



Szent István Egyetem

**A TULAJDONOSI ÉRTÉK MÉRÉSE AZ
ÉRTÉKKÖZPONTÚ VÁLLALATIRÁNYÍTÁSBAN**

Doktori (PhD) értekezés tézisei

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

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.

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 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 – adathoz 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) céggént szolgálhatnak más vállalkozások számára. Fentiekkel összefüggésben hat részletes esettanulmányt készítettem az alábbi cégcsoportoknál, cégek-nél:

- 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.

AZ EREDMÉNYEK ÉRTÉKELÉSE

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 tökehiánnyal szembesülnek, ami világszerte 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 javadalmazási 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, ezt tekinthetjük az értékközpontú vállalatirányítás alapelemének. 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* (value driver), 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. Az értékteremtő 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 ezeket a témákat.)

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. Valamennyiük azt erőlteti, hogy használjuk az ő egyéni koncepciójukat, az egyéni koncepciójuk betűszavát, habár a módszer nagyrészt hasonlít a versenytársak mérési módszereihez, sok-sok hol egyértelműen, hol nehezebben észrevehető átfedést tartalmaznak, nehezítve a felhasználók számára az adott cél elérését támogató módszer kiválasztását és annak alkalmazását. Ugyanakkor az egyes eljárások számos pontban eltérhetnek egymástól: különböző cash flow-val számolnak, eltérések lehetnek a diszkontáláshoz használandó tőkekölség meghatározásában, eltérhetnek az alkalmazott eredménymutatók és vagyonmutatók vonatkozásában is.

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 hiányosságaik 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 kívánnak megfelelni a különböző korszerű gazdasági értékmérési módszerek, amelyek közös vonása, hogy pénzügyi és gazdasági megfontolások alapján korrigálni igyekszik a számviteli előírások torzító hatásait, a számvitel múltbeli teljesítményekre koncentrálnak megközelítését kívánja felváltani jövőorientált szemlélettel. Figyelemmel kell azonban lenni a korrekciók mennyiségére, 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 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 – 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.

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 találhatók 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 koncepció 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 árbevételt, 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 elfogadják 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. Ezen kívül bemutattam a MOL Csoportban működő, többszintű kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszert, 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 alternatíva 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 alkalmazzák, a teljesítmény mérésének csúcsmutatójaként pedig a Continental Vállalati Értékteremtés (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 példajaként a *Béres Csoport* gyakorlatát mutattam be. A valós érték megállapítása érdekében optimális számú, az értéket szignifikánsan befolyásoló korrekciók elvégzésére törekszenek, és azt nagy alapossággal el is végzik. Csoporton belüli cégek között mind az eredmény, mind pedig a lekötött tőke vonatkozásában a korrekciók tipikus példajaként 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.

A hat cégnél, cégcsoportnál készített esettanulmány összefoglalását tartalmazza az 1. táblázat.

1. táblázat: Az esettanulmányok összegzése

		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 tulaj- donosok
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)
	Teljesít- ménymérés	EVA TM alapú KPI rendszer	EVA TM alapú KPI rendszer	KPI rend- szer	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 vég- zik
	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	Prémium- bank	Prémium- bank	Felsőveze- tés tulajdon- szerzése	Prémiumbank	Prémium- bank	Prémiumbank
	BSC	Osztály szintre le- bontott	Osztály szintre le- bontott	Nem alkal- mazzák	Egyéni szintre lebontott	Nem alkal- mazzák	Cégszintű
	BSC és VBM integ- ráció	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 rend- szer (SAP) + MS Excel	Integrált rendszer (TM1) + MS Excel	Integrált rend- szer (SAP) + MS Excel
Legjobb gyakor- latként (best practice) kiemel- hető területek	Rendszer- integrálás; Projektérté- kelés; WACC kalkuláció	Stratégiai alternatívák értékelése; Célszoftver alkalmazás	Akvizíciók értékelése; WACC kalkuláció	Abszolút ér- tékközpontú szemlélet; Stratégia ki- alakítás; Egyéni szintre lebontott BSC	EVA TM alapú telje- sítymé- rés optimális korrekciók- kal	EVA TM alapú teljesítmény- mérés ágazatspecifi- kus korrekci- ókkal	
Fő továbbfejlesztési irány	BSC nem pénzügyi nézőpontjai- nak fejlesztése; BSC lebontása alacsonyabb szintekre	Anyavállalathoz való integráltság fokozása	Ösztönzési rendszer bekapcsolása az érték- központú működésbe	Számviteli alapadatok pontosságának felülvizsgálata az értékmérés- ben	WACC kalkuláció pontosítása	BSC lebontása alacsonyabb szintekre	

Forrás: Saját felmérés

Az esettanulmányoknak vannak általánosítható tapasztalatai, megfogalmazhatók *kritikus sikertényező*k, amelyek a vizsgált, a módszertant sikerrel alkalmazó vállalkozások mindegyikénél megtalálhatóak 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) cégeként 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; kiegyensúlyozott 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 (scenárió-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 vállalatban 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 információ tartalommal 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 konszolidációját 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 2. táblázat tartalmazza.

2. 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 megoszlási 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.	Esettanulmányok 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

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 igénybevitelére, 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. Ráműtöttem 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 támogathatja, 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 értékmaksimalizálás 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 (szcenárió-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 ügynevezett 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 hasznosítható, 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.
- Értékezemben 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 javadalmazási 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.

PUBLIKÁCIÓK JEGYZÉKE

Könyv, könyvrészlet

1. 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. ISBN 963 85920 5 2. 4/14. fejezet, 1-17 p.
2. 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. ISBN 963 85920 5 2. 4/12. fejezet, 1-31 p.
3. Fónagy-Árva Péter – Zéman Zoltán (2004): A vállalati értékmérési módszerek felhasználása a stratégiai teljesítményértékelésnél. In: *Stratégia a vállalkozások és intézmények vezetési gyakorlatában*. Budapest: InfoCity Informatikai, Tanácsadó és Kiadó Kft., 2004. április. ISBN 963 214 968 8. 4/1.2 fejezet, 1-26 p.
4. Fónagy-Árva Péter – Zéman Zoltán (2003): A vezetői számvitelen alapuló vállalati értékmérési módszerek összevetése a stratégiai controlling gyakorlatában. In: *Gyakorlati controlling. Magyarországi vállalkozások és intézmények controllingkézikönyve*. Budapest: Raabe Kiadó, 2003. március. ISBN 963 85920 5 2. 4/9. fejezet, 1-21 p.

Folyóiratban megjelenő közlemény

1. Fónagy-Árva Péter – Kuruc Angéla – Tóth Márk – Zéman Zoltán (2006): Measuring shareholder value in the practice of companies operating in Hungary. *Bulletin of the Szent István University*, No. 19/2006. ISSN 1586-4502. Várható megjelenés: 2006. május
2. Vámos Imre – Zéman Zoltán – Tóth Márk – Fónagy-Árva Péter (2006): Reporting in the European Union and Hungary. *Bulletin of the Szent István University*, No. 19/2006. ISSN 1586-4502. Várható megjelenés: 2006. május
3. Fónagy-Árva Péter – Tóth Márk – Zéman Zoltán (2006): A befektetés-arányos cash flow megtérülés (CFROI) mutató alkalmazása az értékmérésben. *A controller*, II (2) ISSN 1787-3983. 5-6 p.
4. Fónagy-Árva Péter – Tóth Márk – Zéman Zoltán (2006): A hozzáadott cash érték (CVA) mutató alkalmazása az értékmérésben. *A controller*, II (1) ISSN 1787-3983. 6-8 p.
5. Fónagy-Árva Péter – Zéman Zoltán (2005): A hozzáadott gazdasági érték (EVATM) mutató alkalmazása az értékmérésben. *A controller*, I (2) ISSN 1787-3983. 5-7 p.
6. Fónagy-Árva Péter – Zéman Zoltán (2005): A mutatószámok szerepe a controllingrendszer tervezési és értékmérési, értékelési gyakorlatában. *A controller*, I (1) ISSN 1787-3983. 5-6 p.
7. Fónagy-Árva Péter – Zéman Zoltán – Majoros György (2003): Értékmérési módszerek alkalmazási lehetőségeinek vizsgálata. *Pénzügyi Szemle*, XLVIII (4) HU ISSN 0031-496-X. 380-403 p.

8. Fónagy-Árva Péter (2001): Benchmark vállalkozások kiválasztása többváltozós statisztikai módszerek segítségével. *Bankszemle*, XLV (4-5) HU-ISSN-0133-0519. 100-110 p.

Konferencia előadás kiadványban megjelenítve

1. 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. ISSN 905 8642, 250 p.
2. Széles Zsuzsanna – Fónagy-Árva Péter – Zéman Zoltán: Principal component analysis and benchmarking. Saint István University, Gödöllő Faculty of Economic- and Social Sciences 17-18 October 2002. *2nd International Conference for Young Researchers*. ISBN 963 9483 05 2ö. 268-272 p.
3. Fónagy-Árva Péter – Ilyés Csaba (2001): Stratégiaorientált tervezés a kiegyensúlyozott mutatószámrendszer (Balanced Scorecard, BSC) alkalmazásával. *Institute for International Research GmbH konferencia*. Budapest, 2001. szeptember 11-12. 1-19 p.
4. Fónagy-Árva Péter – Zéman Zoltán (2001): Creating the Strategy-Focused Organization. *1st International Conference for Young Researchers*. Gödöllő, 4-5. September, 2001. ISBN 963 9484, 150-157 p.
5. Fónagy-Árva Péter – Zéman Zoltán (2001): Using Balanced Scorecard for Execute Strategy. *1st International Conference for Young Researchers*. Gödöllő, 4-5. September, 2001. ISBN 963 9484, 162-165 p.
6. Fónagy-Árva Péter – Ilyés Csaba (2001): Tervezzen rövid és hosszú távra. *Institute for International Research GmbH konferencia*. Budapest, 2001. június 12-13. 1-23 p.
7. Fónagy-Árva Péter (2001): Selection Process of Benchmark Companies to Support Modern Management. *microCAD'2001. International Scientific Conference*. Miskolc, 1-2 March 2001. ISBN 963 661 457 1. ISBN 963 661 457 5. 37-42 p.
8. Fónagy-Árva Péter – Zéman Zoltán (2000): A tulajdonosi értékelemzés módszertana, folyamata. 10 p. *VISION-2000. III. Tudományos Konferencia*. Gödöllő, 2000. november 9-10. 65-70 p.
9. Bárczi Judit – Fónagy-Árva Péter – Tóth Antal – Zéman Zoltán (2000): A controlling módszer standardizálódása, a controlling területek differenciálódása mellett. *VISION-2000. III. Tudományos Konferencia*. Gödöllő, 2000. november 9-10. 42-46 p.