

DORGAI Ilona

A RÉSZVÉNYESI ÉRTÉKMAXIMALIZÁLÁS ELMÉLETI HÁTTERE

A tanulmány célja a részvényesi értékmaximalizálás vállalatelméleti hátterének rövid áttekintése, a részvényesi érték definiálása és a koncepció alkotóelemeinek a bemutatása. Az első fejezet a részvényesi értékmaximalizálás vállalatelméleti hátterét ismerteti felhasználva a neoklasszikus elméletből, összefoglalva a megbízó-ügynök elméletet, utalva a felelős vállalat koncepció kialakulására és a modern vállalati pénzügyek fejlődésére. A második fejezet a fogyasztói értékből kiindulva a vállalati érték meghatározásán keresztül definiálja a részvényesi értéket, és bemutatja miért az érték – cash-flow – a legjobb teljesítménymérce; levezetve a szabad cash-flow egy lehetséges felépítését. A harmadik fejezet meghatározza az értékteremtő folyamatok és értékteremtő tényezők fogalmát.

Napjainkban a tőkepiacok globalizálódása, a nemzetközi verseny erősödése mellett egyre hangsúlyosabbá válik a részvényesi értékmaximalizálás elve. Hosszú távon azok a vállalatok tudnak életben maradni, amelyek a fogyasztói igények maximális kielégítése közben a befektetett tőke után a tőkeköltségnél magasabb hozam elérésére törekednek, a részvényesi értéket maximalizálják. A részvényesi értékmaximalizálás csak akkor lehetséges, ha beépül a stratégiaalkotásba, átfogja az egész üzleti ciklust, a működési tevékenység legalsó szintjén is érvényesül. Az értékteremtő tényezők azonosítása és optimális kombinációjuk kialakítása kulcskérdés a vállalati értékmaximalizálás szempontjából.

A részvényesi értékmaximalizálás koncepció hatékony tőkepiac létét feltételezi, amely méri és visszaigazolja az értékmaximalizáló stratégia eredményeit. Paradox módon a hatékony tőkepiacnak feltétele az értékmaximalizáló vállalatok működése, mivel csak így tud maximális többletértéket biztosító tőkeallokációt létrehozni. A magyar tőkepiac fejlődése folyamatos, bár nem fejezi ki sem hozamával sem méretével a gazdaság fejlettségét. Az Európai Unióhoz való csatlakozás felkészülési sikere nagy mértékben függ a magyar gazdaság versenyképességétől, a tőkepiac fejlettségétől.

A nemzetközi versenyképesség alapvető feltétele az értékmaximalizáló stratégia megvalósítása. Empirikus kutatások (McKinsey-csoport, 1996, 1997; Copeland – Koller – Murrin, 1994) bizonyították, hogy az országok makrogazdasági teljesítménye és a tulajdonosi értékmaximalizálás elvére épülő vállalatvezetés között szoros kapcsolat van. Azok az országok, ahol a gazdasági rendszer nem a tulajdonosi érték maximalizálására épül a világgazdasági versenyben mind jobban lemaradnak.

A részvényesi értékmaximalizálás vállalatelméleti háttere

A részvényesi értékmaximalizálás vállalatelméleti előzménye a klasszikus közgazdaságtanig vezethető vissza. A neoklasszikus elmélet szerint a vállalatok fő célja a profitmaximalizálás. A Smith-féle „láthatatlan kéz” az a gazdasági mechanizmus, amely a legnagyobb jólétet képes előállítani nemcsak a gazdasági szereplők, de a társadalom számára is. A piaci önszabályozás akkor működik a leghatékonyabban, ha minden gazdasági szereplő csak saját önérdékét követi, nincs tekintettel más szempontokra. A vállalat egységes egész, a tulajdonos és a menedzser személye nem különül el.

A vállalat profitmaximalizálási célja a tulajdonos vagyónának a maximalizálását is jelenti.

A neoklasszikus elmélet sokáig egyeduralgoló volt a közgazdaságtanban. A részvénytulajdonosi forma elterjedésével azonban a tulajdonos és a menedzser személye különvált. A vállalatok vezetése, irányítása a professzionális vezetők feladata, ezért elválik a tulajdontól. Ross (1973), Stiglitz (1974), Jensen és Meckling (1976) tanulmányainak eredményeképpen megszületett a megbízó-ügynök elmélet.¹ Az elmélet középpontjában a szerződés és annak a megbízó és a megbízott kapcsolatában betöltött szerepe áll. A megbízó (tulajdonos) érdekei megvalósítása végett szerződött egy ügynököt (vállalatvezetőt), akire bizonyos feladatokat és döntési kompetenciákat ruház át, s a szolgáltatásért cserébe ellenszolgáltatást ad neki. Az elmélet feltételezi a szereplők egyéni haszonmaximalizáló viselkedését, de ebben az esetben az ügynök egyéni célrendszerétől függően cselekszik, ami nem feltétlenül jelenti, hogy az ügynök a megbízó érdekében jár el. A profitmaximalizálás elve így sérül, az optimális szerződés Pareto-optimális erőforrás allokációt tesz lehetővé.) A tulajdonos és a vállalatvezetés különválásának problémája, különösen a nagy, összetett részvényesi struktúrával rendelkező cégeknél (intézményi befektetők és szétszórt kiszervezések, mint közös tulajdonosok) jelentkezhet.

Rappaport (1986: p. 7-9.) négy tényezőt sorol fel, melyek a vállalatvezetést a tulajdonosi érdekeknek megfelelő vállalatirányításra kényszerítik.

A vállalatvezetők részvénytulajdonossá tétele egyező érdekek kialakulását jelenti. Problémát az eltérő kockázatviselési képesség okozhat. A tulajdonosok csökkenthetik kockázatukat diverzifikált portfólióval, a vállalatvezetők azonban nem. A bukás kockázata így sokkal jobban fenyegeti a vezetőket, elutasíthatnak olyan projekteket, melyek hosszú távon a részvényesi értékteremtést szolgálják, de kockázatuk meghaladja a vezetők kockázatviselési képességét.

A részvényesi értékmaximalizálást elősegítheti a kompenzációs és ösztönző rendszernek a részvényesi megtérüléshez történő kötése. A problémát a részvényárfolyamok vállalati teljesítménytől független mozgása okozhatja.

Külső tényezők, mint a más vállalat által történő felvásárlás veszélye² és a menedzseri munkaerőpiac értékelése, szintén a részvényesi értékmaximalizálás felé fordítják a vezetők figyelmét.

Houlder (1995) szerint a részvényesi értékmaximalizálás elvének követése az 1990-es években nem annyira a felvásárlások fenyegetettsége, mint inkább az intézményi befektetők megnyerése céljából fontos a vállalatvezetésnek.

Jensen 1989-es tanulmányában a Kohlberg – Kravis – Roberts típusú struktúrát ismertette, mint a tulajdonosok és vezetők érdekeit közelítő szervezetet.³ A Kohlberg – Kravis – Roberts egy ügynökszervezet, amely kiválasztja a végrehajtandó felvásárlásokat, megoldja a finanszírozást, és gondoskodik egy jelentős tőkeinjekcióról, ami a szerzett tulajdonrész alapján biztosítja az ellenőrzést. Általában a befektetéseiket üzemeltető vezetőket arra kéri, hogy saját pénzüikkel is hajtsanak végre tőkeemelést, amivel kisebbségi tulajdont szereznek, és így érdekeik közel kerülnek az ügynökcég – tulajdonos érdekeihez. A hitelből történő kivásárlások és a hitel visszafizetésére koncentráló vezetők a pazarló befektetések felszámolásával hosszú távon a részvényesi értékmaximalizálást szolgálják.

A részvényesi értékmaximalizálás koncepció kialakulására hatással volt a vállalati pénzügyek területén az 1950–60-as évek hatalmas fejlődése is. Az ebben az időszakban ismertté vált elméletek – hatékony piac, portfólióelmélet, tőkepiaci árfolyamok modellje (CAPM: Capital Asset Pricing Modell) – a modern vállalati pénzügyek építőelemeit alkotják.

Az 1980-as években a vállalatok figyelme újból a részvényesi érték maximalizációjára helyeződött, ehhez hozzájárult az alulértékelt, illetve rosszul menedzselte vállalatok felé irányuló felvásárlási hullám; a számviteli mutatók és a vállalat értéke közötti kapcsolatot kereső empirikus kutatások eredményei; valamint a menedzseri kompenzációs csomagok hangsúlyosabbá válása. 1986-ban több szakfolyóirati publikációt követően jelent meg Alfred Rappaport „Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance” (Részvényesi érték teremtése: A vállalati teljesítményértékelés új standardja) című könyve⁴, amely a részvényesi érték szemléletmód elméleti alapjait tartalmazza. 1994-ben jelent meg Copeland – Koller – Murrin „Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies” (Vállalatértékelés) című könyve⁵, mely empirikus kutatások eredményét tartalmazza, igazolva a részvényesi érték és a vállalatok gazdasági teljesítménye közötti kapcsolatot. A szerzők bemutatják, a vállalatok miként képesek alkalmazni a részvényesi értékmaximalizálás elveit, és rámutatnak, hogy ezen elvek követése nemcsak a részvénytulajdonosoknak, hanem a többi érintettnek is kedvező. 1997-ben látott napvilágot a PriceWaterhouseCoopers kiadásában Black – Wright – Bachman – Davies „In Search of Shareholder Value” (Részvényesi érték: Az értékközpontú vállalatirányítás) című könyv⁶, amely gyakorlati oldalról, a tanácsadó cég nemzetközi tapasztalataira építve vázolja a részvényesi érték koncepciót.

A nemzetközi empirikus kutatások eredményeinek ellenére a kontinentális Európa vállalatvezetői körében

részben negatív érzelmeket kelt a részvényesi értékmaximalizálás elve, hiába hangsúlyozza a hosszú távú szemléletet és az összes érdekelt javára történő értékteremtést. Az ellenvetések között szerepel, hogy az európai tőkepiac hatékonysága az Egyesült Államokéhoz mérten közepes, a vállalatok tulajdonosi, finanszírozási, döntési struktúrája különbözik az amerikai vállalatoktól, a vállalatoknak a társadalomban elfoglalt szerepe a felelős vállalat koncepciójának felel meg. Az európai vállalatok is elfogadják az értékteremtés koncepcióját, de az értékteremtő folyamatok értékelésénél nem mindig érvényesül a részvényesi érték szemlélet. Ennek lehetnek módszertani okai is. A számviteli információkon alapuló mutatóknak nagy hagyománya van, a gazdasági folyóiratokban publikált mutatók minden vezető által érthető és könnyen kalkulálható. Az empirikus kutatások viszont megmutatták, hogy a tradicionális mutatók és a részvényárfolyamok változása között nincs, illetve nagyon gyenge a korrelációs kapcsolat. A teljesítmény új mérőszámainak rendszere viszont még kiforratlan, hiányzik a biztos módszer az értéknövekedés elemzésére, az alkalmazott eredménymutatók, vagyonsmutatók, cash flow előrejelzések különböző mutatókkal operálnak.

Értékdimenziók

Napjaink közgazdasági szakirodalmában az értéknek különböző definíciói⁷ jelennek meg.

A marketing szakirodalomban az érték a fogyasztói értékkel⁸ azonos. *Fogyasztói érték* a vevő szubjektív véleménye arról, hogy egy termék vagy szolgáltatás milyen mértékben felel meg a várakozásainak.⁹ A fogyasztó annak arányában hajlandó fizetni egy termékért, amilyen mértékben igényeit kielégíti. A fogyasztói értékítéletet a termék jellemzői mellett a megszerzéséhez kapcsolódó ráfordítások mértéke, vagyis az adott jószág által nyújtott többletérték is befolyásolja.

A vállalati pénzügyek képviselői az értéket a vállalat oldaláról értelmezik. A vállalat értékének meghatározására különböző definíciók¹⁰ találhatóak a szakirodalomban. A mai értékfelfogás az elmúlt 60–70 éven folyamatosan alakult ki.

A klasszikus vállalatértékelés a vállalat belső értékét („intrinsic value”) kereste, melyet objektív értéknek¹¹ nevezett, és ezt tekintette piaci értéknek. Ez az egydimenziós értékfelfogás a vállalatok számviteli információira alapozva határozta meg a vagyontértéket¹², nem törődve a vállalat jövőbeni jövedelemtermelő képességével.

A második világháborút követően többdimenziós értékértelmezés alakult ki, az objektív értéket felvál-

totta a szubjektív érték¹³, amely a vállalat számviteli információin kívül tükrözte a jövőre vonatkozó elvárásokat is. A vállalat belső értéke a hozamértékkel¹⁴ egyenlő, de a tényleges piaci értéke csak ritkán egyezik meg a kalkulált hozamértékkel.

A következő értékfelfogás már nem a belső értéket közvetlenül meghatározó tényezőkre koncentrál, hanem a belső érték és a piaci érték közötti kapcsolatot vizsgálja. Felmerül az eladó és a vevő eltérő preferenciarendszerének kérdése és a vállalatértékelő személyének szerepe.

Napjainkban a vállalat értékének megállapítása a piaci érték meghatározására összpontosít, alapvetően a piaci értéket befolyásoló tényezők megragadására és számszerűsítésére helyezi a hangsúlyt. A piaci érték koncepció a vállalat értékét a részvényárfolyamokban tükröződő értékkel azonosítja, mivel hatékony tőkepiacon a részvényárfolyamok nemcsak a vállalat jelenlegi teljesítményét mutatják, hanem kifejezik a befektetők jövőbeni elvárásait is. Nem nyilvános társaságoknál a piaci érték az az érték, amelyet a megfelelő információkkal rendelkező eladó és vevő a saját önértékét követve a tárgyalások során a részvények vagy vagyontárgyak értékére kialakít.¹⁵

A részvényesi értékmaximalizálás elmélete alapján a *vállalat értéke* azon jövőbeli pénzjövödelmek tőkeköltséggel diszkontált jelenértéke, amelyet a vállalkozás üzleti tevékenységével hosszú távon, teljes élettartama alatt realizál, s amely a befektetőknek – forrásbiztosítóknak szabadon rendelkezésére áll.

A *részvényesi érték* (Rappaport, 1986; PriceWaterhouseCoopers, 1997) a vállalat saját tőkeértékével egyenlő, amely a vállalat értéke és az adósságállománya piaci értékének a különbsége. A részvényesi érték maximalizálása a hosszú távú részvényesi érdekek maximalizálását jelenti,¹⁶ amit a részvényesi megtérülés fejez ki. A részvényesi megtérülés a részvényárfolyam változásának és az egy részvényre jutó fizetett osztaléknak az összege. A vállalat akkor teremt értéket, ha a tőkeköltségénél nagyobb megtérülést ér el. Hatékony tőkepiacon a részvényárfolyamok változása tükrözi a vállalatok értékteremtő teljesítményét. A fogyasztói érték a vállalat szempontjából csak akkor képvisel értéket, ha a vállalat a befektetett tőke költségét meghaladó hozamot ér el. Azok a vállalatok, melyek a fogyasztói igények kielégítésére összpontosítanak, de nem törődnek a befektetett tőke költségét meghaladó hozam elérésével, hosszú távon vagy tönkremennek, a befektetők kivonják tőkéjüket és jobban jövedelmező helyre fektetik be, vagy felvásárlás célpontjává válnak.

Copeland – Koller – Murrin (1994) és a McKinsey-csoport (1996) empirikus kutatása, amely az USA, Japán és Németország gazdaságának elemzésére ter-

jedt ki egyértelműen bizonyítja az egy főre jutó GDP, a termelékenység és az értékteremtés, a tulajdonosi értékmaximalizálás közötti kapcsolatot. Az Amerikai Egyesült Államokban, ahol a vállalatok nagy részének célja a részvényesi értékmaximalizálás mind az egy főre jutó GDP, mind a tőke és a munka termelékenysége szignifikánsan magasabb volt, mint Németországban és Japánban. Az Egyesült Államokban a tőke magasabb termelékenysége emeli a befektetések hozamát, ami kompenzálja az alacsonyabb megtakarítási és befektetési szintet, és a végeredmény nagyobb pénzügyi jólét és életszínvonal.¹⁷ A tőkepiacok globalizálódásával azoknak az országoknak, ahol a gazdasági rendszer nem a részvényesi értékmaximalizálásra épül és a befektetett tőke után alacsonyabb hozamot biztosítanak, lassanként tőkehiánnyal kell szembesülniük, és így a világszínt versenyezben mind jobban lemaradnak.

Bughin – Copeland 1997-ben publikált McKinsey Group által végzett felmérésben empirikus bizonyítékokkal szolgálnak arra, hogy hosszú távon a részvényesi érték maximalizálása minden érintett érdekét szolgálja.¹⁸ A kutatás eredményeképpen felrajzolt részvénytulajdonosi értékkörforgás¹⁹ (virtuous cycle of shareholder value creation) is bizonyítja a részvényesi értékteremtés minden érintett érdekét szolgáló voltát. Makrogazdasági szinten a részvényesi értékre történő koncentráció javítja a foglalkoztatottsági lehetőségeket, mivel a létrehozott érték elosztása több elkölthető jövedelmet pumpál a gazdaságba, ami növelheti a fogyasztást, és így újabb növekedési lehetőségeket, ezzel együtt még több részvényesi értéket teremt a vállalatoknak. A körforgás újra indul, és a hatás halmazódik. Ez a spirálhatás (multiplier effect) a növekedést a részvényesi értékteremtésben idővel megduplázza. (1. ábra)²⁰

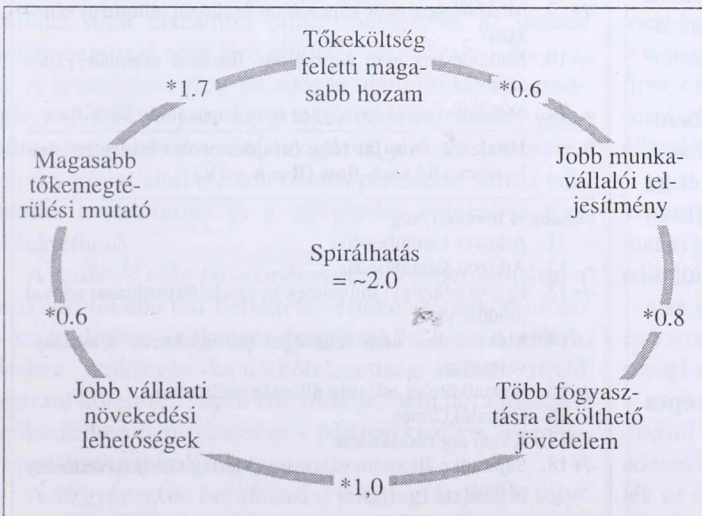
Összefoglalóan elmondható, hogy az értékkel kapcsolatban a különböző irányból közelítő felfogások nem alkotnak egységes egészet. Egyetértés van az érték fontosságának hangsúlyozásában és annak elismerésében, hogy a tulajdonosi érték növelése mint cél a fogyasztói érték egyidejű növelésén keresztül érhető el. A fogyasztói érték fontosságát hangsúlyozó marketing-, logisztikai, termelési szakértők a fogyasztói érték mellett általában a nyereségesség kritériumát tűzik ki célul. Ami nem elegendő feltétele a tulajdonosi érték növelésének, mivel a nyereségesség nem feltétlenül jelenti a hosszú távú részvényesi érték maximalizálását. A részvényesi érték maximalizálása viszont növeli a fogyasztó szerinti értéket.

Az érintett elmélet képviselői (Freeman, 1984; Evan – Freeman, 1988; Radácsi, 1996) szerint a vállalat az érintettek széles körének tartozik felelősséggel, ezért nem maximalizálhatja egyetlen érintett, a tulajdonosok jólétét, hanem valódi célja az érintettek érdekeinek a koordinációja kell, hogy legyen.

A gazdaságetikai megközelítés (Enderle – Tavis, 1998; Pruzan, 1998; Pataki – Radácsi, 2000) az érték fogalmát szintén az érintettek mindegyikére kiterjeszti, mivel a vállalat gazdasági felelősségén kívül, politikai, társadalmi és környezeti felelősséggel is tartozik.

A részvényesi értékmaximalizálás elmélet követői (Rappaport, 1986; Copeland – Koller – Murrin, 1994; Stern – Stewart, 1998) sem tagadják az érintettek értéknövelésének, sem az etikus viselkedésnek²¹ a fontosságát, hanem azt állítják, hogy a piaccgazdaságban hosszú távon minden érintett akkor jár a legjobban, ha a vállalatvezetés első helyre a tulajdonosok érdekeit sorolja, mivel a tulajdonosok az egyetlen érintett csoport, amelyeknek tökéletes informáltsággal kell rendelkezniük a saját érdekeiknek megfelelő előnyös döntés szempontjairól. A tulajdonosok vállalják a legnagyobb kockázatot. A részvényesek motivációja a legerősebb a vállalati munkaerő és tőkeforrások hosszú távú sikeres működtetésére. Döntéseiket korlátozzák a munkavállalókkal, szállítókkal, hitelezőkkel kötött szerződések, de ezen korlátokon belül megszervezik a szűkös erőforrások hatékony elosztását. „Maradék” érintettként – az összes többi érintett igényének a kielégítése után – jutnak hozzá a saját jövedelmükhöz (szabad cash-flow-jukhoz), miközben

Részvénytulajdonosi értékkörforgás



Forrás: Bughin – Copeland, 1997: p. 167

* A csillagok szorzásjelet helyettesítenek, a számok a fentiekben ismertetett spirálhatást mutatják. Az ívelt vonalakra az óramutató járásával egyezően nyilakat kell elképzelni

1. ábra

A részvényesi értékmaximalizálás elmélet követői (Rappaport, 1986; Copeland – Koller – Murrin, 1994; Stern – Stewart, 1998) sem tagadják az érintettek értéknövelésének, sem az etikus viselkedésnek²¹ a fontosságát, hanem azt állítják, hogy a piaccgazdaságban hosszú távon minden érintett akkor jár a legjobban, ha a vállalatvezetés első helyre a tulajdonosok érdekeit sorolja, mivel a tulajdonosok az egyetlen érintett csoport, amelyeknek tökéletes informáltsággal kell rendelkezniük a saját érdekeiknek megfelelő előnyös döntés szempontjairól. A tulajdonosok vállalják a legnagyobb kockázatot. A részvényesek motivációja a legerősebb a vállalati munkaerő és tőkeforrások hosszú távú sikeres működtetésére. Döntéseiket korlátozzák a munkavállalókkal, szállítókkal, hitelezőkkel kötött szerződések, de ezen korlátokon belül megszervezik a szűkös erőforrások hatékony elosztását. „Maradék” érintettként – az összes többi érintett igényének a kielégítése után – jutnak hozzá a saját jövedelmükhöz (szabad cash-flow-jukhoz), miközben

saját követelésük értékének maximalizálására törekednek, más érintettek vállalattal szembeni követelésének az értékét is maximalizálják.²²

Az érték – cash-flow – mint a legjobb teljesítménymérce

A pénznek általános egyenértékként való használatának alapja a pénzáramnak, a cash-flow-nak érték-mérőként való alkalmazása. Leegyszerűsítve a cash-flow a pénzbevételek és pénzkidadások különbsége, az az összeg, amely a bankszámlán, a házipénztárban rendelkezésre áll, ténylegesen elkölthető, befektethető. A vállalat eredmény-kimutatásában feltüntetett eredmény nem azonos a rendelkezésre álló, osztalékfizetésre, beruházásra, hiteltörlesztésre ténylegesen felhasználható pénzeszközzel. A jövőbeni növekedés forrása a vállalat rendelkezésre álló szabad pénzeszköze, és nem a számviteli profitja. A tulajdonosok érdeke saját befektetésük értékének maximalizálása, amely nyilvános társaságoknál a részvényárfolyamok és az osztalék együttes összegének maximalizálását jelenti. A tulajdonosi/részvényesi érték meghatározása a szabad cash-flow-n alapul, annak a rendelkezésre álló szabad pénzáramnak az értékelésén, amely a vállalat működését szolgálja.

A pénz felhasználásának, a befektetések megítélésének legjobb módszere a nettó jelenérték szabály alkalmazása. E szerint csak a pozitív nettó jelenértékű projekteket fogadják el. Bármely eszköz nettó jelenértéke egyenlő a jövőbeli pénzáramlásoknak a tőke alternatív-költségével diszkontált értéke és a jelenbeli pénzbefektetés értéke különbségével. A jelenérték szabály Fisher 1930-ban megjelent tanulmányáig vezethető vissza. Fisher szerint a beruházási kritériumok függetlenek a befektetők személyes időbeli fogyasztási preferenciájától, ezért a vállalatvezetők fő feladata a nettó jelenérték, a részvényesek vagyonának maximalizálása.²³

A nettó jelenérték szabály azonban nemcsak beruházások megítélésére alkalmas, hanem a vállalatok értékének megállapítására is. Egy vállalat értékét az előrejelzett jövőbeni szabad pénzáramlás (cash-flow) vállalati tőkeköltséggel diszkontált értékének, a maradványérték diszkontált értékének, az adózott működéshez nem kapcsolódó cash-flow jelenértékének és a piacképes értékpapírok értékének az összege adja.

Vállalat értéke = DFCF + TV + DNOCF + Piacképes értékpapírok

ahol:

DFCF: szabad cash-flow nettó jelenértéke

TV: maradványérték jelenértéke

DNOCF: működési tevékenységhez nem kapcsolódó cash-flow jelenértéke

Diszkontráta: vállalati tőkeköltség

Szabad cash-flow a vállalat tényleges működési tevékenységének pénzárama, az a pénzállomány, ami a befektetők/forrást biztosítók – részvényesek és hitelezők – rendelkezésére áll. A szabad cash-flow és a vállalat adózott működéséhez nem kapcsolódó cash-flow összege egyenlő a finanszírozási cash-flow-val, tehát a pénzügyi források nyújtói felé irányuló, illetve tőlük kapott pénzeszközök összegével. A vállalat szabad cash-flow-ját olyan diszkontrátával kell diszkontálni, amely tükrözi a befektetők – részvényesek és hitelezők – mind-egyikének az alternatív költségét, az összes pénzügyi forráshoz való relatív hozzájárulásuk arányában. Ez a ráta hatékony tőkepiacon a súlyozott átlagos tőkeköltség rátája (WACC). A szabad cash-flow lehetséges felépítését az 1. táblázat tartalmazza.

1. táblázat

Szabad cash-flow levezetése

+	1. Üzemi/üzleti tevékenység eredménye
-	2. Számított adófizetés (Üzemi/üzleti tevékenység eredménye \cdot (1 – fizetett társasági adóráta))
=	1. Adózás utáni működési eredmény (NOPLAT) (1 – 2)
+	3. Értékcsökkenési leírás és egyéb nem pénzmozgással járó tételek
=	II. Bruttó cash-flow (1 + 3)
+/-	4. Működő tőke növekménye
+/-	5. Tárgyi eszköz beruházás
+/-	6. Működési tevékenységhez szükséges egyéb eszközök és források állományváltozása
=	III. Bruttó befektetés (4 + 5 + 6)
-/+	7. Cégérték állományváltozása
A.	Hitelezők és saját tőke tulajdonosok részére rendelkezésre álló szabad cash-flow – FCFF (Free Cash Flow to the Firm) (A = II. – III. -/+ 7)
+	8. Rendkívüli tevékenység adóval korrigált eredménye
-/+	9. Működéshez nem kapcsolódó eszközök állományváltozása
+/-	10. Működéshez nem kapcsolódó források állományváltozása
=	IV. Működési tevékenységhez nem kapcsolódó cash-flow
B.	Hitelezők és saját tőke tulajdonosok részére rendelkezésre álló cash-flow (B = A + IV.)
Pénzügyi tevékenység	
-	11. Adózott kamatbevétel
+	12. Adózott kamatkidadás
-/+	13. Egyéb pénzügyi műveletek bevételei/ráfordításai adóval módosítva
+/-	14. Működéshez nem szükséges pénzeszközök állományváltozása
+/-	15. Kamatköteles adósság állományváltozása
+	16. Osztalékfizetés
+	17. Külső tag részesedése
-/+	18. Saját tőke állományváltozása (Mérleg szerinti eredmény nélkül)
=	C. Finanszírozási cash-flow = B. Hitelezők és saját tőke tulajdonosok részére rendelkezésre álló cash-flow
* A csillag szorzás jelet jelent.	

A szabad cash-flow (FCFF – Free Cash Flows to the Firm) összeállításánál a vállalat kamat és adófizetés előtti működési eredményéből (EBIT) érdemes kiindulni. A magyar eredménykimutatás eredménykategóriái közül az üzemi/üzleti tevékenység eredménye felel meg leginkább az EBIT kategóriájának.

A vállalat kamat- és adófizetés előtti működési eredménye tartalmazza a folyó működéshez kapcsolt kamatokat; pénzügyi eszközökhöz kapcsolódó árfolyamnyereséget, vagy -veszteséget; pénzügyi befektetések leírását; pénzügyi műveletek egyéb bevételeit és ráfordításait); valamint a vállalkozási tevékenységtől független, a szokásos üzletmeneten kívüli tevékenységek bevételeit és kiadásait.

A számított adófizetés a vállalat kamat és adófizetés előtti működési eredménye után fizetendő társasági adót jelenti – ennyi adót fizetne a vállalat, ha nem lenne hitelállománya, ha nem lennének a működéséhez szükséges értékpapírai, illetve a működési tevékenységéhez nem kapcsolódó bevételei és ráfordításai. Az üzemi/üzleti tevékenység után fizetendő társasági adó egyenlő az összes adófizetési kötelezettség plusz a kamatfizetésből származó adópajzs, mínusz a kapott kamatok adója, módosítva az egyéb pénzügyi tevékenység és a nem a működési tevékenységhez kapcsolódó eredmény adóvonzatával.²⁴

Az adózás utáni működési eredmény (NOPLAT – Net Operating Profit Less Adjusted Taxes) a vállalat normál működési tevékenységéből származó adózott²⁵ eredménye.

Az értékcsökkenési leírás és az egyéb nem pénzmozgással járó tételek tartalmazzák a tárgyi eszközöknek és az immateriális javaknak (kivéve cégérték²⁶) a vállalat által elszámolt amortizációját és az összes pénzmozgással nem járó tételt²⁷.

A bruttó cash-flow az adózás utáni működési eredmény (NOPLAT) és az értékcsökkenési leírás, valamint az egyéb, nem pénzmozgással járó tételek összege. A vállalat által termelt összes pénzáram, ami a vállalatba a fenntartás és a növekedés érdekében újra befektethető.

A működő tőke növekménye az adott periódusban a működő tőkébe tett befektetés értéke. A működő tőke a működéshez szükséges forgóeszközök és a működéshez szükséges kamatkötelezettség nélküli rövid lejáratú kötelezettségek különbsége, nem tartalmazza a működéshez nem szükséges pénzeszközöket és piac-képes értékpapírokat.

A tárgyi eszköz beruházás a jelenlegi stratégia folytatásához szükséges bővítő és pótló beruházás teljes összege.

A működési tevékenységhez szükséges egyéb eszközök és források állományváltozása a működési

tevékenységhez szükséges egyéb eszközök (pl. immateriális javak, részesedések) a működési tevékenységhez szükséges egyéb, kamatkötelezettség nélküli forrásokkal csökkentett értékének állományváltozása.

A bruttó befektetés a vállalat által a működő tőkébe, a tárgyi eszközökbe és az egyéb eszközökbe történt befektetések összegét jelenti.

A cégértékbe történő befektetés más vállalat nettó eszközállományának könyvszerinti értékénél magasabb áron végrehajtott felvásárlása során keletkező érték. Egy adott évben a cégértékbe történő befektetés értékét a cégérték mérleg szerinti állományváltozásának és elszámolt értékcsökkenési leírásának az összegeként célszerű kiszámítani, mivel így a cégérték amortizációja sem a bruttó cash-flow-t, sem a bruttó befektetést nem befolyásolja.

A vállalati szabad cash-flow a bruttó cash-flow és a bruttó befektetés (a cégértékbe történő befektetést is figyelembe véve) különbsége. Az így meghatározott szabad cash-flow (FCFF) tőkeletes piacon érzéketlen a tőkeáttétel változására.²⁸

A működési tevékenységhez nem kapcsolódó cash-flow a vállalat tényleges működési tevékenységéhez nem kapcsolódó, adózott tételeket, mint a rendkívüli eredmény, más területeken tevékenykedő leányvállalatoktól származó pénzáramlások, tárgyi eszköz értékesítésének az eredménye, tartalmazza.

A hitelezők és a saját tőketulajdonosok rendelkezésére álló cash-flow-ja a vállalati szabad cash-flow és a működési tevékenységhez nem kapcsolódó cash-flow összege, ami egyenlő a finanszírozási cash-flow-val. A vállalat működési és nem működési tevékenysége által termelt pénzáramnak szükségszerűen meg kell egyeznie a tulajdonosok és a hitelezők felé tett nettó kifizetésekkel, illetve negatív szabad cash-flow esetén a tulajdonosok és hitelezők által nyújtott források nettó összegével. A finanszírozási cash-flow alkotórészei a következők:

Az adózott kamatbevételek a működéshez nem szükséges pénzeszközök után kapott kamatok és kamatjellegű bevételek ténylegesen fizetendő társasági adórátával módosított értékét jelent.

Az adózott kamatkiadás egyenlő a fizetett kamatok és kamatjellegű kifizetések ténylegesen fizetendő társasági adórátával módosított értékével.

Az egyéb pénzügyi műveletek bevételei és ráfordításai adóval módosítva a kamatbevételeken és kiadásokon felüli pénzügyi eredmény (pl: kapott osztalék és részesedés, pénzügyi befektetések leírása) ténylegesen fizetendő társasági adórátával módosított értékét takarja.

A működéshez nem szükséges pénzeszközök közé tartozik minden olyan pénzeszköz és értékpapír, me-

lyet a vállalat a normál működési tevékenységhez szükséges pénzeszközállományán felül tart. A működéshez nem szükséges pénzeszközök általában a vállalat pénzáramlásainak átmeneti egyensúlytalanságát tükrözik. A vállalat fölös pénzeszközöket halmozhat fel, miközben a későbbi felhasználás lehetőségeit mérlegeli.²⁹

A kamatköteles adósság állományváltozása a vállalat összes kamatfizetési kötelezettséggel járó adósságának (rövid és hosszú lejáratú adósság,) nettó növekedését vagy csökkenését jelenti.

Az osztalékfizetés a törzsrésztvényekre és az elsőbbségi részvényekre készpénzben³⁰ kifizetett osztalékot takarja.

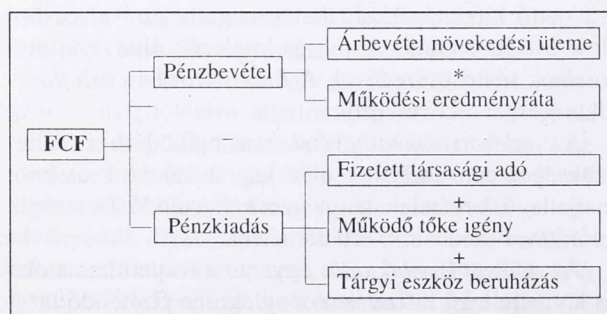
A külső tag részesedése a kisebbségi részesedésre jutó nyereség és a kisebbségi részesedés saját tőkén belüli állományváltozásának az összege.

A saját tőke állományváltozása a saját tőke könyv szerinti értékének a mérleg szerinti eredménye és a kisebbségi részesedés állományváltozása nélküli állományváltozást jelenti.

A szabad cash-flow működési eredményből kiinduló levezetése kapcsolható az értékteremtő tényezők által meghatározható részvényesi értékhez. A gyakorlatban is ez a legelterjedtebb szabad cash-flow meghatározás,³¹ mivel rávilágít az összes befektető (hitelezők, részvényesek) rendelkezésére álló pénzáram nagyságára, az értékteremtő tényezőkön keresztül összekapcsolja a vállalat működési, befektetési és finanszírozási tevékenységét. A 2. táblázat a szabad cash-flow és a makro értékteremtő tényezők kapcsolatát szemlélte.

2. táblázat

Szabad cash-flow (FCF) fa



* A csillag szorzás jelet jelent.

A szabad cash-flow a működési tevékenységgel kapcsolatos pénzbevétel és pénzkiadás különbsége. A pénzbevételt az értékesítés nettó árbevétel növekedési üteme és a működési eredményrátának az aránya határozza meg. A pénzkiadás a fizetett társasági adó, a működő tőke igény, és a tárgyi eszköz beruházás függvénye. A makro értéktényezőket a vállalat legelső opera-

tív szintjéig lebontva meghatározható az összes, a részvényesi értékre hatást gyakorló tényező.

A részvényesi érték kiszámításakor a szabad cash-flow csak a működési tevékenységhez kapcsolódó pénzáramlásokat tartalmazhatja, mivel a nem a működési tevékenységhez kapcsolódó tételek hosszú távon nem járulnak hozzá a vállalat működési tevékenységének potenciáljához. A szabad cash-flow a cég számára lehetőséget teremt a szokásos működés és a jövőbeni fejlődés érdekében megvalósuló beruházások finanszírozására, valamint meghatározott osztalék kifizetésére.

Tőkeáttétel nélküli cégek, bankok, pénzügyi tevékenységet folytató társaságok értékelésekor a saját tőke tulajdonosok rendelkezésére álló szabad cash-flow (FCFE – Free Cash Flow to Equity) meghatározása a helyes megközelítésmód. A saját tőke tulajdonosok rendelkezésére álló szabad cash-flow (FCFE) a törzsrésztvényesek felé irányuló közvetlen pénzáramlásokat jelenti, amely az adózás utáni működési eredmény (NOPLAT) és a pénzmozgással nem járó tételek összegének (bruttó cash-flow), és a működő tőke növekmény, beruházások, hiteltörlesztések, adózott kamatkötelezettségek, elsőbbségi osztalék kifizetésének a különbségével egyenlő. (3. táblázat)

3. táblázat

Saját tőke tulajdonosok rendelkezésére álló szabad cash-flow (FCFE) levezetése

+	Működési eredmény (Üzemi/üzleti tevékenység eredménye)
-	Számított adófizetés (Működési eredmény * (1 - fizetett társasági adóráta))
=	Adózás utáni működési eredmény (NOPLAT)
+	Értéksökkenési leírás és egyéb nem pénzmozgással járó tételek
=	Bruttó cash-flow
-/+	Működő tőke állományváltozása
=	(A) Működésből származó cash-flow
-/+	Befektetett eszközök bruttó állományváltozása
=	(B) Befektetési tevékenység cash-flow-ja
+/-	Adósság állományváltozása
-	Adózott nettó kamatfizetés
=	(C) Finanszírozási cash flow
	A saját tőke tulajdonosok rendelkezésére álló szabad cash-flow FCFE = (A + B + C)
-/+	Rendkívüli tételek
	A saját tőke tulajdonosok rendelkezésre álló cash-flow
*	A csillag szorzás jelet jelent.

Elméletileg a saját tőke tulajdonosok rendelkezésére álló cash-flow megegyezik a tulajdonosoknak maximálisan kifizethető osztalékkal, de egy adott évben a ténylegesen kifizetett osztalék általában nem azonos a maximálisan kifizethető osztalékkal, mivel a vállalatvezetés az osztalékfizetés időbeni kiegyenlítésére törekszik.

A saját tőke tulajdonosok rendelkezésére álló szabad cash-flow diszkontrátájának megállapítására többféle módszer létezik. A fejlett tőkepiacon leggyakrabban használt módszer a tőkepiaci árfolyamok modellje (CAPM) és az arbitrált árfolyamok (APM) modellje alapján történő meghatározás. A fejletlen tőkepiacon osztalékhozam-modell, nyereség/árfolyam rátán (P/E rátán) alapuló modell és az úgynevezett felépítési (build-up) módszer alapján határozható meg a saját tőke költsége.

A saját tőke tulajdonosok rendelkezésére álló szabad cash-flow modell elméletileg használható bármely vállalat részvényesi értékének meghatározására, mivel a tulajdonosok számára megmaradt pénzáramot mutatja, de a tőkeáttétel kezelésének problémája miatt a diszkontálásával nyert eredmény kevesebb információval szolgál az értékteremtő tényezőkről, és kevésbé használható az értékteremtés forrásainak feltárására.³²

A vállalat szabad cash-flow-ja nem keverendő össze a számviteli cash-flow-val. A számviteli cash-flow a vállalat pénzeszközeiben az egyik évről a másik évre bekövetkező pénzállomány változását mutatja. Legyszerűsítve a számviteli cash-flow egyenlő a tárgyév pénzeszközeinek és az előző év pénzeszközeinek a különbségével. Elemzés szempontjából a számviteli cash-flow összetétele a fontos. A 4. táblázat szemlélteti a számviteli cash-flow egy lehetséges felépítését.

A működésből származó cash-flow a mérleg szerinti eredményből kiindulva az értékcsökkenési leírás és a tartalékképzés hozzáadásával (illetve tartalék feloldás levonásával) a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek állományváltozásainak a számbavételével

számolható. Jól működő vállalatnál a működési cash-flow-nak pozitívnak kell lennie. A befektetési tevékenység cash-flow-ja a tárgyi eszköz beruházás és az értékesítés nettó értékével, valamint a befektetett pénzügyi eszközök állományváltozásának az összegével egyenlő. Egy jól működő, növekvő vállalatnál a befektetési cash-flow arányában és abszolút értékben is jellemzően jelentős negatív összeget tesz ki. A pénzügyi tevékenység cash-flow-ja a vállalat finanszírozási forrásaiban – hitelfelvétel, kötvénykibocsátás, részvénykibocsátás, illetve hiteltörlesztés, kötvény beváltás, részvény-visszavásárlás – bekövetkező változást mutatja. A vállalat stratégiájától és pénzügyi politikájától függően a pénzügyi tevékenység cash-flow-jának pozitív és negatív értéke egyaránt megfelelő.

Összefoglalóan a diszkontált pénzáramlás (cash-flow) – az érték – a legjobb mércéje a vállalati teljesítménynek, mert:

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

Értékteremtő folyamat és értékteremtő tényezők

4. táblázat

A részvényesi érték és a fogyasztói érték képviselői egyaránt egyetértenek abban, hogy az érték forrása a vállalati működésben van.

A részvényesi érték koncepció az értékteremtést igen széles, a vállalat minden területére kiterjedő feladatként határozza meg: az operatív működés legalsó szintjétől – a munkapadtól, a felső vezetésig – a stratégia megalkotásáig, az értékesítési, termelési, fejlesztési, finanszírozási és befektetési döntésekig minden szintet és tevékenységet átfog.

Rappaport (1986) az értéklánc és a szabad cash-flow kapcsolatát bemutató ábrázolása (5. táblázat) rávilágít az értékteremtés komplexitására. A pénznek mint mérőeszköznek a szerepe a közös nevezőre hozásban van. A szabad cash-

A számviteli cash-flow lehetséges felépítése

MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY
+ Értékcsökkenési leírás
+ Céltartalékképzés
- Céltartalékképzés felhasználás
+ Forgóeszközök állománycsökkenése
- Forgóeszközök állománynövekedése
+ Kamatkötelezettség nélküli rövid lejáratú kötelezettségek állománynövekedése
- Kamatkötelezettség nélküli rövid lejáratú kötelezettségek állománycsökkenése
MŰKÖDÉSBLŐ SZÁRMAZÓ CASH FLOW
+ Befektetett eszközök értékesítése
- Beruházások, befektetések
BEFEKTETÉSI TEVÉKENYSÉG CASH FLOW-JA
+ Hosszú lejáratú kötelezettségek állománynövekedése
- Hosszú lejáratú kötelezettségek állománycsökkenése
+ Rövid lejáratú hitelek, kölcsönök állománynövekedése
- Rövid lejáratú hitelek, kölcsönök állománycsökkenése
+ Részvénykibocsátás
- Saját részvény visszavásárlás
PÉNZÜGYI TEVÉKENYSÉG CASH FLOW-JA
ÖSSZES CASH FLOW = PÉNZESZKÖZÖK ÁLLOMÁNYVÁLTOZÁSA

Az értéklánc és a szabad cash-flow kapcsolata

Vállalati infrastruktúra					
Emberi erőforrás menedzsment					
Technológiai fejlesztése					
Beszerzés					
Bemenő logisztika	Termelés	Kimenő logisztika	Marketing és értékesítés	Szolgáltatások	Értékesítés
Anyagkezelés Raktározás Szállítói adminisztráció	Feldolgozás Összeszerelés Tesztelés Csomagolás	Készletkezelés Raktározás Kiszállítás Adminisztráció	Értékesítési személyzet Reklám Promóció Adminisztráció	Üzembe helyezés Betanítás Karbantartás Visszaküldés kezelése	- Működési költségek
					Működési tevékenység eredménye
					- Társasági adó
					Működésből származó adózott eredmény
					+ Értékcsökkenés és egyéb pénzmozgással nem járó ráfordítások
Alapanyag készlet Szállítók	Befejezetlen, félkésztermék készlet, Szállítók	Késztermék készlet	Vevők	Alkatrész készlet, Szolgáltatási díj követelések	- Működő tőke növekmény
Raktárak, Szállító eszközök, Egyéb berendezések, felszerelések	Termelő berendezések, felszerelések	Raktárak, Szállító eszközök, Egyéb berendezések, felszerelések	Elosztói hálózat infrastruktúrája, Járművek, Számítógépek és egyéb irodai berendezések	Szolgáltatásokhoz használt berendezések infrastruktúrája, Járművek	- Tárgyi eszköz beruházások
					Szabad cash-flow

Rappaport (1986: p. 87.) alapján

flow megállapításához az értékesítésből kell kiindulni, levonva a működéssel kapcsolatos kiadásokat, melyeket az öt elsődleges tevékenység határoz meg. A társasági adó levonása utáni eredmény a működésből származó adózott eredmény, melyhez, a készpénzes alap eléréséhez, hozzá kell adni az értékcsökkenési leírást és egyéb pénzmozgással nem járó ráfordításokat. Az elsődleges tevékenységek által meghatározott működő tőke növekmény és tárgyi eszköz beruházás levonása után kapjuk meg a vállalat szabad cash-flow-ját. A vállalat tőkeköltségével történő diszkontálás után ezen cash-flow szolgál alapul a vállalat értékének és a stratégia által teremtett értéknek a meghatározására.

Az értéklánc elemzést követve látható, hogy a vállalati működés összes funkciója hozzá tud járulni az értékteremtéshez. Az értékteremtő tényezők hatásának mindegyike végső soron tükröződik a szabad cash-flow-ban.

A vállalat termelési és logisztikai stratégiája, a termeléshez szükséges berendezések, felszerelések meghatározása, a termelést kiszolgáló létesítmények elhelyezése révén befolyásolja a tárgyi eszköz beruházást. A gyártani vagy vásárolni döntés, a folyamatválasztás és technológiaválasztás a szállítói, készletgazdálkodási politikan keresztül egyik meghatározója a működő tőkének. A költséggazdálkodás a működési költségeket befolyásolja.

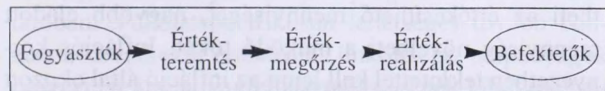
A marketing- és értékesítési stratégia, a célpiacok kiválasztása, a vevői szegmensek tulajdonságainak minél részletesebb feltérképezése, az elosztási politika révén meghatározza az értékesítés árbevételét; a marketing és elosztás költségei a működési költségek között jelennek meg; a vevőpolitika főleg a működő tőkét befolyásolja; az elosztási hálózat kialakítása, infrastruktúrája a tárgyi eszköz beruházás részeként jelenik meg.

Az értékesítés utáni szolgáltatások szerepe egyre fontosabb minden vállalat életében. A termék eladásával nem ér véget a fogyasztóval való kapcsolat. Az üzembehelyezés, betanítás, garanciavállalás, a karbantartás, a termékek visszavétele növeli a működési költségeket, de pótlólagos árbevételt is generál, a szolgáltatási díjak (képzés, átalánydíjas karbantartás, alkatrészellátás) és az elégedett fogyasztók megtartása és további vásárlásai révén. Az értékesítés utáni szolgáltatások az alkatrész készlet, a szolgáltatási vevőpolitika, az alvállalkozók révén befolyásolják a működő tőkét, a szolgáltatásokhoz használt berendezések infrastruktúrája lévén a tárgyi eszköz beruházást. A támogató tevékenységek – főként a működési költségeken keresztül – szintén hatással vannak a cash-flow-ra.

PriceWaterhouseCoopers (1999) szerint az értékteremtés az a folyamat, amelynek során a vállalat képes a tőkeköltségénél magasabb hozamot fenntartani. Ez a pozitív „különbözet” (spread) – amely vagy viszatartható a vállalatnál, vagy kifizethető osztalékként – képviseli azt az értéket, amelyet a részvényesek elvárnak a vállalatba fektetett pénzüik után. Az értékteremtés azt a képességet jelenti, hogy olyan áron tud a vállalat terméket és/vagy szolgáltatást ajánlani a fogyasztóinak, hogy annak révén pozitív hozamot ér el. Az értékteremtéssel szorosan összefügg az értékmegőrzés és az értékrealizálás. Az értékmegőrzés annak igénye, hogy a teremtett érték ne menjen veszendőbe hatékonysági problémák vagy rossz vállalatvezetés miatt. Az értékrealizálás biztosítja a befektetőknek a teremtett értéknek a tőkepiacon keresztül történő értékesítését, amely a részvényárfolyam emelkedése, a visszavásárolt részvények és osztalék-kifizetés révén valósul meg. A befektetők akkor tudják realizálni befektetéseik nyereségét, ha a piac megérti azokat a stratégiákat, melyek az értékteremtést és fenntartást szolgálják.³³ Az értékteremtés, -megőrzés és -realizálás folyamatán keresztül tehát interaktív kapcsolat valósul meg a fogyasztók és a befektetők/részvényesek között. (2. ábra)

2. ábra

A részvényesi érték összekapcsolja a fogyasztókat a befektetőkkel



Forrás: Black – Wright – Bachman – Davies (1996)

Az értékteremtés folyamatának megragadására a Boston Consulting Group az értékfa felrajzolását javasolja. Az értékfa a vállalat pénzügyi teljesítményéből kiindulva jut el a működési tevékenység elemzéséig.

Az értékesítés árbevételéből és a közvetlen költségekből kiindulva a vállalat gazdasági tevékenységét egyre kisebb, kontrollálható tevékenységekre bontva jut el a vállalat értékfájának felrajzolásához, amely tartalmazza azokat az értékeket, melyek alapvetően meghatározzák az árbevételt és a közvetlen költségeket. Ezt követően a piac elemzése révén (méret, növekedési ütem, versenytársak árai, árprémiumok stb.) gyűjtött adatokkal az értékfa minden egyes kockáját kitöltik. Majd tesztelik az egyes tényezőket az értékre gyakorolt hatásuk alapján. Végül meghatározzák, hogy az egyes értékteremtő tényezők a vezetők által milyen mértékben kontrollálhatók.³⁵ Az így létrejött fa a DuPont mutatószám-rendszerhez hasonlít, azzal a különbséggel, hogy a vállalat működésének a legalsó szintjéig lebontott, az értékre hatást gyakorló valamennyi tényezőt tartalmazza és legvégső mutatóként a részvényesi érték megtérülése szerepel benne.

A nemzetközi szakirodalom feldolgozása alapján *értékteremtő folyamatnak* tekintünk minden olyan működési, befektetési, finanszírozási tevékenységet, amely hozzájárul a részvényesi érték növeléséhez.

Értékteremtő tényezők

A vállalatok legfontosabb célja, az értékteremtés, ami az értékteremtő tényezőkön (value drivers) keresztül valósul meg.

A PriceWaterhouseCoopers definíciója szerint értékteremtő tényező minden olyan stratégiai, vezetői döntés, gazdasági, iparági és versenytársi hatás, amelyek jelentősen befolyásolják az értéket.³⁶ Copeland – Koller – Murrin (1999: p. 139.) szerint értékteremtő tényező lehet bármely olyan változó, amely befolyásolja a vállalat értékét. A Boston Consulting Group alapján az értékteremtő tényezők azok a kritikus komponensek, melyek lényeges hatást gyakorolnak a vállalat értékére és a vállalat által menedzselhetőek.³⁷

A definíciók alapján értékteremtő tényezőnek tekintünk minden olyan változót, tényezőkombinációt, elemi munkafolyamatot (stratégiai, vezetői döntés, működési, finanszírozási, befektetési tényező, gazdasági, iparági, versenytársi hatás), amely befolyásolja a vállalat értékét. Az értékteremtő tényezők egyértelműen meghatározzák a vállalat működésének azon területeit, melyek hatással vannak az értékteremtés folyamatára, közös keretet adnak a vállalaton belüli folyamatok áttekintésére.

Az értékteremtőket hatékony felhasználásuk érdekében rendszerezni kell, meghatározva a kulcstényezőket, az értékre legnagyobb hatást gyakorló változókat. A részvényesi értékmaximalizálás szempontjából

kulcskérdés a konkrét, az adott vállalatra leginkább jellemző értékteremtők megtalálása, optimális kombinációjuk kialakítása.

Az értékteremtő tényezők azonosítása a vállalati értékláncból kiindulva történhet. Leggyakrabban használt elemzési módszer a porteri értéklánc.³⁸ Az első lépés minden vállalat számára saját értékteremtő tényezőinek azonosítása. Az értékteremtőket olyan mélységig kell részletezni, hogy az operatív szint vezetőinek közvetlen ellenőrzése alatt álló döntési változókkal összekapcsolhatóak legyenek. Az értékteremtők listája természetesen időről időre változik, ezért felülvizsgálatra szorul. A vállalati rendszeres tervezési ciklus jó alkalom erre. A vállalat értékteremtő listájának stabilitása függ az iparágtól és az életciklustól is. Nem lehet általánosan meghatározni egy minden vállalatra érvényes értékteremtő tényező rendszert, de van *hét makro-tényező*³⁹, mely a piac alapvető hozam/növekedés/kockázat követelményeihez igazodva végsősoron meghatározza bármely vállalat értékét. Ezen értékteremtő tényezők:

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

A fenti értéktényezőket kell a vállalatoknak – minden rendkívüli tévtől megtisztítva – meghatározott stratégia mellett mikrotényezőkre bontani, amelyek jól tükrözik a vállalat működési tevékenységét.

A részvényesi értékteremtést a hét makrotényező felhasználásával Rappaport (1986) részvényesi értékhálóban (Shareholder Value Network) összegezte. Az értékháló az értékteremtő tényezők segítségével egyértelműen megmutatja a kapcsolatot a részvényesi értékteremtés, a szabad cash-flow, a működési, finanszírozási és befektetési döntések között. (3. ábra)

A működési döntéseket mint árazás, értékesített mennyiség, termékmix, promóció, marketing, elosztás és vevői szolgáltatások, az értékesítés növekedési üteme, a működési eredményráta és a fizetett társasági adó makro értékteremtők foglalják magukban. A befektetési döntések mint készletpolitika, kapacitásbővítés a két befektetési makro értéktényezőben – mű-

ködő tőke igény, tárgyi eszköz beruházás – tükröződnek. A pénzügyi döntések, melyek az optimális tőkestruktúra kialakítására irányulnak a tőkeköltésen keresztül befolyásolják az értéket. A fenntartható versenyelőnyök időszaka a vezetőség legjobb becslése annak az időszaknak a hosszáról, amikor a befektetett tőke által elért hozam meghaladja a tőkeköltést. A szabad cash-flow-t a működési és befektetési értékteremtők határozzák meg, a fenntartható versenyelőny időszakának értékteremtő tényezőjével együtt. A diszkontráta a tőkeköltés meghatározásán alapul. A diszkontált cash-flow és az adósság értékének különbsége adja a részvényesi értéket, melyet a részvényesek hatékony piacon, nyilvános részvénytársaságok esetén a részvényárfolyam változás és a fizetett osztalék révén érzékelnek.

A részvényesi értékteremtést a szabad cash-flow elemzés oldaláról megközelítő irányzat követői (Copeland – Koller – Murrin, 1994; Mills, 1998; Price-WaterhouseCoopers; McKinsey Group) a Rappaport (1986) által azonosított hét makro értéktényezőt elfogadták, és rájuk építve dolgozták ki elemzési technikáikat⁴⁰, amelyek során a kulcs értéktényezőket tovább bontják elemi részekre. Az előbbieken ismertetett részvényesi értékteremtés hálójá, a porteri értéklánc és a szabad cash-flow kapcsolata rámutatnak a hét makrotényező értékteremtésben meghatározó szerepére. A következőkben részletesen ismertetem az egyes tényezők jellemzőit és a szabad cash-flowra gyakorolt hatásukat.⁴¹

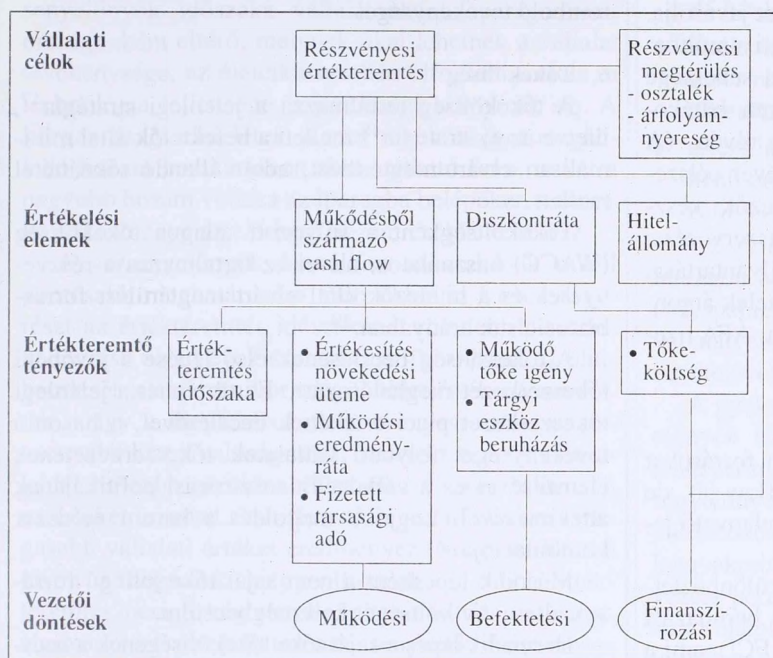
1. Az értékesítés nettó árbevételének növekedési üteme

Az első értékteremtő tényező, mivel ez határozza meg a vállalat piaci részesedését, közvetlen kapcsolatot teremt a fogyasztókkal, hatással van a többi értékteremtő tényezőre is. Értékének reálisnak kell lennie, mivel az egész értékláncot befolyásolja. Meghatározását széles körű piaci és iparági elemzésnek kell megelőznie. Kiindulópontként az előző év értékesítési adatainak elemzése szolgálhat. A mennyiség-ár meghatározásakor figyelemmel kell lenni a lehetséges ellentétes irányú mozgásokra, az áremelés csökkentheti az értékesíthető mennyiséget, nagyobb eladott mennyiség növelheti a működő tőkét. Inflációs környezetben tekintettel kell lenni az infláció által okozott árbevétel-növekedésre és a reálnövekedésre is.

Vállalatspecifikusan az alábbi mikrotényezőkre bontható: üzleti egységek árbevétele, értékesítés volumene, árak, termékmix, fogyasztók összetétele, értékesítési feltételek, új termékek fejlesztése, új piacokra való belépés mérlegelése, fogyasztói hűség

3. ábra

Részvényesi értéktéremtés hálója



Forrás: Rappaport (1986: p. 76.)

előmozdító programok, termékdifferenciálásra koncentrálnó reklámstratégia kialakítása, értékesítési osztály hatékonysága stb.

2. Működési eredményráta

Az értékesítés előrejelzését követően határozhatók meg az értékesítés közvetlen (anyag, munkabér) és közvetett (értékesítési, igazgatási, általános) költségei vagy más megközelítésben az értékesítés változó és fix költségei. A ráta becslésénél szintén figyelembe kell venni a múltbeli tapasztalatokat és a rendelkezésre álló termelési potenciált. Az értékesítési árbevétel növekedése változatlan feltételek mellett a működési eredményráta javulását okozza, a fix költségek állandósága miatt. A működési eredményráta mikro értéktényezőkre bontása képet ad a vállalat működési tevékenységének hatékonyságáról. A vállalat termelési hatékonysága, kapacitáskihasználtsága, költséggazdálkodása, a kiszolgáló személyzet tevékenysége tükröződik e mutatóban. Vállalatspecifikusan lehetséges tovább bontása a következő: értékesítés önköltsége, alapanyagok beszerzési ára, anyagfelhasználás, gépek kihasználtsága, termelésben részt vevő dolgozók száma, órabére, teljesítménye, technológiai modernizálás, közvetett költségek megoszlása, kiszolgáló személyzet száma, munkabére, bérleti díjak, egyéb nem anyagjellegű szolgáltatások összetétele stb.

3. Fizetett társasági adó

A működési eredmény meghatározása után a fizetendő társasági adó kiszámolható, a kapott kamatokra jutó adó többlet és a fizetendő kamatok utáni adópajzs figyelmen kívül hagyásával. Általában ezt az értéktényezőt a legnehezebb pontosan meghatározni. A társasági adótörvény szerint kalkulált adóalap a legritkább esetben egyezik meg a számviteli törvény elvei alapján kiszámolt adózás előtti eredménnyel. Vállalatunként és országoként különböző adóalap növelő és csökkentő tételek léteznek. A korrekt értéket a készpénzes adó meghatározása jelenti, de kiszámításának túlzott információigénye miatt egyszerűbb megoldást használnak, amely általában az éves beszámolóban szereplő adófizetési kötelezettség és az adózás előtti eredmény arányának alkalmazása a működési eredményre. Az angolszász országokban tovább bonyolítja a ténylegesen fizetendő adó meghatározását a később esedékessé váló adókötelezettség (deferred tax). A fizetett társasági adó az alábbi mikrotényezőkre bontható: adókedvezmények kihasználása, leányvállalatok és egyéb érdekeltségek közötti transzferárak tervezése, külföldön fizetett adók minimalizálása, osztalékadó minimalizálása, nemzetközi holding struktúra megfontolása stb.

A fizetett társasági adó az alábbi mikrotényezőkre bontható: adókedvezmények kihasználása, leányvállalatok és egyéb érdekeltségek közötti transzferárak tervezése, külföldön fizetett adók minimalizálása, osztalékadó minimalizálása, nemzetközi holding struktúra megfontolása stb.

Az első három makro értéktényező határozza meg a vállalat adóval korrigált működési eredményét (NOPLAT), a szabad cash-flow legfőbb összetevőjét. A makrotényezőket mikro értéktényezőkre történő bontása, ezáltal az értékre gyakorolt hatás operatív szintű azonosítása rendkívül fontos része az értékmaximalizálásnak. A következő makrotényezőket (működő tőke igény, tárgyi eszköz beruházás) adott stratégia mellett az első három értéktényező függvényei.

4. Működő tőke igény

Működő tőke (Working Capital) alatt a vállalat működési/üzleti tevékenységéhez szükséges forgóeszköz-igényt és rövid lejáratú kötelezettség állomány különbségét értjük.⁴² Az értékesítés volumenének növekedése általában a működő tőke igény bővülésével jár együtt. Ezt okozhatja a magasabb vevőállomány, a nagyobb készletállomány. A működő tőke igényt növelheti az alacsonyabb szállítóállomány, az infláció és az adófizetési kötelezettség időbeli ütemezésének változása⁴³ is.

Meghatározására több módszer létezik. Az egyik megközelítési mód az értékesítés nettó árbevételének százalékában a múltbeli arányok használatát javasolja. De a jövőbeni növekedés nem mindig követi a múltbeli trendeket – lehet, hogy a vevők forgási sebessége megnő, a készletállomány viszont csökken hatékonyabb termelési módszerek alkalmazása révén. (A mikro értékteremtő tényezők azonosítása révén célszerű meghatározni.) Lehetséges mikrotényezők: készletezési politika, beszerzési tevékenység átszervezése, termelés ütemezése, vevőkövetelések nyilvántartása, kintlevőség behajtás javítása, fizetési feltételek átgondolása, beszerzési csatornák felülvizsgálata, ÁFA fizetés ütemezése stb.

5. Tárgyi eszköz beruházás

A tárgyi eszköz beruházás rövid távon forrásokat köt le, csökkenti a vállalat szabad cash-flow-ját, de hosszú távon a növekedés szempontjából alapvető jelentősége van.

A tárgyi eszköz beruházásnál meg kell különböztetni a létező tárgyi eszközök pótlása miatti beruházást (Replacement Fixed Capital Investment, RFCI), ami a létező fogyasztói igények kielégítéséhez szükséges, és az értékesítés növeléséhez kapcsolódó új beruházási igényt (Incremental Fixed Capital Investment, IFCI).

A gyakorlatban több módszer létezik a meghatározásra. A létező tárgyi eszközök pótlása miatti beruházás meghatározható pótlási értéken, a tárgyi eszközök gazdasági értéke, a múltbani karbantartási költségek vagy az értékcsökkenési leírás alapján. A leggyakrabban használt és legegyszerűbb módszer az értékcsökkenési leírás összegének használata. Magas inflációjú országokban⁴⁵ az eszközök gazdasági értéke az értékcsökkenési leírásnak a várható inflációval történő felszorozásával határozható meg.

Az értékesítés növeléséhez kapcsolódó új beruházási igény meghatározásának összhangban kell lennie a vállalati stratégiával.⁴⁶ Megállapítása történhet a múltbeli trendek alapján, az elmúlt 5–10 évben az értékesítés növekedése milyen mértékű új beruházásokkal járt együtt, de mindenképpen a vállalat stratégiájához illeszkedve – figyelembe véve a technikai fejlődést és a versenytársak által használt technológiákat – célszerű meghatározni.

A tárgyi eszköz beruházáshoz kapcsolható mikrotényezők: vásárlási és lízingelési alternatívák átgondolása, beruházás-értékelési technikák kidolgozása, tárgyi eszköz kihasználtság felülvizsgálata, technológiai elavultság vizsgálata.

Az első öt makro értéktényezővel felírható bármely vállalat éves szintű szabad cash-flow-ja. A mikrotényezőkre történő bontással meghatározható a vállalat

értékteremtő hálója, az operatív szint értékre gyakorolt hatása, azonosíthatók az értékteremtő, illetve értékromboló tevékenységek.

6. Tőkeköltség

A tőkeköltség tartalmazza a jelenlegi stratégia⁴⁷, illetve az új stratégia⁴⁸ mellett a befektetők által minimálisan elvárt megtérülést, adott állandó tőkeáttétel mellett.

Tőkeköltségként a súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC) használatos, mivel ez tartalmazza a részvényesek és a hitelezők által elvárt megtérülést forrásbiztosításuk arányában.⁴⁹

A tőkeköltség becslésének első lépése a jövőbeni tőkeszerkezet meghatározása. Ez történhet a jelenlegi tőkeszerkezet piaci értékének becslésével, a hasonló tevékenységet folytató vállalatok tőkeszerkezetének elemzésével és a vállalat finanszírozási politikájának áttekintésével. Legjobb megoldás a három módszer kombinációja.

Második lépésként a nem saját tőke jellegű források alternatív költségét kell megbecsülni.

Harmadik lépés a saját tőke tőkeköltségének a becslése, ami történhet a tőkepiaci árfolyamok modellje (CAPM), az arbitrált árfolyamok modellje (APT) vagy egyéb módszerek alapján.

A vállalatvezetés feladata az optimális tőkeszerkezet meghatározása. A tőkeáttétel változtatása ugyanis gyakorlatban Modigliani – Miller I. tételének⁵⁰ ellenére hatással van a vállalat értékére. A hitelfelvétel ugyanis adó-megtakarító hatású, mivel a hitelkamatok a költségek között számolhatók el, így csökkentik az adót. Az adó-megtakarítás azonban csak akkor jelenik meg értéknövelő tényezőként, ha azt a vállalat érvényesíteni tudja, azaz az összes tevékenységéből származó adókötelezettséget az adó-megtakarítás összegével csökkenti. Az adók értéknövelő hatásából eredően a vállalatok érdeke lehet a minél nagyobb hitelfelvétel. A tőkeáttétel azonban nem növelhető a végtelenségig, mivel, ha az idegen források aránya meghaladja az iparági átlagot, nő a vállalat kockázata, így a saját tőkével szemben elvárt hozama és a tőkeköltség is.

A tőkeköltséget meghatározó mikrotényezők lehetnek: optimális tőkeáttételi arány meghatározása, üzleti egységek specifikus tőkeköltségének a kiszámítása, részvény visszavásárlási lehetőségek megfontolása, marginális üzletágak leválasztása.

7. Versenyelőnyök fennállásának időszaka

A versenyelőnyök⁵¹ fennállásának időszaka az értékteremtés periódusa, amikor a vállalat képes a tőkeköltségénél magasabb hozamot, értéket teremteni. Az ezt követő időszak standard pénzáramlásnak

tekinthető, így a vállalatértékhez való hozzájárulását a maradványérték⁵² reprezentálja. A fenntartható versenyelőnyök időszaka vállalatonként, iparáganként, országonként eltérő, melynek okai lehetnek a vállalat tevékenysége, az életciklusgörbén elfoglalt pozíció, a technológia fejlettsége, a gazdasági környezet stb. A közgazdasági elméletek szerint tőkeköltséget meghaladó hozam hosszú távon nem tartható fenn, mivel a nagyobb hozam vonzza az iparágba belépőket, s ennek következménye az elérhető hozam csökkenése lesz.

A versenyelőnyök fennállása időszakának minél pontosabb meghatározása több okból is fontos. Egyrészt az értékteremtés időszakánál rövidebb periódus választása olyan évek szabad cash-flow-jának az alulbecslését jelenti, amikor még többlet értéket teremtettek, s így a meghatározott részvényesi érték is alacsonyabb lesz a valóságosnál; az értékteremtés időszakánál hosszabb periódus választása viszont túlbecsüli az értéket (szabad cash-flow-t) és a valóságosnál magasabb vállalati értéket eredményez. Másrészt hosszú távon a hozamok kiegyenlítődnek, a többletértékteremtés nem a végtelenségig fenntartható folyamat. Harmadrészt az értékteremtő tényezők folytonosan változnak, akkor is teremtnek értéket, ha a hozam a tőkeköltséggel egyenlő.

A versenyelőnyök fenntartásának időszaka meghatározására több elmélet létezik. A Porter-féle (1980) iparág-elemzés alapján az öt⁵³ versenytényező és az iparágban elfoglalt pozíció határozza meg a versenyelőnyök⁵⁴ fenntartásának hosszát. A külső iparági tényezők elemzését követően a vállalat specifikus tényezők, az értéklánc elemzése – az értékteremtő tényezők meghatározása – után azonosíthatók a versenyelőnyök és határozható meg az értékteremtő stratégia.

Williams (1985)⁵⁵ a Porter-féle elemzést kiegészítette az időtényezőnek az értékláncba történő bekapcsolásával. A vállalat versenyelőnye és a versenyelőny fenntartásának időszaka attól függ, hogy a vállalat melyik iparági csoportba⁵⁶ tartozik, mivel mindhárom csoportban eltérő üzleti kockázattal kell számolni, és így más-más stratégiát kell kialakítani.

Prahalad – Gary (1990), Scott (1998) a vállalatok lényegi képességeire (core competences) helyezik a hangsúlyt a versenyelőny fenntartásának a megállapítása során.

Slywotzky (1996)⁵⁷ az értékáramlás fogalmának bevezetésével magyarázza a versenyelőny-időszak fenntartásának fontosságát. Az érték nem teremődik a végtelenségig, egyrészt a hozamok hosszú távon való kiegyenlítődése, másrészt a környezet változékonysága miatt. Az értékáramlásnak három szakasza különíthető el aszerint, hogy a vállalat hozama miként viszonyul a vállalat tőkeköltségéhez:

- értékáramlás szakasza: korlátozott verseny, magas növekedési ütem, magas a tőkeköltséget meghaladó hozam,
- értékstabilitás szakasza: stabil verseny, állandó piaci részesedés, a vállalat hozama megegyezik a tőkeköltséggel,
- értékkiáramlás szakasza: intenzív verseny, csökkenő értékesítés, a tőkeköltségnél alacsonyabb hozam jellemzi.

Az értékáramlás végbemehet vállalaton belül, iparágon belül és iparágak között is. Minden vállalatnak, iparágának megvan a saját értékáramlási ciklusa. A vállalatvezetőknek az értékáramlási ciklus figyelembevételével kell meghozniuk stratégiai döntéseiket.

A gyakorlatban több módszer⁵⁸ létezik a versenyelőnyök időszakának meghatározására. Elemzésekor rendszerint a tervezési periódus és a fenntartható versenyelőnyök időszak hosszának az azonossága, illetve különbözősége a kérdés. Az elemzők/vállalatvezetők leggyakrabban szenárióelemzéssel vizsgálják a tervezési periódus és az értékteremtés időszaka közötti kapcsolatot, s így a tervezési periódust azonosítani tudják a versenyelőnyök fenntartásának időszakával. Ha a tervezési időszak megegyezik a fenntartható versenyelőnyök időszakával, az értékteremtés a tervezési időszak alatt zajlik le, ezt követően a hozam megegyezik a tőkeköltséggel és a maradványérték az örökjáradék képlettel számolható. Ha a tervezési időszak rövidebb a fenntartható versenyelőnyök időszakánál, a tervezési időt követő értékteremtést is ki kell mutatni, melyre egyik lehetséges módszer az opcióárazás.

Összefoglalóan elmondható, hogy a hét makro értékteremtő tényező átfogja a vállalat egész tevékenységét, az operatív, a befektetési és finanszírozási döntéseket. A hét makrotényező segítségével meghatározható bármely vállalat jövőbeni szabad cash-flow-jának nettó jelenértéke – a vállalat értéke. Fejlett tőkepiacon nyilvános részvénytársaságok esetén ezen vállalatérték szoros kapcsolatot mutat a piac értékítéletével.⁵⁹ Fejletlen tőkepiacon a makro értéktényezők nyomonkövetése jelzésül szolgálhat az értékmaximalizáló stratégia létezésének. A makrotényezőknek mikrotényezők-ké bontása során feltérképezhető a vállalat teljes működési tevékenysége, meghatározhatók az értékromboló és értékteremtő tevékenységek.

Felhasznált irodalom

- Abrams, J. B. (1994): Cash Flow: A Mathematical Derivation, Valuation, Vol. 39. March, p. 64-71.
 Agrawal, R. – Findley, S. – Greene, S. – Huang, K. – Jeddy, A. – Lewis, W. W. – Petry, M. (1996): Why the US leads and why it matters, The McKinsey Quarterly, Number 3.

- Archibald, G. C. (1987): Vállalatelmélet, in: A vállalat és működése, p. 27-36.
- Bankról, Pénzről, Tőzsdéről – Válogatott előadások a Bankárképzőben, 1998.
- Bélyácz Iván (1992): A vállalat értékelése, Prodinform
- Bélyácz Iván (1995): A vállalati tőke piaci és benső értékének kapcsolata, Bankszemle, 8-9. sz. p. 10-18.
- Black, A. – Wright, P. J. – Bachman, E. – Davies, J. (1997): Shareholder Value – Részvényesi érték, KJK, PriceWaterhouseCoopers
- Boda Zsolt – Radácsi László (1996): Vállalati etika. BKE, Vezetőképző Intézet
- Boda Zsolt (1996): A vállalat társadalmi felelőssége. in: Vállalati etika, p. 10-25.
- The Boston Consulting Group: Understanding Cash Flow Return On Investment, Managing for Value, Melbourne Sydney, Auckland
- The Boston Consulting Group: Cash Is All That Counts, Managing for Value, Melbourne Sydney, Auckland
- The Boston Consulting Group: Measuring Value, Managing for Value, Melbourne Sydney, Auckland
- The Boston Consulting Group: Managing the Business Portfolio, Managing for Value, Melbourne Sydney, Auckland
- The Boston Consulting Group: Estimating the Cost of Capital, Managing for Value, Melbourne Sydney, Auckland
- The Boston Consulting Group: Drivers of Value, Managing for Value, Melbourne Sydney, Auckland
- The Boston Consulting Group: Financial Benchmarking, Managing for Value, Melbourne Sydney, Auckland
- The Boston Consulting Group (1995): Meeting the Value Challenge, Shareholder Value Management, The Boston Consulting Group Inc.
- The Boston Consulting Group (1996): Shareholder Value Metrics, Shareholder Value Management, The Boston Consulting Group Inc.
- Brealey, R. – Myers, S. C. (1992): Modern vállalati pénzügyek 1-2, Panem Kft
- Brennan, M. J. (szerk.) (1996): The Theory of Corporate Finance, An Elgar Reference Collection Cheltenham, UK. Brookfield, US
- Bughin, J. – Copeland, T. E. (1997): The virtuous cycle of shareholder value creation, The McKinsey Quarterly, Number 2.
- Chikán Attila (1994): Vállalatgazdaságtan, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó – Aula Kiadó
- Chikán Attila, Demeter Krisztina (szerk) (1999): Az értékteremtő folyamatok menedzsmentje, termelés, szolgáltatás, logisztika, Aula
- Coase, R. H. (1937): A vállalat természete (1937), in: A vállalat és működése, p. 37-48.
- Copeland, T. – Koller, T. – Murrin, J. (1994): Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. 2. ed., McKinsey Company, Inc. Published by John Wiley Sons, Inc.
- Copeland, T. – Koller, T. – Murrin, J. (1999): Vállalatértékelés, Panem-John Wiley Sons
- Czakó Erzsébet – Kocsis Károly (szerk) (1993): A vállalat és működése, Kiegészítő irodalom a vállalatgazdaságtan tanulmányozásához. BKE, Aula Kiadó
- Ehrbar, A. – Stewart, S. (1998): EVA. The Real Key to Creating Wealth, John Wiley Sons, Inc. Magyarul megjelent John Wiley Sons, Inc. – Panem Könyvkiadó Kft. Budapest, 2000.
- Enderle G. – Tavis L. A. (1999): A balanced Concept of the Firm and Measurement of its Long-term Planning and Performance, Journal of Business Ethics 17, p. 1129 – 1145.
- Evan, W. M. – Freeman, R. E. (1988): A modern vállalat stakeholder elmélete: kantiánus kapitalizmus, in: Vállalati etika, p. 93-109.
- Fazakas Gergely (1998): A vállalatértékelés alapvetései, in: Bankról, pénzről, tőzsdéről, pp. 417-429.
- Freeman, E. R. (1984): Stakeholder-menedzsment, in: A vállalat és működése, p. 81-94.
- Gale, B. T. – Branch, B. (1981): Cash flow analysis: more important than ever, Harvard Business Review, July-August, p. 131-136.
- Goodpaster, K. E. – Matthews, J. B. (1982): Lehet-e a vállalatnak lelkiismerete, in: Vállalati etika, p. 26-42.
- Houder, V. (1995): A value system for shareholders, Financial Times, March 22, p. 9.
- Jensen, M. C. – Meckling, W. H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Brennan, pp. 35-90.
- Jensen, M. C. – Smith Jr., C. W. (1994): A vállalati pénzügyek elmélete: történeti áttekintés, in: A vállalat és működése, p. 145-160.
- Kaplan, R. S. – Atkinson, A. (1989): Advanced Management Accounting, Prentice Hall, Englewood Cliffs
- Katits Etelka (1998): A vállalati értéknövekedés kulcstényezői: az értékgenerátorok, Bankszemle, 9-10. sz. p. 71 – 80.
- Kieser, A. (1995): Szervezetelméletek, BKE, Aula
- Kotler, P. (1998): Marketingmenedzsment: elemzés, tervezés, végrehajtás és ellenőrzés, Műszaki Könyvkiadó, Budapest
- Mills, R. W. – Weinstein, B. (1996): Calculating Shareholder Value in a Turbulent Environment, Long Range Planning, Vol. 29. February, p. 76-83.
- Mills, R. W. (1998): The Dynamics of Shareholder Value, The Principles and Practice of Strategic Value Analysis
- Nándorfy Géza (1995): Mit ér a vállalat, ha német?, Tőkepiac és vállalatértékelés a német nyelvű országokban, Kézirat
- Pataki György – Radácsi László (szerk) (2000): Alternatív kapitalisták, Új Paradigma, Szentendre
- Porter M. E. (1985): Competitive Advantage, Creating and Sustaining Superior Performance, The Free Press
- Porter M. E. (1993): Versenystratégia, Akadémiai Kiadó
- PriceWaterhouseCoopers: Az EVA mutató használata/bevezetése, Részvényesi Érték alapú vállalatvezetés, Belső anyag
- Prahalad, C. K. – Hamel, G. (1990): The Core Competence of the Corporation, Harvard Business Review, May-June, p. 79 – 91.
- Pruzan, P. (1998): From Control to Value-Based Management and Accountability, Journal of Business Ethics 17, p. 1379 -1394.
- Radácsi László (1996): A vállalatok stakeholder-elmélete, in: Vállalati etika, p. 79 – 92.
- Ragás Imre (1995): Oktatási segédlet a vállalkozás és vagyonértékelés című tantárgyhoz, Budapest, PSZF
- Rappaport, A. (1981): Selecting strategies that create shareholder value, Harvard Business Review, May-June, p. 139 – 149.
- Rappaport, A. (1983): Corporate performance standards and shareholder value, The Journal of Business Strategy, Spring, p. 28-38.
- Rappaport, A. (1986): Creating Shareholder Value, The New Standard for Business Performance, Free Press
- Rappaport, A. (1992): CFOs and Strategists: Forging a Common Framework, Harvard Business Review, May-June, p. 84-91.
- Reszegi László (1991): Vállalatértékelés alapproblémáiról, Kézirat
- Reszegi László (1998): Értékmaximalizáló vállalati stratégia, Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, in: Temesi (szerk.), p. 918 – 932.
- Scott, M. C. (1998): Value Drivers, John Wiley Sons, Inc
- Shleifer, A. – Teece, R. W. – Vishny (1986): Large Shareholder and Corporate Control, in: Brennan, p. 145-172.
- Smith, A. (1959): A nemzetek gazdagsága, e gazdaság természetének és okainak vizsgálata, Akadémiai Kiadó, Budapest
- Sulyok-Pap Márta (1998): A vállalati tőkeszerkezet kérdései, in: Új utak a közgazdasági, üzleti és társadalomtudományi képzésben, p. 309 – 321.
- Sulyok-Pap Márta (1996): Lehetséges-e a vállalatelemzés nemzetközi összehasonlításban?, in: Bankról, pénzről, tőzsdéről, p. 411- 416.

Temesi József (szerk.) (1998): 50 éves a Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, Jubileumi tudományos ülésszak, október 1-3
 Ulbert József (1994): A vállalat értéke, Janus Pannonius Tudományegyetem Pécs
 Új módszer a PriceWaterhouse-tól, Bank Tőzsde, 1996. november 1. p. 9.
 Wimmer Ágnes (2000): A vállalati teljesítménymérés az értékteremtés szolgálatában, A működési és pénzügyi teljesítmény kapcsolatának vizsgálata, Doktori (PhD) értekezés BKÁE, Gazdálkodástudományi Kar
 Wenner, D. L. – LeBer, R. (1989): Managing for Shareholder Value – From Top to Bottom, Harvard Business Review, November-December, p. 52 – 66.

Lábjegyzetek

1 Archibald (1987: p. 27-36); Jensen – Meckling (1976: p.35-89.)
 2 Az Egyesült Államokban 1979-1985 között 77 db, egymilliárd dollárnál nagyobb felvásárlás történt. Az ellenséges felvásárlások kezdeményezői az esetek többségében a felvásárolt vállalatok vezetését elbocsájtották (Rappaport, 1986: p. 8). A felvásárlási hullám 1989-ban érte el csúcspontját az Egyesült Államokban 2366 db felvásárlás-fúziós bejelentéssel (Copeland, 1999: p.432). 1993-tól ismét megjelent a felvásárlási-fúziós láz, ami még napjainkban is tart.
 3 Jensen, M.: A részvénytársaságok hanyatlása (The Eclipse of the Public Corporation), in: Ehrbar – Stewart (2000: p.14-15.)
 4 Magyarul az 1997. évi második, átdolgozott kiadás jelent meg 2002-ben, A tulajdonosi érték címen az Alinea Kiadó gondozásában.
 5 Magyarul az 1994. évi második kiadás jelent meg 1999-ben Vállalatértékelés: Értékmérés és értékmaximalizáló vállalatvezetés címen a Panem Kft. gondozásában.
 6 Magyarul Shareholder Value, Az értékközpontú vállalatirányítás, Részvényesi érték címen 1999-ben jelent meg a Price-WaterhouseCoopers kiadásában.
 7 Az érték dimenzióinak részletes bemutatását tartalmazza Wimmer (2000) doktori disszertációja.
 8 Lásd Porter (1985), Kotler (1998)
 9 Chikán – Demeter (szerk, 1999.) alapján.
 10 Lásd Nándorffy (1995), Reszegi (1991), Bélyácz(1992), Ragáts – Miavecz (1995), Fazakas (1998)
 11 „Objektív az az érték, amely semmilyen zavaró, vállalaton kívüli vagy/és az értékelő személyétől függő tényezőt nem tartalmaz” (Ulbert, 1994: p. 4.)
 12 Egy vállalat vagyoneértéke egyenlő a vállalat materiális formában megjelenő vagyontárgyainak az értékével.
 13 A szubjektív értékelémet az adott jószágot a döntéshozók preferenciáinak a függvényében értékeli. (Ulbert, 1994: p. 6.)
 14 A hozamérték koncepció a vállalat értékét a várható jövőbeli nettó hozamaiból eredezteti. (Ulbert, 1994: p. 2.; p. 31-32.)
 15 Reszegi (1991)
 16 Rappaport (1986) könyvben szereplő éves beszámolókból a vállalatvezetők által meghatározott részvényesi érték definíciók: Hillebrand Industries 1984. évi éves beszámolója: „részvényesi érték keletkezik akkor, amikor a vállalat a részvényesek befektetését meghaladó szabad cash-flow-t generál”; Libbey-Owens-Ford 1983. évi éves beszámolója: „a részvényesi értéket a piac méri a részvényár értékelése és az osztalék révén, Coca-Cola 1984. évi éves beszámolója: a részvényesi érték növelése a vállalat elsődleges célja..., az egy részvényre jutó éves nyereség növelése és saját tőke megtérülés emelése a játék neve”. A Coca-Cola cég, amely a számviteli mérőszámokra helyezte a hangsúlyt 1985-ig tartó 10 éves periódus alatt, mindössze 10%-os saját tőke megtérülést ért el, Hillebrand cég saját tőke megtérülése ezzel szemben 21.5% volt.

17 1990 – 1993 közötti időszakra az egy főre jutó GDP, ha USA=100%, Németország – 74%, Japán – 77%; Tőke termelékenysége ha USA=100%, Németország – 65 %, Japán – 63%; Munka termelékenysége ha USA=100%, Németország – 90%, Japán – 55%; miközben az egy főre jutó befektetett tőke ha USA=100%, Németország – 113%, Japán – 122%; az alkalmazott munkaerő ha USA=100%, Németország – 82%, Japán – 140%.McKinsey (1996) p.40.
 18 McKinsey Global Institute 1985 – 1994 közötti időszakban 20 ország 2760 vállalatának teljesítményét vizsgálta meg elsősorban DRI, IMF és OECD által közreadott makroökonómiai mutatókat felhasználva. A vizsgálat kimutatta, hogy az uralkodó európai nézettel ellentétben a részvényesi érték alapuló vállalatvezetés növeli a vállalati hatékonyságot és elősegíti a hatékonyabb tőkeelosztást, ami hosszú távon minden érintett érdekét szolgálja (Bughin – Copeland, 1997: p. 157-158.)
 19 Az értékkörforgás elméleti háttere Adam Smith munkásságig vezethető vissza, aki azt állította, hogy a leghatékonyabb és leginnovatívabb vállalatok teremtik majd részvényeseiknek a legtöbb értéket és jobb munkásokat vonzanak, akik produktívabban fognak dolgozni és így tovább növelik a részvényesek hozamát – virtuous cycle. Másik oldalról azok a vállalatok, melyek értéket rombolnak bekerülve az ördögi körbe legvégül megszűnnek – vicious cycle (Bughin – Copeland, 1997: p. 162.)
 20 Bughin – Copeland (1997: p. 163-164.)
 21 USA-ban lezajlott 296 nagyvállalatra kiterjedő kutatás eredménye: az etika iránt elkötelezett vállalatok átlagos MVA mutatója 16.8 milliárd dollár volt a részben elkötelezettek 11.1 milliárd dolláros és az etikáról említést sem tevők 5.7 milliárd dolláros átlagos MVA-jával szemben (Ehrbar – Stewart, 1997: p. 37.)
 22 Copeland – Koller – Murrin (1999); A részvényeseknek, mielőtt saját követelésüket maximalizálják, a többi érintett követelését kell kielégíteniük. A fogyasztókat elégedetetté kell tenniük, a munkavállalókat ki kell fizetniük, a hiteleket vissza kell fizetniük, az adókat be kell fizetniük (Bughin – Copeland, 1997: p.162.)
 23 Brealey – Myers (1992), 2. fejezet
 24
 + 1. Adófizetési kötelezettség
 + 2. Kamatfizetésből származó adópajzs
 - 3. Kapott kamatok adója
 -/+ 4. Egyéb pénzügyi tevékenység adóvonzata
 -/+ 5. Rendkívüli eredmény adója
 = Üzemi(üzleti) tevékenység eredménye után fizetendő társasági adó= Számított adófizetés
 25 Adórátá megállapítását lásd előző bekezdés.
 26 Gazdasági elemzés szempontjából a cégértéknél azért nem szabad értéksökkenési leírást elszámolni, mivel a cégérték nem használódik el és nem kell pótolni.
 27 A MSZSZ alapján összeállított eredménykimutatásban nem pénzmozgással járó tétel a céltartalék képzés, illetve feloldás, az értékesítések elszámolása.
 28 Jelentős összegű elhatárolt veszteség esetén a finanszírozási struktúra befolyásolhatja, hogy a vállalat milyen mértékben tudja kihasználni az elhatárolt veszteségből származó adómegettartást.
 29 A normál működéshez nem szükséges pénzeszközök külön kezelése konzisztens az adózás utáni működési eredmény (NOPLAT) és a vállalat értékének a számításával is. Az adózás utáni működési eredmény (NOPLAT) nem tartalmazza a kamatbevételeket. A működéshez nem szükséges pénzeszközbe történő befektetés nettó jelenértéke nulla, mivel ezen befektetések hozama ellensúlyozza a kockázatot, ezért a hozzájuk kapcsolódó pénzáram jelenértékének az értékelés pillanatában egyenlőnek kell lennie a pénzeszközök piaci értékével.
 30 A részvényben fizetett osztaléknak készpénzvonzata nincs, ezért azzal nem számolunk.

- 31 Lásd: Rappaport (1986), Copeland – Koller – Murrin (1990), Abrams (1993), Brealey – Myers (1992), Mills (1998).
- 32 Copeland – Koller – Murrin (1999): p.181-182.)
- 33 Black – Wright – Bachman – Davies (1999: p.102 – 103); Mills (1998: p.5.)
- 34 Boston Consulting Group: Measuring Value
- 35 The Boston Consulting Group: Drivers of Value, Managing for Value
- 36 PriceWaterhouseCoopers belső anyag p.15.
- 37 Boston Consulting Group: Drivers of Value, Managing for Value
- 38 Rappaport (1986), Copeland – Koller (1994), Black – Wright – Bachman – Davies (1999), Mills (1998) elemzési módszere is a porteri értékláncon alapul.
- 39 Rappaport (1986), Mills (1998), Black – Wright – Bachman – Davies (1999), PriceWaterhouseCoopers belső anyag, Katits (1998)
- 40 Copeland – Koller – Murrin (McKinsey Company) (1994), értékteremtő tényezők azonosítása, piaci többletérték (MVA) számolása, Mills (1998) értékteremtő tényezőkön alapuló szabad cash-flow alapján piaci érték meghatározása, Price WaterhouseCoopers értékteremtő tényezők révén az üzletágak évenkénti hozzáadott gazdasági értékének (EVA) a meghatározása, majd az üzletági szabad cash-flow-k és végül a vállalat diszkontált szabad cash-flow alapú értékének a meghatározása.
- 41 A többüzletágas vállalat esetén a vállalatértékének meghatározása, az értékteremtő tényezők azonosítása üzletágak szintjén történik. Az értékteremtők jellemzőinek ismertetése üzletági és vállalati szinten egyaránt értelmezhető. A vállalatok publikus adataira épülő elemzés nem teszi lehetővé az üzletág szintű megközelítést.
- 42 Nem azonos a forgatókével, mivel nem tartoznak bele a működéshez nem szükséges pénzeszközök és piacképes értékpapírok, a rövid lejáratú hitel/kölcsön állománya és a vállalat megítélésétől függően egyéb, nem a működési tevékenységhez tartozó eszközök, illetve források.
- 43 Magyarországon pl. az ÁFA befizetés és visszaigénylés közötti időbeli eltérés nagymértékben növeli a forgóeszköz szükségletet.
- 44 Vevők, készletek, szállítók forgási sebességének az értékre gyakorolt hatását, az adófizetési kötelezettség időbeli ütemezését kell vizsgálni.
- 45 Az infláció miatt a beszerzési érték alapján meghatározott értékcsökkenési leírás elégtelen lesz az állóeszközök pótlására, az értékcsökkenési periódus után az új gép beszerzési ára jóval magasabb lesz, mint az értékcsökkenési leírásaként elhatárolt érték. Az infláció következtében a vállalat reál adóterhe is megnő, mivel az elszámolt értékcsökkenés elmarad a valóságos értékcsökkenéstől, kevesebb költséget számol el a vállalat, így a keletkezett látszat nyereséget az állam megadóztatja.
- 46 Az új beruházás nem növelheti a vállalat kockázatát, így tőkeköltségét. Az új beruházás hozamának meghatározását a stratégia kialakítása során projekt értékelés keretében kell elvégezni.
- 47 Változatlan kockázati szintet feltételezünk.
- 48 Új stratégia általában új kockázati szinttel párosul.
- 49 $WACC = re \cdot E/V + rd \cdot (1-tc) \cdot D/V$
 ahol: re: a saját tőke költsége
 rd: a hitel tőke költsége
 E: saját tőke piaci értéke

D: hitel tőke piaci értéke
 V: a vállalat piaci értéke
 tc : társasági adórata

- A fenti képlet csak két tőketípust tartalmaz. A valóságban a képlet sokkal összetettebb lehet, mivel minden pénzkidással járó tőkeforráshoz külön a saját piaci értékén alapuló súlyt kell hozzárendelni.
- 50 MM. I. tétele alapján tőkéletes piacon a vállalat értéke nem függ a finanszírozás módjától, mivel ha a tőkeáttétel változik, a vállalat által termelt pénzáram nagysága nem, csak felosztása változik meg. Lásd bővebben Brealey – Myers (1992), 14. fejezet
- 51 A versenyelőny olyan képesség, amelyet a versenytársak nehezen utánozhatnak, valamint jelentős értéket képvisel a fogyasztók számára, s így számottevően hozzájárul a részvényesi érték képzéséhez.
- 52 A maradványérték minél pontosabb meghatározása fontos része a vállalatértéknek. Vannak olyan vállalatok, pl induló vállalkozások, internetes cégek, ahol a maradványérték adja a vállalat értékének legnagyobb részét. A szakirodalom több módszert is felsorol a maradványérték becslésére. Lásd Rappaport (1986), Brealey – Myers (1992), Mills (1998), Copeland – Koller – Murrin (1999), Black – Wright – Bachman – Davies (1999). A vállalat, az iparág jellegétől függ a megfelelő módszer kiválasztása. Legegyszerűbb módszer az örökjáradék képlet használata.
- 53 1. Iparági versenytársak, 2. Vevők alkupozíciója, 3. Új belépők fenyegetése, 4. Szállítók alkupozíciója, 5. Helyettesítő termékek/szolgáltatások fenyegetése, Porter (1993)
- 54 Porter (1985) szerint a versenyelőny a termékek előállításának alacsony költségéből (költségvetető), a termékek különbözőségén (megkülönböztető) és csak meghatározott iparági szegmensre való koncentrálásból ered.
- 55 Rappaport (1986: p. 94-96.) Mills (1998: p.46.)
- 56 I. iparági csoport: stabil, relatíve változatlan értéklánc, pl. szakértői tanácsadás, befektető bankok stb.
 II. iparági csoport: lassan fejlődő értéklánc, melyet a méretgazdaságosság erősít, a termelékenység terén versenyeznek, pl: acélipar, autógyártás, vegyipar stb.
 III. iparági csoport: instabil, gyorsan változó értéklánc, pl: számítástechnika, telekommunikációs eszközök gyártása stb.
 Rappaport (1986: p. 94-96.)
- 57 Mills (1998: p. 46-48.)
- 58 Piaci megközelítés, szenárióelemzés, opcióértékelés; Rappaport (1986) Mills (1998), Mills – Weinstein(1996), Black – Wright – Bachman – Davies (1999). Piaci megközelítés: az első hat makrotényező jövőre vonatkozó értékének becslésével egy értékelési modell felállítása, a maradványértékre vonatkozó becsléssel együtt. Majd az értékteremtés időszakának a modellhez történő igazítása, hogy az eredmény a vállalat jelenlegi piaci értéke legyen. A megközelítés gyengeségei a hatékony tőkepiac feltételezése, nem törődik egy esetleges stratégia váltás hatásával, csak nyilvános társaságok esetén használható. Szenárió elemzés: több egymástól eltérő értékelési modell felállítása, melyek mindegyike a „mi történik, ha?” kérdésre válaszol, figyelembevéve a külső bizonytalansági tényezőket is. Opció értékelés: induló vállalatoknál, nagy tárgyi eszköz beruházást megvalósító társaságoknál, bizonytalan gazdasági környezetben működő vállalatoknál használatos.
- 59 BCG-HOLT empirikus kutatás a Standard Poor 400 vállalataira 1991-ben a diszkontált cash-flow és a vállalat piaci értéke közötti korrelációs együtharó – R2=0.8. The Boston Consulting Group: Cash Is All That Counts, Managing for Value.