800	7 000	28 000
Intangible Asset Investment	1 600	800	800	1 600	800	800	1 800	800	800	1 800	800	800	2 000
Proceeds from Sales of Assets	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Incr. in Provisions	-1 500	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OPERATIVE FREE CASH FLOW, FCF	88 722	-171 214	95 171	106 092	111 430	91 837	104 691	110 556	85 934	101 807	95 436	115 134	90 952
Interest Expense	2 355	7 915	8 400	2 450	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Non-Operating Income	3 436	3 512	1 163	2 804	9 107	13 710	15 563	19 452	23 057	26 567	30 349	34 488	38 631
Current Non-Operating Taxes	173	-704	-1 158	57	1 457	2 194	2 490	3 112	3 689	4 251	4 856	5 518	6 181
NET CASH PROVIDED	89 630	-174 912	89 092	106 389	119 080	103 353	117 763	126 896	105 302	124 123	120 929	144 104	123 402
Dividend	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
Funding Surplus/Deficit	79 630	-184 912	79 092	96 389	109 080	93 353	107 763	116 896	95 302	114 123	110 929	134 104	113 402
Incr. in Notes Payable	-3 000	-3 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Incr. in Short-Term Debt: Excess	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Incr. in Long-Term Debt: Scheduled	-5 000	125 000	-70 000	-70 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Incr. in Long-Term Debt: Excess	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Increase in Liquid Assets	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Increase in Long-Term Funding Asset	0	0	0	31 800	118 508	93 818	14 648	15 526	16 458	17 446	18 492	19 602	20 778
Increase in Securities: Scheduled	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Increase in Securities: Excess	71 630	-62 912	9 092	-5 411	-9 428	-465	93 116	101 370	78 844	96 678	92 437	114 502	92 624

M23: Értékgenerátorok kimutatása az e-VALEX modellben

VALUE DRIVERS AND VALUE RATIOS



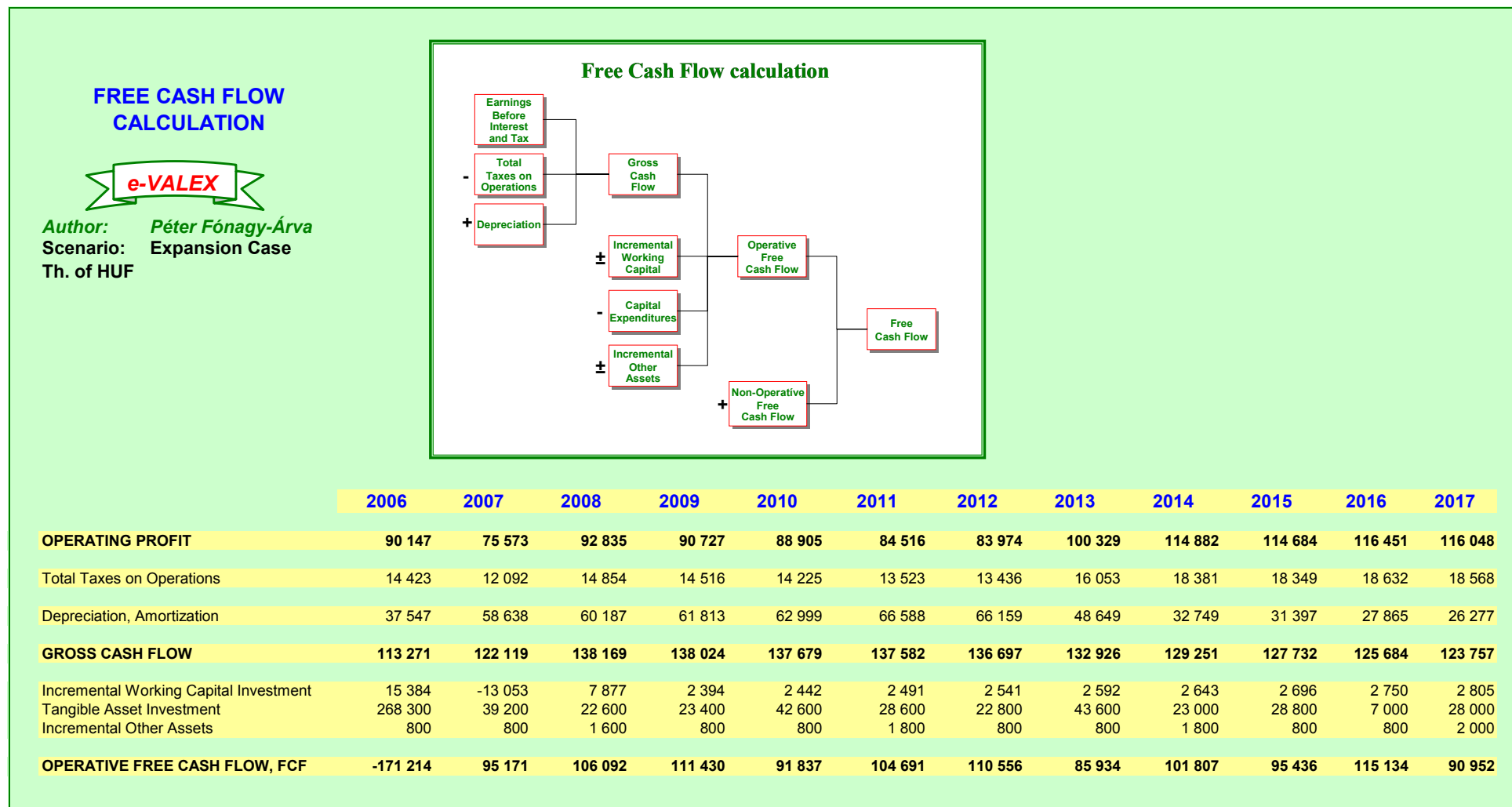
Author: Péter Fónagy-Árva

Scenario: Expansion Case

Th. of HUF

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
VALUE DRIVERS OF FCF VALUATION													
Sales Growth Rate (G)	6,00%	5,00%	12,85%	5,68%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Operating Profit Margin (P)	7,11%	5,40%	4,01%	4,66%	4,47%	4,29%	4,00%	3,90%	4,56%	5,12%	5,01%	4,99%	4,88%
Incremental Fixed Capital Investment (F)	0,20%	291,26%	-8,69%	-33,62%	-94,46%	-48,25%	-87,35%	-100,71%	-9,86%	-18,08%	-4,01%	-43,87%	7,98%
Incremental Working Capital Investment (W)	5,00%	19,35%	-6,09%	7,36%	6,01%	6,01%	6,01%	6,01%	6,01%	6,01%	6,01%	6,01%	6,01%
Tax Rate on Operating Profit (T)	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%
Cost of Capital (K)	9,97%	9,97%	9,97%	9,97%	9,97%	9,97%	9,97%	9,97%	9,97%	9,97%	9,97%	9,97%	9,97%
FREE CASH FLOW RATIOS													
Free Cash Flow, FCF	88 722	-171 214	95 171	106 092	111 430	91 837	104 691	110 556	85 934	101 807	95 436	115 134	90 952
Present Value of FCF	88 722	-155 698	78 703	79 783	76 203	57 113	59 206	56 857	40 189	43 298	36 910	40 493	29 089
Increase in Present Value of FCF	N/A	-244 419	234 401	1 080	-3 580	-19 090	2 094	-2 349	-16 668	3 109	-6 388	3 583	-11 404
Increase in Present Value of FCF (%)	N/A	-275,49%	-150,55%	1,37%	-4,49%	-25,05%	3,67%	-3,97%	-29,32%	7,73%	-14,75%	9,71%	-28,16%
VALUE DRIVERS OF EVA™ VALUATION													
Net Operating Profit After Tax, NOPAT	94 898	75 723	63 481	77 982	76 211	74 680	70 993	70 538	84 277	96 501	96 335	97 819	97 481
Book Value, BV	184 000	192 176	439 113	407 423	379 313	344 094	326 937	293 239	253 221	251 564	246 258	247 157	229 841
Weighted Average Cost of Capital, WACC (%)	9,97%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%
EVA™ RATIOS													
Return on Capital Employed, ROCE (%)	51,58%	39,40%	14,46%	19,14%	20,09%	21,70%	21,71%	24,05%	33,28%	38,36%	39,12%	39,58%	42,41%
Spread (ROCE - WACC) (%)	41,61%	29,47%	4,53%	9,21%	10,16%	11,77%	11,78%	14,12%	23,35%	28,43%	29,19%	29,65%	32,48%
Economic Value Added, EVA™	76 561	56 640	19 877	37 525	38 545	40 511	38 529	41 419	59 132	71 521	71 881	73 276	74 657
Present Value of EVA™	76 561	51 507	16 438	28 219	26 360	25 194	21 789	21 301	27 655	30 417	27 800	25 772	23 878
Increase in Present Value of EVA™	N/A	-25 054	-35 069	11 782	-1 860	-1 166	-3 405	-488	6 353	2 763	-2 617	-2 029	-1 894
Increase in Present Value of EVA™ (%)	N/A	-32,72%	-68,09%	71,68%	-6,59%	-4,42%	-13,51%	-2,24%	29,83%	9,99%	-8,60%	-7,30%	-7,35%
VALUE DRIVERS OF CVA VALUATION													
Operating Surplus	112 974	127 694	134 210	153 023	152 540	151 904	151 104	150 133	148 979	147 632	146 082	144 317	142 325
Working Capital Movement	4 500	15 384	-13 053	7 877	2 394	2 442	2 491	2 541	2 592	2 643	2 696	2 750	2 805
Non-Strategic Investment	10 400	9 600	18 000	12 100	12 100	21 700	12 700	11 800	22 200	12 400	12 300	3 900	15 000
Operative Cash Flow Demand, OCFD	0	62 498	64 372	65 660	66 973	68 313	69 679	71 072	72 494	73 944	75 423	76 931	78 470
CVA RATIOS													
Cash Value Added, CVA	0	25 789	52 799	52 532	56 557	45 224	52 712	51 284	35 640	40 264	37 313	42 103	27 483
Present Value of CVA	0	23 452	43 663	39 505	38 677	28 125	29 811	26 374	16 668	17 124	14 431	14 808	8 790
Increase in Present Value of CVA	N/A	23 452	20 211	-4 158	-828	-10 552	1 686	-3 436	-9 706	456	-2 693	377	-6 018
Increase in Present Value of CVA (%)	N/A	0,00%	86,18%	-9,52%	-2,10%	-27,28%	5,99%	-11,53%	-36,80%	2,73%	-15,73%	2,61%	-40,64%

M24: Szabad cash flow kimutatás az e-VALEX modellben



M25: Hozzáadott gazdasági érték kimutatás az e-VALEX modellben

ECONOMIC VALUE ADDED (EVA™) CALCULATION

e-VALEX

Author: Péter Fónagy-Árva
Scenario: Expansion Case
Th. of HUF

Economic Value Added (EVA™) calculation

Capital Charge Method

```

    graph LR
      NS[Net Sales] --> NOPAT[Net Operating Profit After Tax (NOPAT)]
      OC[Operative Cost] --> NOPAT
      TTO[Total Taxes on Operations] --> NOPAT
      CE[Capital Employed] --> CC[Capital Charge]
      WACC[WACC] --> CC
      NOPAT --> EVA[EVA™]
      CC --> EVA
          
```

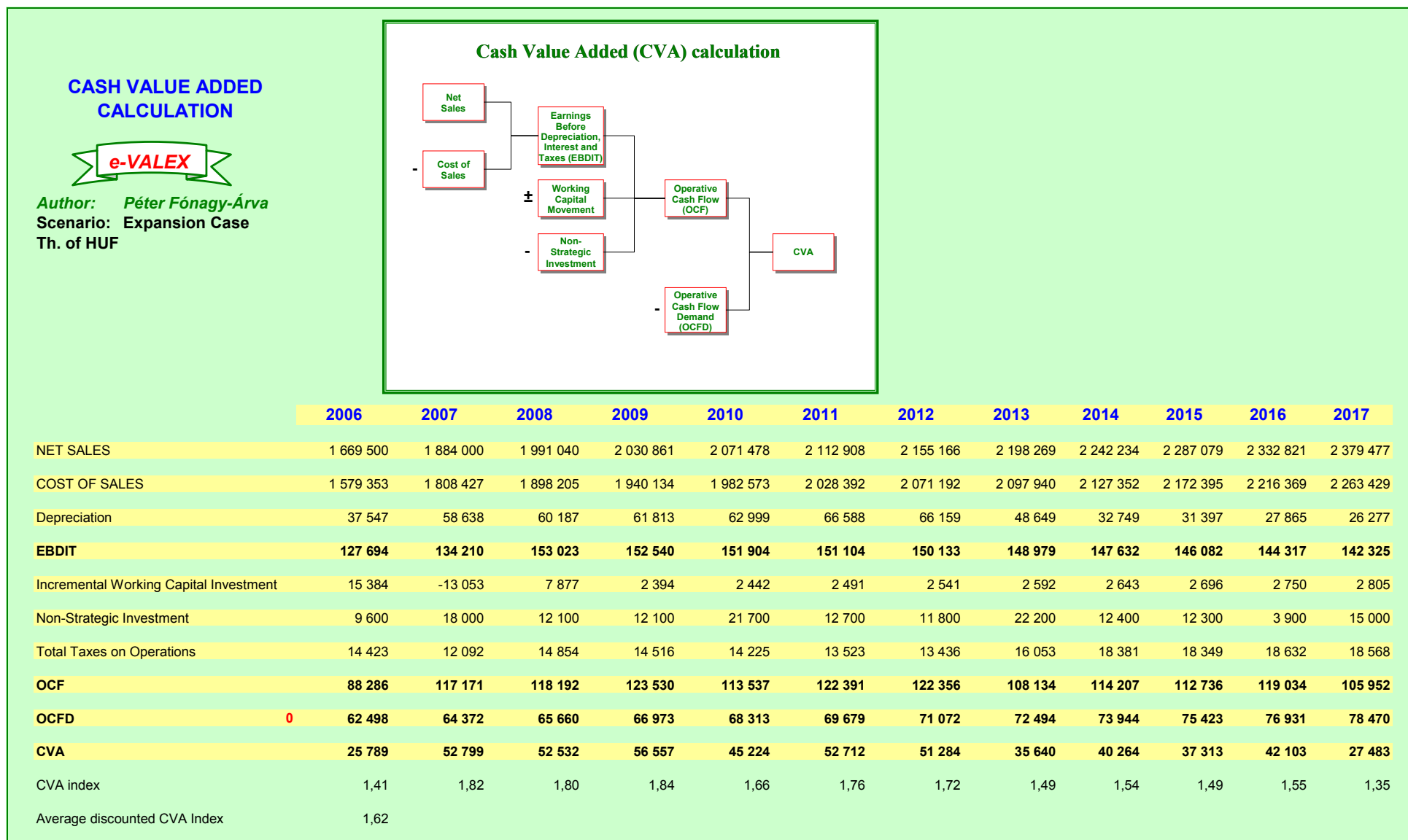
Spred Method

```

    graph LR
      NOPAT --> ROCE[Return on Capital Employed (ROCE)]
      CE[Capital Employed] --> ROCE
      WACC --> Spred[Spred]
      ROCE --> Spred
      Spred --> EVA[EVA™]
      CE --> EVA
          
```

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CAPITAL CHARGE METHOD												
NET SALES	1 669 500	1 884 000	1 991 040	2 030 861	2 071 478	2 112 908	2 155 166	2 198 269	2 242 234	2 287 079	2 332 821	2 379 477
OPERATIVE COST	1 579 353	1 808 427	1 898 205	1 940 134	1 982 573	2 028 392	2 071 192	2 097 940	2 127 352	2 172 395	2 216 369	2 263 429
Total Taxes on Operations	14 423	12 092	14 854	14 516	14 225	13 523	13 436	16 053	18 381	18 349	18 632	18 568
NOPAT Adjustments	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NOPAT	75 723	63 481	77 982	76 211	74 680	70 993	70 538	84 277	96 501	96 335	97 819	97 481
Capital Employed Adjustments	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Adjusted Capital Employed	192 176	439 113	407 423	379 313	344 094	326 937	293 239	253 221	251 564	246 258	247 157	229 841
WACC	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%
CAPITAL CHARGE	19 083	43 604	40 457	37 666	34 169	32 465	29 119	25 145	24 980	24 453	24 543	22 823
EVA	56 640	19 877	37 525	38 545	40 511	38 529	41 419	59 132	71 521	71 881	73 276	74 657
SPRED METHOD												
OPERATING PROFIT	90 147	75 573	92 835	90 727	88 905	84 516	83 974	100 329	114 882	114 684	116 451	116 048
Total Taxes on Operations	14 423	12 092	14 854	14 516	14 225	13 523	13 436	16 053	18 381	18 349	18 632	18 568
NOPAT Adjustments	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NOPAT	75 723	63 481	77 982	76 211	74 680	70 993	70 538	84 277	96 501	96 335	97 819	97 481
Capital Employed Adjustments	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Adjusted Capital Employed	192 176	439 113	407 423	379 313	344 094	326 937	293 239	253 221	251 564	246 258	247 157	229 841
ROCE	39,40%	14,46%	19,14%	20,09%	21,70%	21,71%	24,05%	33,28%	38,36%	39,12%	39,58%	42,41%
WACC	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%
SPRED	29,47%	4,53%	9,21%	10,16%	11,77%	11,78%	14,12%	23,35%	28,43%	29,19%	29,65%	32,48%
Adjusted Capital Employed	192 176	439 113	407 423	379 313	344 094	326 937	293 239	253 221	251 564	246 258	247 157	229 841
EVA	56 640	19 877	37 525	38 545	40 511	38 529	41 419	59 132	71 521	71 881	73 276	74 657

M26: Hozzáadott cash érték kimutatás az e-VALEX modellben

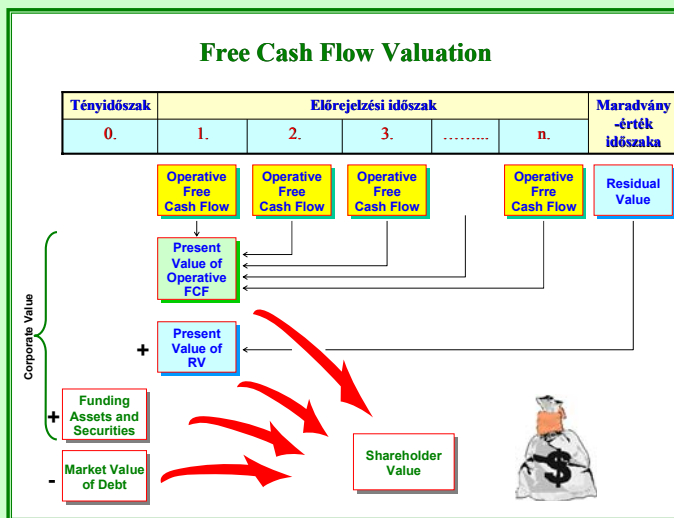


M27: Szabad cash flow alapú értékelés az e-VALEX modellben

SHAREHOLDER VALUE ANALYSIS



Author: Péter Fónagy-Árva
 Scenario: Expansion Case
 Th. of HUF



	Operative Free Cash Flow	Present Value of Operative FCF	Cum. PV of Operative FCF
2006	-171 214	-155 698	-155 698
2007	95 171	78 703	-76 994
2008	106 092	79 783	2 789
2009	111 430	76 203	78 992
2010	91 837	57 113	136 105
2011	104 691	59 206	195 311
2012	110 556	56 857	252 168
2013	85 934	40 189	292 358
2014	101 807	43 298	335 656
2015	95 436	36 910	372 566
2016	115 134	40 493	413 059
2017	90 952	29 089	442 148
Residual Value	1 344 912		
Present Value of Residual Value			430 143
Cumulative PV of Cash Flow and Residual Value			872 291
Total Marketable Securities			81 630
Long-Term Funding Asset			0
Corporate Value			953 921
Market Value of Debt			18 000
Shareholder Value			935 921
Shareholder Value per Share (HUF)			18 718
Current Stock Price (HUF)			5 000
Premium/Discount Over/Under Current Stock Price (%)			274%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)			9,97%

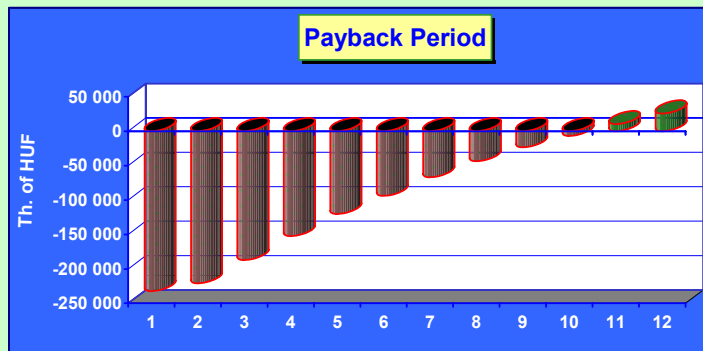
M28: Inkrementális szabad cash flow alapú értékelés az e-VALEX modellben



Author: Péter Fónagy-Árva
Th. of HUF

INCREMENTAL FREE CASH FLOW VALUATION

	Pre-Strategic FCF	Post-Strategic FCF	Incremental FCF	Present Value of Incr. FCF	Cum. PV of Incr. FCF
2006	84 187	-171 214	-255 401	-232 256	-232 256
2007	81 426	95 171	13 745	11 367	-220 889
2008	61 130	106 092	44 961	33 812	-187 077
2009	60 470	111 430	50 959	34 850	-152 227
2010	40 417	91 837	51 420	31 978	-120 250
2011	57 740	104 691	46 951	26 552	-93 697
2012	58 148	110 556	52 408	26 953	-66 744
2013	36 058	85 934	49 876	23 326	-43 418
2014	54 411	101 807	47 397	20 158	-23 261
2015	52 553	95 436	42 883	16 585	-6 676
2016	66 859	115 134	48 275	16 979	10 303
2017	42 380	90 952	48 573	15 535	25 838
Residual Value			720 000		
Present Value of Residual Value					230 278
Net Present Value, NPV					256 115
Internal Rate of Return, IRR					20,42%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)					9,97%

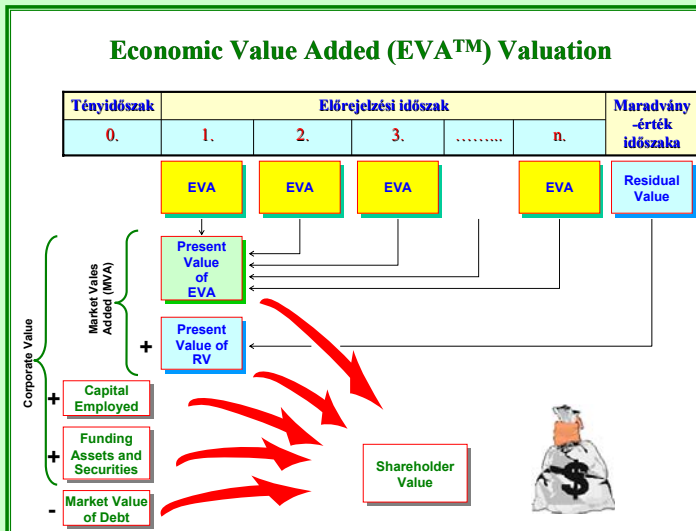


M29: Hozzáadott gazdasági érték alapú értékelés az e-VALEX modellben

ECONOMIC VALUE ADDED VALUATION

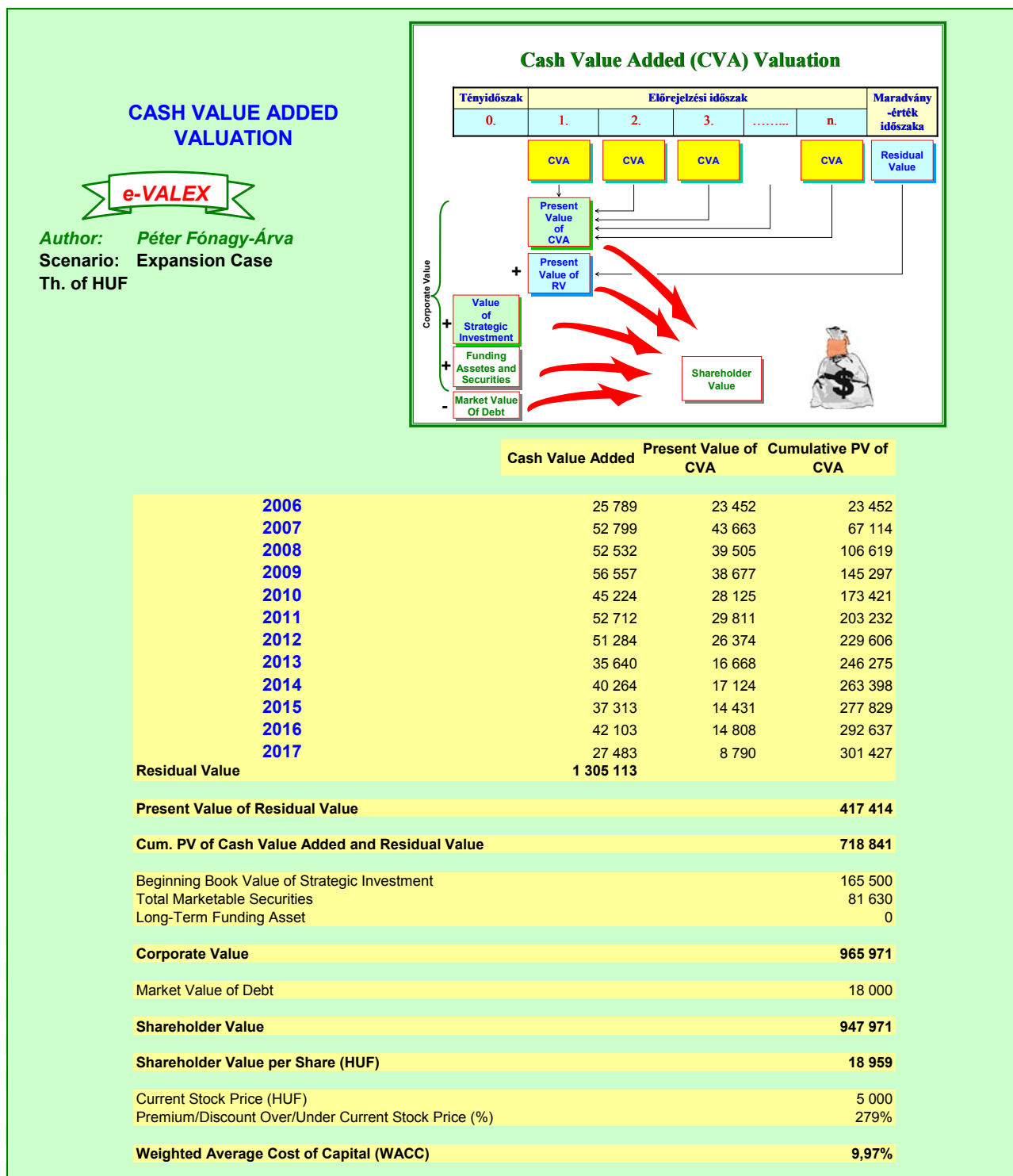


Author: Péter Fónagy-Árva
 Scenario: Expansion Case
 Th. of HUF



	Economic Value Added	Present Value of EVA	Cumulative PV of EVA
2006	56 640	51 507	51 507
2007	19 877	16 438	67 945
2008	37 525	28 219	96 164
2009	38 545	26 360	122 524
2010	40 511	25 194	147 717
2011	38 529	21 789	169 507
2012	41 419	21 301	190 808
2013	59 132	27 655	218 462
2014	71 521	30 417	248 880
2015	71 881	27 800	276 680
2016	73 276	25 772	302 452
2017	74 657	23 878	326 329
Residual Value	1 109 020		
Present Value of Residual Value			354 698
Market Value Added			681 027
Beginning Book Value			192 176
Total Marketable Securities			81 630
Long-Term Funding Asset			0
Corporate Value			954 833
Market Value of Debt			18 000
Shareholder Value			936 833
Shareholder Value per Share (HUF)			18 737
Current Stock Price (HUF)			5 000
Premium/Discount Over/Under Current Stock Price (%)			274,73%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)			9,97%

M30: Hozzáadott cash érték alapú értékelés az e-VALEX modellben



Köszönetnyilvánítás

Köszönöm témavezetőm, Dr. Székely Csaba jelen munkához fűzött értékes észrevételeit, iránymutatásait, amivel hozzájárult az értekezés minőségének javításához.

Köszönöm Dr. Zéman Zoltánnak azt a folyamatos együttműködést, amely számos közös tanulmányt, publikációt eredményezett.

Köszönöm Kocsis Csaba kollégámnak a modellépítés során a Visual Basic programozásban nyújtott rendkívül hasznos támogatását.

Köszönöm mindazoknak, akik a kérdőíves felmérés során a kérdőívet kitöltötték és visszaküldték, vagy ha nem is töltötték ki, de visszajeleztek, hogy cégüknél a témával kapcsolatos információk üzleti titoknak minősülnek, ezért nem áll módjukban tájékoztatást adni.

Köszönöm azoknak, akik a részletes esettanulmányok elkészítése során támogatták a munkámat, és önzetlenül átadták a cégük gyakorlatát bemutató információkat, név szerint Dr. Fekete Istvánnak, a Magyar Telekom Rt. kockázatkezelési menedzserének, Horváth Gábornak, a Continental Temic Hungary Kft. ügyvezető igazgatójának, Horváth Józsefnek, a MOL Rt. központi tervezés- kontrolling vezetőjének, Miklós Csabának, az Allianz Hungária Biztosító Rt. kontrollerének, Pálmai Máriának, a MOL Rt. kontrolling vezetőjének, Szerencsés Zoltánnak, a MOL Rt. forrás-allokáció vezetőjének, Tóth Péternek, a Bérés Befektetési Rt. tervezési és elemzési csoportvezetőjének, Vitán Gábornak, a Wallis Rt. controlling igazgatójának, valamint Zolnai Györgynek, az Allianz Hungária Biztosító Rt. kontrolling vezetőjének.

És végül, de nem utolsó sorban köszönöm családomnak azt a megértést és türelmet, amit a disszertáció készítése során felém tanúsítottak, mivel tanulmányaimat csak a velük töltendő idő rovására tudtam folytatni.