

RESZEGI László

A TULAJDONOSI ÉRTÉK NÖVELÉSE - A VÁLLALATI TELJESÍTMÉNYMÉRÉS KOORDINÁTARENDSZERÉNEK NÉHÁNY PROBLÉMÁJA

A szerző dolgozatában a pénzügyi és a vezetői számvitel vezetői döntéshozatalban való alkalmazását vizsgálja. Bemutatja azokat a hiányosságokat, amelyek a számvitel alapú döntéshozatali folyamatot jellemzik. A vállalatok teljesítményének értékelésében a tulajdonosi érték növekedését tartja a legfontosabbnak.

Az elmúlt közel másfél évtized a vállalati szektorban az átalakulásról, a privatizációról, a tulajdonosok megjelenéséről szólt. Sikeresen végbement a piacgazdasági, környezeti feltételekhez történő alkalmazkodás¹, a vállalati szektor növelte a termelékenységét, s ezzel versenyképességét.

Ennek az alkalmazkodási folyamatnak a stratégiáját alapvetően a költségversenyben történő helytállás miatt, a racionalizálás, a tartalékok feltárása, az adottságok alapján a megfelelő piaci szegmensek elfoglalása jellemezte. A külföldi tulajdonba került vállalatoknál ezt az anyacég-csoportba történő integráció, a technológia, a menedzsmentismeretek adaptációja egészítette ki. Hazai tulajdonú vállalatoknál a specialitást a tulajdonszerzés terheinek kiegyenlítése jelentette, nem egyszer a kényszerű vagyonelem értékesítéssel, a fejlesztéseket korlátozó eladósodással párosulva. Így kevésbé volt tetten érhető az építkező, növekedésorientált, innovatív stratégia.

Az elmúlt másfél évtizedben a tulajdonos a közvéleményben elsősorban a vagyonszerzéssel, pontosabban az „ár alatti” vagyonszerzéssel társítva jelent meg. Kevesebb szó esett a vállalatok tulajdonosi értékváltozásáról, s még kevesebb ennek okairól. Ha nem teszünk fel a klasszikus kérdést (vagy ha már megválaszoltuk), „honnan szerezte az első milliót”, akkor a vállalati értéknövekedés, ezen belül is a tulajdonosi

értéknövekedés válik a vállalati gazdálkodás kulcskérdésévé. Egy hatékonyan működő vállalkozásnál ez a vállalati érték (ebből az adósságot levonva kapjuk a tulajdonosi értéket) nagyobb, mint a vagyonelem értéke, a vállalat rendelkezésére álló eszközhalmaz értéke. Hisz ez a célja a vállalatnak, *nagyobb értéket létrehozni, mint a befektetések explicit és implicit (tulajdonosi tőke) költsége.*

Nem nehéz megjósolni azt, hogy a jövő sokkal inkább fog szólni a tulajdonosi értéknöveléséről, a vállalati értéknövelő stratégiákról. Ez az út az, amellyel a magyar vállalati szféra követheti célrendszerében, magatartásában a világ fejlettebb régióinak fő csapásirányát. A 70-es évek pénzügyi forradalma után, a 80-as, 90-es években a vállalatok tulajdonosi, részvényesi értéknövelése került a középpontba². Ma már értéknövelésről, mint menedzsmentmódszerről van szó, s a különböző szerzők³ felfogása jórészt csak abban tér el egymástól, hogy a teljesítménymérést pénzügyi mutatószámokon túl mennyiben kell más, nem pénzügyi teljesítménymutatókra építeni.

A következőkben a vállalati teljesítménymérés problémáit, a teljesítménymérés kívánatos és lehetséges módszereit, a teljesítménymérés által igényelt koordináta-rendszer problémáit fogjuk vizsgálni annak feltételezésével, hogy a vállalat a tulajdonosi érték maximalizálására törekszik.

Mit jelent a tulajdonosi érték maximalása?⁴

A vállalatban az értéket az a jövőbeni jövedelem (szabad cash flow) jelenti, amelyet a vállalat megtermel, és amely a tulajdonosok szabad rendelkezésére áll.

Ennek a szabad cash flow-nak az elemei: a vállalat működési eredménye (adó és kamat előtt), a működéshez felhasznált forgótőke, a befektetésekben történt eszközlekötés és ezek jövőbeni alakulása. Az adott jövőbeni pénzáramlás jelenértékét, vagyis a vállalat mai értékét a jövedelmek eltérő időbeli jelentkezését és a kockázatot is magába foglaló *tőkekölséggel diszkontálva határozhatjuk meg.*

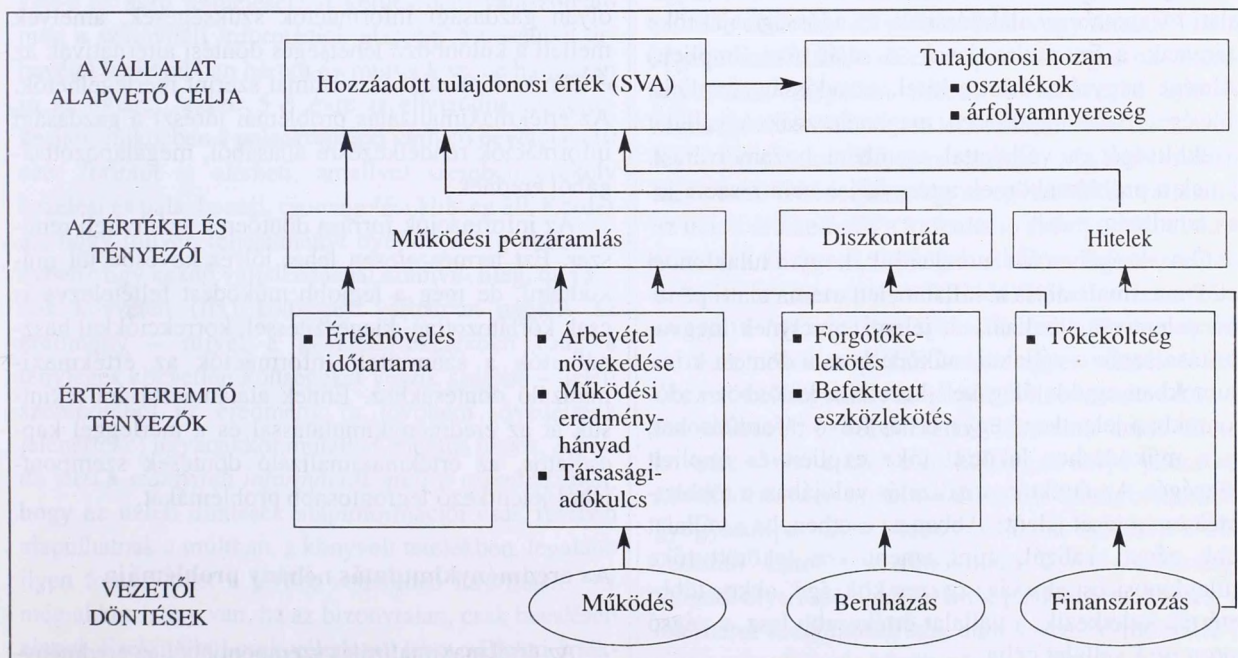
A vállalati értéket végső soron szinte minden vállalati döntés befolyásolja. A tulajdonosi érték hálóját Rappaport⁵ sematikusán az 1. ábrán mutatja be.

Az ábra alapján is könnyű belátni, hogy a vállalati

működési eredményhányad növekedése ugyanúgy értéknövekedéssel jár, mint a működéshez szükséges forgótőke nagyságának változása, vagy a befektetett eszközök növekedése, vagy csökkenése. Sőt a vállalat kockázatának mérséklése (például hosszú távú beszállítói vagy értékesítési szerződésekkel) ugyanúgy értéknövelő tényező lehet, mint a nyereség növelése. Már ebből is látható az, hogy a hagyományos nyereségnövelési szemlélet része lehet az értéknövekedési célrendszernek, de önmagában nem minden nyereségnövekedés vezet vállalati értéknövekedéshez⁷. Értékváltozást a pénzjövdelem növekedése jelent. Találó az a megjegyzés, mely szerint „az eredmény vélemény, a cash flow viszont tény”⁸. Vállalati értékmaximalásnál a termelt pénzmennyiség alakulása a kérdés, s az az eredménytöbblet, amely (pl. a tőkelekötés növekedése miatt) nem hoz több pénzt a vállalatnak, nem jár értéknövekedéssel sem. Amikor

1. ábra

A tulajdonosi érték hálója



értékváltozásnak vannak fundamentális – a vállalat működésében – gyökerező tényezői.⁶ Az ábrából látható az, hogy az érték alakulása függ a folyó működés eredménytermelő képességétől, a működéshez szükséges eszközlekötéstől és a kockázattól, az elvárt hozamtól, vagyis a lekötött tőke költségétől. Ezek a tényezők a vállalati értékalakulás szempontjából egyenértékűek: egyébként változatlan feltételek mellett a

tehát a vállalati menedzsment értéknövelő döntéseket kíván hozni, a döntési alternatívák mérlegelésénél egyidejűleg kell kezelni a folyó működés eredményváltozását és a tőkebefektetés változását, függetlenül attól, hogy az a forgóeszközökbe vagy a befektetett eszközökbe, gépekbe, berendezésekbe történik.

A vállalati értékmaximalizálásnak, s Rappaport ábrájának is van egy további lényeges problémája: ez

a vállalati működés idődimenziója. Ha vállalati értékről beszélünk, stílszerűen azt is lehetne mondani, „a vállalat örök”, végtelen élettartamú, a vállalati értéket ebben az igen hosszú időtartamban kell vizsgálni, maximalizálni. Technikailag a különböző időpontban jelentkező pénzáramlások összevethetők, erre szolgál a pénzáramlások kockázatát is kezelő, azok átszámítására alkalmazott diszkontráta, a tőkeköltség. Ezen a „költségen” van átjárás az időben, a mai és a jövőbeni jövedelmek, ráfordítások összevethetők. Hatékony tőkepiacon ez a diszkontráta, megfelel az alternatív – hasonló kockázatú – befektetések hozamának. Tehát az ettől való eltérés, pl. azért mert a befektető vagy a menedzsment sokkal inkább kockázatkerülő, s ugyanazon kockázathoz magasabb hozamelvárást kapcsol, mint a piac, a vállalkozás hatékonysági hátrányához, a vállalati értéknövekedési potenciál ki nem használásához vezet. Ez nem racionális a tulajdonos számára, még akkor sem, ha a döntést maga a tulajdonos hozza meg.

A gyakorlatban az értékmaximalizálás része a vállalati *tőkeszerkezet* alakításának, az adósság/saját tőke aránynak, a finanszírozásnak. A saját tőke (implicit) költsége nagyobb, mint a hitel, az adósság (explicit) költsége. Ezek együttesen meghatározzák a vállalat tőkeköltségét, a vállalattal szembeni hozamelvárást. Ennek a problémakörnek a tárgyalása nem része a jelen tanulmánynak.⁹

Összességében azt mondhatjuk, hogy a tulajdonosi érték maximalizálása a vállalat élettartama alatti pénzügyvédelem maximalizálását jelenti, amelynek megvalósítása során a vállalati működésben, a döntési kritériumokban egyidejűleg kell kezelni a különböző időpontokban jelentkező egyszeri és folyó ráfordításokat, és a működéshez lekötött tőke explicit és implicit költségét. Az értékmaximalizálás valójában a többletérték teremtését jelenti. Abban az esetben, ha a vállalat több pénzt realizál, mint amennyi a lekötött tőke (tulajdonosi és adósság) összes költsége, akkor többletérték keletkezik, a vállalat értékesebb lesz, s végső soron ez a vállalat célja.

A vállalatelméleti közelítések, támasszák alá azt statisztikailag is megbízható empirikus vizsgálatok, annyit érnek, amennyit az operatív működés során, a vállalatban belüli döntéshozatali mechanizmusban meg lehet belőlük valósítani. Nem kell nagy kreativitás ahhoz, hogy érveket, gyakorlati problémákat sorakoztassunk fel a mellett, hogy miért nem lehet direkt módon értékmaximalizáló döntéseket hozni a vállalatban belül. Sőt, kis kreativitással, sok vállalatvezető

arra is tudna érveket felsorolni, hogy az ő vállalatánál pont most és milyen speciális helyzet miatt, miért nem lehet értékmaximalizáló módon működni.

Ebben a tanulmányban nem foglalkozunk ezzel a fenti közelítésmóddal. Szinte axiómaként kezeljük azt, hogy a fejlett gazdaságok vállalatai egyre inkább a tulajdonosi értéket akarják növelni. Sőt azt is alaptételnek tekintjük, hogy az értékmaximalizáló vállalat – egyébként változatlan feltételek mellett – versenyképesebb, tőkehatékonyabb, mint egy nem értékfókuszú vezetésű vállalat. A vizsgált problémák így leszűkülnek arra a kérdéskörre, hogyan lehet olyan döntési kritériumokat, mechanizmusokat, teljesítménymércéket alkalmazni a vállalatnál, amelyek mellett lehet értéknövelő döntéseket hozni.

Az értékmaximalizálás legfontosabb problémái

Közelítésmódunkban teljesítménynek azt tekintjük, ami vállalati értéket növel. A teljesítmény növeléséhez olyan gazdasági információk szükségesek, amelyek mellett a különböző lehetséges döntési alternatívák az értékmaximalizálás kritériumai szerint mérlegelhetők. Az értékmaximalizálás problémái jórészt a gazdasági információk rendelkezésre állásából, megalapozottságából erednek.

Az információk forrása döntően a számviteli rendszer. Ezt természetesen lehet jól és kevésbé jól működtetni, de még a legjobb működést feltételezve is csak korlátozottan, kiegészítéssel, korrekciókkal használhatók a számviteli információk az értékmaximalizáló döntésekhez. Ennek alátámasztására tekintsük át az eredménykimutatással és a mérleggel kapcsolatos, az értékmaximalizáló döntések szempontjából jelentkező legfontosabb problémákat.

Az eredménykimutatás néhány problémája

Az értékmaximalizálás szempontjából az eredménykimutatásban, illetve az eredménykimutatás háttérét képező számviteli információkban több olyan probléma rejlik, amelyek gondot jelentenek az üzleti döntésekben.

A számvitel alapelvei (óvatosság stb.) és a vállalatok által választott *számviteli politika* miatt még ugyanazon tevékenység is eltérő eredménnyel, költséggel jelenhet meg. Nyilván a vállalat érdekei szerint él szabadságával, amely relatíve nagy és feltételez

bizonyos mértékű optimalizálást: dönthet arról, hogy adót akar optimalizálni a vállalat, vagy az üzleti döntésekhez akar jobb információt szolgáltatni¹⁰. Az előbbi inkább a nagyobb folyó költségelszámolásra ösztönöz – a közvetlenül elszámolt költségek alacsonyan tartásával – az utóbbi elvileg realisabb készletértékelést kívánna. Nyilvánvaló, hogy mind a két esetben az üzleti kalkulációkban más módon vagy más kiegészítésekkel kell az információkat feldolgozni.

A pénzügyi-adó számvitel alapú szemlélete sok esetben megnehezíti a vállalati teljesítménymérést. Ez nem feltétlenül a számvitel problémája. Erre példaként képzeljünk el egy borászati céget, aminek mondjuk fő terméke a Tokaji Aszú. A cég az év novemberében, decemberében feldolgozza a szőlőt, elkészíti a legjobb aszú alapanyagát. Év végén a számvitelben elkönyveli mindazt a költséget (mondjuk 1000 forint/liter), amit elköltött (permetszert, béreket stb.). Az eredmény kimutatása korrekt lesz, még az adóhivatal is elfogadja. Kérdés, hogy eredményes volt-e a társaság, növelni kell-e az aszú termelését? A kérdés nem válaszolható meg a számviteli információk alapján. Az aszúból árbevétel legkorábban három év múlva lesz, de ha igazán jó az évjárat, akkor 5–8 évre is elhúzódhat az értékesítés, miközben a palackonkénti várható bevétel 4–10 ezer forintot is elérheti, amellyel szemben csekély kezelési és palackozási, csomagolási költség áll. Kérdés az, hogy milyen teljesítményt nyújtott a cég ebben az évben? Egy kezdő vállalkozásnál számvitelileg, ha vannak közvetett (fix) költségek várhatóan negatív az eredmény – mivel a készletértékelésben csak a tényleges közvetlen költségeket veszik számba – üzleti szempontból az eredmény (a jövőbeni jövedelmek jelenértéke) ugyanakkor mutathat jelentős pluszt. A példa jelzi a számviteli információk *múltra orientáltságát*, hogy az üzleti döntések alapinformációi csak részben alapulhatnak a múltban, a könyvelt tételekben, legalább ilyen fontos lehet a jövőre vonatkozó információ. Ez még akkor is így van, ha az bizonytalan, csak becslésen alapul. Ezek nélkül csak véletlenül lehet vállalati érték-növekedést okozó döntéseket hozni.

Az eredménykimutatásnak vannak olyan problémái is, amelyek a kezdetektől léteztek, az idők folyamán a vállalkozási szféra megtanult együtt élni ezekkel, ugyanakkor jelentőségük változott, s ma már sok esetben zavarhatják az üzleti döntéshozatalt. Ezek közül csak néhányat emelünk ki.

Alapvető probléma az *egyszeri befektetések* (gépek, berendezések stb.) *költségének folyó költséggé alakí-*

tása. Az utóbbi évtizedekben nemcsak az volt a jellemző, hogy ezen befektetések súlya, jelentősége folyamatosan növekedett, hanem az is, hogy a használati idejük meghatározása jelentős kockázattal jár. Például az információs technológia eszközei gyorsan avulnak, vagy inflációs környezetben a beruházások megtérítése (adómentes költségként történő elszámolása) nagy bizonytalanságot rejt magában. Mindezek végül is azt eredményezik, hogy egyre nehezebb válaszolni arra a kérdésre, hogy mi, mennyibe került. Az eredménykimutatásban túl sok és túl kevés amortizáció is megjelenhet. Az üzleti döntések szempontjából, viszont fontos lenne a valóságos költség elszámolása, hisz csak ezáltal lehet jól mérni a pénztermelő képességet, becsülni a szükséges jövőbeni befektetések cash flow hatását.

Hasonló gondokat okoz a számvitelben a *közvetett költségek kezelése*. Ötven vagy száz évvel ezelőtt a termékben közvetlenül megjelenő költség aránya igen magas volt, ugyanakkor mérése műszaki normák és egyéb módszerek felhasználásával megoldott volt. A relatíve alacsony súlyú közvetett vagy általános költségeket kalkulációs célra még a tényleges ok-okozati kapcsolat vizsgálata nélkül, a felosztási kulcsok segítségével termékekhez lehetett rendelni. Ez a „becslés” nem okozott lényeges torzítást. Ma a helyzet egy kicsit más. Gondoljunk meg, az egytermékes vállalatnál az üzleti értékelés és a kalkuláció szempontjából nincs értelme a közvetett költségek elkülönítésének, minden költség az adott termék előállítását, értékesítését szolgálja. Mi a helyzet két terméknel? Elvileg ugyanez, csak nehéz meghatározni az egyes termékek által okozott költségeket. Az elmúlt évtizedekben a közvetett költségek növekedésének lehetünk tanúi. Ennek következtében a közvetett költségek súlya jelentősen növekedett. Még olyan tradicionális iparágban, mint a gyógyszeriparban is messze 50% alá csökkent a közvetlenül termékhez rendelhető költségek aránya. Vannak olyan iparágak is, mint például a távközlés, az internetes szolgáltatók stb., ahol a termékkibocsátás és a közvetlen költség között a hagyományos módon nem lehet értelmezni a kapcsolatot, mivel a változó költséghányad elenyésző. Mindez az üzleti folyamatok elemzése, a döntések előkészítése, a kalkulációk terén nehézséget okoz. Ennek következménye egyrészt az, hogy jelentős fejlődésen mentek keresztül a különböző költségszámítási rendszerek, (például megjelent és teret nyert az ún. tevékenység alapú költségszámítás¹¹), amelyek vagy a hagyományos számviteli rendszeren belül, vagy a vállalat információs rendszerében meg-

kísérlik a növekvő közvetett költségeknek a differenciáltabb kezelését, a közvetett költségek és a termékek (vagy szolgáltatások) előállítására közötti ok-okozati kapcsolatnak a feltárását. A másik következmény az, hogy a vezetői döntéshozatal igényeit egyre kevésbé lehet kielégíteni csak a hagyományos számvitel által biztosított információk alapján. Olyan információkra, azok olyan csoportosítására van szükség a különböző döntési szituációkban, amelyek annak ellenére nem állnak rendelkezésre, hogy elvileg a számvitel minden elemi gazdasági eseményt rögzít. Ennek következménye az, hogy egyre inkább szétválak a pénzügyi-adó számvitel és az ún. vezetői számvitel,¹² amelyek kialakulását az elmúlt két évtizedben elsősorban az angolszász vállalati kultúrában lehetett nyomon követni. Látható tehát, hogy a számvitel maga is fejlődik, és saját keretei között törekszik az üzleti döntések szempontjából releváns információk biztosítására. A kérdés csak az, hogy ez a cél maradéktalanul elérhető-e? Nyilvánvalóan nem. A pénzügyi-adó számvitel és a vezetői számvitel igényei, a hozzá kapcsolódó tulajdonosi és szabályozási (pl. kormányzati vagy a hitelezők védelmét szolgáló) célok egyre inkább divergálnak. Ez az ellentmondás nem szabályozási vagy szemléleti hiba, hanem a modern gazdaságok vállalataiban rejlenek: míg korábban a pénzügyi-adó számvitel által biztosított információk legtöbb esetben elégségesek voltak az üzleti döntésekhez, ma már a legtöbb esetben nem elégségesek ahhoz. A hiba csak az lenne, ha ezt a tényt nem vennénk figyelembe: nem lehet csak számviteli információk alapján értékmaximalizáló döntéseket hozni.

A vállalati eredmény meghatározását az is nehezíti, hogy sok esetben az üzleti szempontból hosszabb távú befektetésnek minősülő tételeket számvitelileg folyó költségként számolták el. Tipikusan ilyenek a K+F kiadások, a lízingköltségek, esetleg eszközberletek, de ebbe a kategóriába soroljuk a márkanéveket teremtő marketing-kiadásokat is. Ezeknek a költségeknek az eredményeként sok esetben értékkel bíró, később is mozgósítható vagyon jön létre (érték nélküli, korábban lízingelt eszköz, egy szabadalom, egy piacképes márkanév stb.), s hosszabb távon befolyásolják az eredménytermelő képességet, miközben keletkezésük idején rontják a számvitelben megjelenő eredményt.

Bár a mikroökonómia elméletében mindig jelen volt az ún. normál profit kategóriája, ez érintetlenül hagyta a számviteli elszámolást. A számvitel és a hagyományos kalkulációs módszer nem számol a tőke költségével, pontosabban nem számol a saját tőke költsé-
ségével. Ennek következményeit illusztrálja a követ-

kező példa, amelynek feltételezései igen egyszerűek. „A” és „B” vállalat ugyanazt a tevékenységet, ugyanolyan színvonalon és eredménnyel végzi, csak a finanszírozás tőkeszerkezete más. Meghatároztunk ezen túl néhány teljesítménymutatót: a ROE, a saját tőkére jutó eredményt mutatja, a ROA pedig, az összes eszközre jutó eredményt. Az adatokat az 1. táblázatban foglaltuk össze.

1. táblázat

„A” és „B” vállalat pénzügyi adatai

Vállalat	A	B
Adósság	900	0
Saját tőke	100	1000
Összes tőke	1000	1000
Jövedelem (kamat, adó előtt)	120	120
Kamat (10%)	90	0
Jövedelem	30	120
Adó (20%)	6	24
Adózott eredmény	24	96
Teljesítménymutatók		
ROE	24%	9,6%
ROA	2,4%	9,6%

A ma is szokásosan alkalmazott teljesítménymutatók igen eltérően minősítik a két céget. A saját tőkére jutó adózott eredmény szempontjából az „A” vállalat, az összes eszközre jutó eredmény szempontjából a „B” vállalat a jobb, miközben üzleti szempontból mindkét cég ugyanazt a teljesítményt nyújtotta. A probléma oka a különböző forrásból származó tőke költségének elszámolásában, a saját tőke költségének hiányában keresendő. A probléma nemcsak abban van, hogy eltérő teljesítményszintet mutat a két cég, hanem abban is, hogy például két alternatív projekt értékelésénél a két teljesítménymutató alkalmazása más, ellentétes sorrendet mutathat, éppen a tőkeköltség eltérő számítása miatt. A probléma megoldása nem az, hogy a számvitel „könnyelje el” a saját tőke költségét, hanem az, hogy az üzleti számításokhoz nem lehet csak a számviteli adatokat felhasználni. Az üzleti teljesítmény a példában 120, vagy annak „adózott” értéke, 96 lehet, amit a tényleges hozamvárással (explicit vagy implicit módon megjelenő költséggel) rendelkező tőkéhez kell viszonyítani, ha a tulajdonosi érték szempontjai vezérlik döntésünket. Azért lehet a tényleges hozamnak a 96-ot tekinteni, mivel a tulajdonos oldaláról közelítve a

kamat (példánkban) 20%-át az adómegettakarítás finanszírozza, vagyis az adósság tulajdonosi költsége, vagy más oldalról közelítve az adósság tulajdonosi tőkével történő kiváltásának hozama, a kamat \times (1-adóhányad). Éppen ezért a vállalati teljesítmények (projektek) értékelésénél a finanszírozás előtti adózott eredmény lehet a teljesítménymérés alapja, ha egyébként az eredménykimutatásban nincsenek benne a korábban jelzett csapdák.

A működés eredményének a meghatározása tehát kulcsfontosságú a tulajdonosi érték maximalizálását célzó vállalatvezetés szempontjából. A „vállalati működésből származó hozam helyes számítási módjának megtalálása”¹³ Stern Stewart szerint az USA-ban alkalmazott GAAP-ben 120 lehetséges torzítás kiszűrését igényli. Ezeknek csak egy része származik a korábban jelzett számviteli rendszerproblémákból, másik része az üzleti döntések jövőorientáltságából ered. Az üzleti döntéseknél annyiban lehet a múlt adatain alapuló számviteli eredményszámításokat felhasználni, amennyiben ezekből következtetéseket lehet levonni a jövőre. Míg az aktuális eredmény elszámolásában mindig jelen vannak eseti, nem ismétlődő tételek (pl. árfolyamvesztés, egy vevő csődje, egy elemi kár stb.), addig az üzleti számítás a megismételhető, az adott tevékenységgel kapcsolatos *standard eredménytermelő képességre kíváncsi*. Ez az igény is számos számviteli korrekciót eredményez az üzleti döntések előkészítésénél akkor, ha értékmaximalizáló döntéseket kívánunk hozni, hisz a vállalat értéke a jövőben, a jövőbeni jövedelemtermelő képességében van.

Áttekintve a vállalati eredménykimutatásban rejlő problémákat megállapíthatjuk, hogy a számvitel, részben tőle független okok miatt, csak igen korlátozott módon képes koordináta-rendszerként funkcionálni az üzleti döntéshozatalhoz. Az értékmaximalizáló döntések megalapozásához a számviteli információk részben kiegészítésre, részben korrekcióra szorulnak. Ugyanakkor a vezetésnek számviteli rendszerben nem létező információkkal is számolnia kell, ezek közül külön kiemelendő a működéshez szükséges tőke költségének kezelése. Felvetődhet a kérdés, hogy lehetséges-e a számvitel pontosságának megfelelő információkat előállítani az üzleti döntéshozatalhoz? Nyilvánvalóan nem, a jövőre vonatkozó várakozások, a jövő bizonytalansága mindenképpen feltételezi a jövőre vonatkozó becslést is, s a jövő magában rejt a kockázatot. Biztos azonban az, hogy jobban kezelhetők ezek a kockázatok akkor, ha tudjuk, hogy mitől van, volt, s

lesz eredménye a vállalatnak. A vállalati érték szemlélettel rendelkező vezetésnek éppen ezért kell kezelnie a számviteli információkban rejlő csapdákat, éppen ezért kell egy módosított koordináta-rendszert alkotnia a döntési alternatívák mérlegeléséhez, a teljesítményorientált döntéshozatalhoz.

A mérleg néhány problémája

A vállalati értékmaximalizálásnak, a teljesítmény mérésének másik problematikus területe a működéshez szükséges tőke értékelése, majd később a tőke költségének becslése. A befektetett tőke számviteli megjelenítése a mérlegben történik. Hasonlóan az eredménykimutatáshoz, a mérlegtételekben is megjelennek problémás értékek. Ezek jó része az eredménykimutatásnál már jelzett tételekből, a konzervatív értékelésből, a bekerülési költség szemléletből, az amortizációs politikából, az inflációs hatások számviteli tükrözésének hiányából ered, vagy másik részük a folyó költségként elszámolt, nem tőkésített befektetésekből származik.

A mérlegtételek relatív torzítása, akkor bír jelentőséggel, ha ezek alapján akarunk vállalati teljesítményszinteket mérni, vagy különböző vállalatokat összehasonlítani. Az ilyen típusú pénzügyi, technikai elemzés igen elterjedt, maguk a vállalatok is gyakran használják ezeket az üzleti jelentésben, kiegészítő mellékletekben vagy a kontrolling beszámolóknak. Ezek képezik a banki hitelezői minősítéseknek is az alapját. A jelzett, az eszközoldalon megjelenő, értékelési problémák következtében nyilvánvaló az, hogy ezeknek a pénzügyi technikai elemzéseknek a közgazdasági tartalma, így értéke is megkérdőjelezhető. A vállalati teljesítménynek a pénzügyi kimutatásokból számított pénzügyi mutatókkal történő jellemzése még akkor is félrevezető lehet, ha a különböző évek pénzügyi kimutatásai alapján a vállalatot önmagához mérjük, pl. a környezeti feltételek vagy a számviteli szabályozás, a számviteli politika változása miatt. Ugyanez a probléma a belső kontrolling beszámolókkal, ha azok alapvetően a pénzügyi számvitel alapkategóriáin alapulnak. Így egy időben javulónak mutatózó teljesítmény, vagy egy 100%-ban teljesített terv is lehet értékromboló a tulajdonos szempontjából. Természetesen ez nem jelenti azt, hogy ezekre nincs szükség. Szükség van belső elemzésekre, a kontrolling kimutatásaira, csak ezeket a helyükön kell kezelni, kialakításuknál számolni kell korlátaikkal is.

A vállalati érték maximalizálása szempontjából a mérleg eszközoldalának értékelése, csak kis részben forrása a mérleggel kapcsolatos problémáknak. Ettől elsősorban a parciális teljesítménymutatók (eszközhatékonyság, termékjöveldelmezőség stb.) számítása válik nehezzé. Sokkal nagyobb gond a *vállalatba fektetett tőke nagyságának* meghatározása. E nélkül ugyanis nem lehet a tőkeköltséget, végső soron a vállalati értékváltozást, mérni.

A vállalatba fektetett tőkét tulajdonosi oldalról közelítve két problémával találkozunk. Az első probléma a vállalkozásba *fektetett tőke nagyságának* meghatározása. A kérdés úgy is feltehető, hogy a tulajdonosi értékalakulás szempontjából a mérlegben szereplő minden eszközt, illetve forrást számításba kell-e venni? A lehetséges különbséget érzékelteti a 2. ábra.

Racionális vállalati gazdálkodás mellett természetesen szüksége van a vállalatnak az összes eszközére, s valamilyen módon arra forrásokat is kell találni. Ugyanakkor különbség van a különböző források között. A számviteli kimutatásban szereplő források között a lényeges különbség az, hogy *az adott forrás hozamelvárással rendelkezik-e*, vagy nem? *A folyó források* (pl. szállítók, egyéb kötelezettségek stb.) *nem rendelkeznek hozamkövetelménnyel*. Pontosabban az a helyzet, hogy pl. szállító ára nem független a fizetési feltételektől. Ezért lényegében a szállító állományban benne van a halasztott fizetésnek a kamatköltsége. Természetesen egy vállalkozás számára az a jó, ha ez a folyó forrás (egyébként változatlan feltételek, például beszerzési árak mellett) a lehető legnagyobb. Ezt a

2. ábra

Számviteli mérlegstruktúra

Forgó-eszközök	Folyó források
Befektetett eszközök	Hosszú lejáratú hitel
	Saját tőke

Üzleti mérlegstruktúra

Teljesítménymérés	Működő tőke	Hosszú lejáratú hitel	Befektetett tőke
	Befektetett eszközök	Saját tőke	

törekvést jól lehet érzékelni Magyarországon is a nagy, erős piaci pozícióval rendelkező kereskedelmi láncok esetében, ahol könnyen előfordulhat, hogy a szállítóknak csak jóval az után kell fizetni, hogy a beszállított árut az áruházzal készpénzért már eladta. Nyilvánvaló a tulajdonosnak vagy a bankoknak annyival kell kevesebb forrást biztosítani, amennyivel nagyobb a folyamatosan rendelkezésre álló külön hozamelvárással nem rendelkező forrás. Ez azt is eredményezheti, hogy értékesebb lesz a vállalat, ha ugyanazt a forgalmat (adott beszerzési ár mellett) kisebb befektetett tőkelekötésével éri el, akkor ugyanis nagyobb lesz a vállalat értéke.

A 2. ábrából az is látható, hogy *hozamelvárással a hosszú lejáratú hitelek¹⁴ és a saját tőke rendelkeznek*. Amikor tehát a vállalkozásba fektetett tőkéről van szó, akkor első közelítésben a hozamelvárással rendelkező saját tőkét és a kamatköteles adósságot kell értenünk. Ebből következően a teljesítménymérésben, a különböző alternatívák mérlegelésében is ezt kell számításba vennünk. Az egyszerűség kedvéért nézzünk erre is egy olyan példát, amely egyben jól illusztrálja azt is, hogy a legtöbb vállalati döntés befolyásolja a vállalat értékét.

Példa: a cég havonta tíz tonnát használ fel egy alapanyagból, amelynek beszerzési ára 1 200 000 Ft/tonna. Egyszerűség kedvéért feltételezzük, hogy a szállítónak azonnal kell fizetnie. A szállítás tartálykocsikban történik, amelyek kapacitása maximum húsz tonna. A szállítási költség tíz tonnánál 200 000 Ft, húsz tonnánál 300 000 Ft. Kérdés az, hogy értékmaximalizáló módon működő vállalat esetében melyik szállítási módra kell hosszú távú szerződést kötni? Mennyi az a többletérték, amit a jó döntés eredményez a vállalat értékében?

A kérdés megválaszolásához egyrészt meg kell határozni a döntésnek az eredményre gyakorolt hatását, másrészt meg kell határozni a tőkelekötés, a finanszírozást igénylő befektetett tőkének a változását.

Tíz tonna alapanyag beszerzési ára 12 200 000 Ft = (10 x 1 200 000 + 200 000). Vagyis 1 220 000 Ft/tonna.

Húsz tonna alapanyag beszerzési ára 24 300 000 ezer Ft, azaz 1 215 000 Ft/tonna.

Ez azt jelenti, hogy éves szinten az adó és finanszírozás előtti eredménytöbblet húsz tonnás szállítási tételeket és 120 tonna felhasználást figyelembe véve 600 000 Ft (120 x 5000).

A tőkelekötés is jelentősen változik. Tíz tonnás szállítási volumeneknél optimális esetben a havi átlá-

gos készlet öt tonna (a hó első napján tíz tonna, az utolsó napján 0 tonna). Ennek az átlagos tőkelekötése 6 100 000 Ft.

A húsz tonnás szállítási volumeneknél a felhasználás ideje kétszer akkora, aminek következtében az átlagos készletérték tíz tonna lesz. Ennek az értéke 12 150 000 Ft, vagyis a második alternatíva pótlólagos tőkelekötése 6 050 000 Ft¹⁵.

Összességében az éves szintű 600 000 Ft többleteredményt kell összevetnünk az átlagos tőkelekötés 6050 ezer forintos növekedésével. A válaszhoz ismernünk kell a tőkeköltését¹⁶. 12%-os átlagos tőkeköltéssel számolva, és eltekintve az adóktól, a pótlólagos tőkelekötés költsége $6050 \times 0,12 = 726\,000$ Ft, ami 126 ezer forinttal nagyobb, mint a 600 000 Ft forint többleteredmény. Ebből következően ránézésre el lehet dönteni, a tíz tonnás szállítási egységeket kell választani, ha azt akarjuk, hogy értékeesebb legyen vállalatunk. Bonyolultabb esetben, és itt is, meghatározható az is, hogy a nagyobb szállítási volumen változása mennyiben rontaná a vállalat értékét. Ehhez meg kell határoznunk azt, hogy milyen időtávon jelentkezik a hozamkülönbség. Feltételezhetjük, hogy tartósan működik vállalatunk, s a mai döntésünk végérvényes. (Elvileg lehetne egy három éves szerződés is, de nézzük a másik szélsőséget.) A döntés cash flow hatását a 2. táblázat tartalmazza

A projekt jelenértékét megkaphatjuk, ha a jövőbeni szabad cash flow-kat diszkontáljuk a 12%-os tőkeköltéssel. Itt az állandó 600 ezer forintos pénzáramlás jelenértékét örökjáradékként (CF/tőkeköltés) meghatározhatjuk, ami $600/0,12 = 5\,000\,000$ Ft forint lesz, aminek következtében, a nagyobb tételekben történő szállítás $(5000-6050) = -10\,500\,000$ Ft-tal kisebb vállalati értékhez vezet, annak ellenére, hogy a vállalat a számviteli nyereséggel mérve eredményesebb lesz.¹⁷

A vállalati döntésekben fontos tehát a vállalkozásba fektetett tőke kezelése, költségének számításba vétele. A fenti példánk azonban csak a vállalkozásba fektetett tőke mérlegből történő meghatározásának egyik olda-

2. táblázat

A döntés cash flow hatása

Évek	0	1	2	N=∞
Működési CF	0	600	600	600	600
Befektetési CF	-				
	6050				
Szabad CF (E Ft)	-				
	6050	600	600	600	600

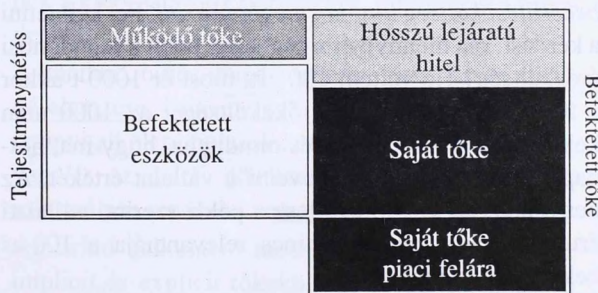
lát mutatatta be. Kétségtelen az, hogy ez a közelítés alkalmas arra, hogy az új projekteket pótlólagos befektetések figyelembevételével értékeljük. A vállalat teljesítményszintjének értékelése azonban további problémát vet fel a mérleggel kapcsolatban.

A mérlegnek nemcsak az eszközoldalal vannak értékelési problémái, hanem a saját tőke és a hitelek esetében is felmerülhetnek értékelési problémák: alapvetően az a jellemző, hogy mindkettőt bekerülési értéken veszik számba a mérlegben. Bár az eszközoldalról kiindulva lehetséges ún. értékelési tartalékot képezni egyes eszközök (pl. ingatlanok) után, továbbá lehetséges pl. a devizahitelek ártértékelése, azok aktuális értékre hozása, a saját tőke könyv szerinti értéke és piaci értéke között jelentős eltérések maradhatnak fenn¹⁸. A vállalat tulajdonosi értéke jelentősen meghaladhatja a könyvekben szereplő saját tőke értéket. A problémát illusztrálja a 3. ábra.

A tulajdonosok székéből szemlélve gondoljuk át a következőket. Veszünk egy 1000 forint névértékű részvényt 3000 forintért. A társaság mérlegében az 1000 forint névértékű részvényre jutó saját tőke 2000 forint. Tulajdonosként mikor leszünk elégedettek? Akkor, ha a menedzsment a 2000 forintos mérleg szerinti saját tőke alapján tervezi a 15% hozamot, vagy a 3000 forintos saját részvényre vetítve? Nyilván a részvények ára alapján legalább olyan hozamot akarunk elérni,

3. ábra

Tulajdonosi mérlegstruktúra I.



amennyit a piacon a hasonló kockázatú alternatív befektetésekkel el lehet érni. Arról a hozamról mondunk le, az a befektetett tőkének az „implicit költsége”. Vagyis egy működő vállalkozásnak az értéke, ezen belül a tulajdonosi érdekeltiség értéke eltér a könyv szerinti értéktől. Lehet kevesebb és több is annál. A tulajdonosi hozamelvárás a teljes befektetett tőkére vonatkozik. Ez a befektetett tőke nem lehet más, mint a cég piaci értéke, az az érték, ami a 3. ábra jobb oldalán megjelenik. Ennek következménye az, hogy a vállalati teljesítménymérést nem lehet megoldani a ténylegesen befektetett tőke figyelembevétele nélkül.

A saját tőke értéke (a cég kapitalizációja) a tőzsdei cégek esetében objektív, piaci alapokon nyugszik. A legtöbb esetben ez csak becsléssel határozható meg, így bizonytalan az érték. Ez azonban nem jelenti azt, hogy ezzel a többlettel, a piaci és a könyv szerinti érték különbségét nem kell figyelembe venni a vállalati teljesítmények mérésénél, a döntési kritériumok meghatározásánál. Korábbi példánkban láttuk, hogy a tőkestruktúra befolyásolhatja a projektek közötti sorrendet, ugyanez igaz a saját tőke és az adósság helytelen figyelembevételére: más lesz a vállalati átlagos tőkeköltség annak függvényében, hogy a saját tőkeköltséget a saját tőke könyv szerinti, vagy piaci értékét vesszük figyelembe. Az eltérő tőkeköltség viszont ugyanazon döntési alternatívák között más sorrendet állíthat fel, vagyis rossz tőkeköltség-számítás a rosszabb alternatíva választásához, alacsonyabb vállalati értékhez, esetleg értékromboláshoz vezethet.

A tapasztalatok szerint sokszor gond van a tulajdonosi értékszempellel részben azért mert hiányzik a tulajdonos, és/vagy a menedzsment oldaláról, részben azért, mert helytelenül értelmezik. Jó példa erre a következő: olcsón vettem (a tulajdonos olcsón vette) a céget. A vételár után a realizált eredmény, a termelt szabad pénzeszköz igen jó hozamnak felel meg. Ez a logika jó lehet közvetlenül a vásárlás után, bár itt is felmerülhet az, hogy a realizált eredmény a maximum volt-e. *A tartós működésnél azonban a tulajdonosi tőke költségét sem lehet a számvitel által is alkalmazott bekerülési költség alapján meghatározni.* Fel kell tenni a kérdést: ma mennyit ér a cég, ezen belül a tulajdonosi érdekeltiség? Ha vettem 100-ért, most ér 1000-t akkor a hozamkövetelményt, a tőkeköltséget az 1000 után kell meghatározni. A kérdés mindig az, hogy ma, holnap mennyivel akarom növelni a vállalat értékét. Az nem siker, ha jövőre 990 lesz a példa szerinti vállalati érték, ugyanis ma már nincs relevanciája a 100-as bekerülési értéknek.

A mérlegképletek elemzésével, a befektetett tőke értékének meghatározásával segítséget kaphatunk ahhoz, hogy a vállalat egészének szintjén kalkulálni tudjunk a tőke költségével, ezáltal értékelhetjük a vállalat teljesítményét. Minden olyan vállalat, amely megtermeli a tőkeköltségét, teljesítette a minimális elvárást, a tulajdonosok nem veszítenek. Ez a közelítés, mint láttuk, arra is kielégítő, hogy egy-egy új projektet, a különböző döntési alternatívákat mérlegeljünk. A nagy kérdés ezek után az, hogy ez a mérlegelési, elemzési mód csak a vállalat egészének szintjén alkalmazható és értelmezhető, vagy ki lehet alakítani egy

olyan módszertant, amelynek segítségével a vállalaton belül, az egyes divíziók, funkcionális szervezeti egységek döntéseiknél szintén a tulajdonosi értéknövelés szempontjai alapján döntenek?

A kérdés megválaszolásához ki kell egészítenünk a 3. ábrát ahol azt látjuk, hogy a forrásoldal, a befektetett tőke értéke nagyobb, mint az eszközök értéke. Ez gondot okoz a teljesítménymérésben is. A 4. ábra tartalmazza ezt a kiegészítést.

Az eszközoldali kiegészítést virtuális eszközöknek neveztük, utalva ezzel arra, hogy ezek csak részben, vagy egyáltalán nem materializálhatók. Közös tulajdonságuk, hogy hozzájárulnak a reálszféra azon sajátosságához¹⁹, hogy a vállalat több értéket képes termelni, mint a vállalatba történő befektetés, vagyis képes pozitív nettó jelenértékű befektetések megvalósítására. Ennek tartalma az, hogy a *vállalat a tőkeköltsége fölötti hozamot képes elérni.* Ha ez a többlet tar-

4. ábra

Tulajdonosi mérlegstruktúra II.

	Működő tőke	Hosszú lejáratú hitel	
Teljesítménymérés	Befektetett eszközök	Saját tőke	Befektetett tőke
	Virtuális tőke (K+F, marketing, szakértelm, tapasztalatok, vevőlista, referenciák...)	Saját tőke piaci felára	

tós, akkor a *vállalat értéke nagyobb, mint az eredeti befektetés értéke.* Amikor tehát értékmaximalizálásról beszélünk, akkor a cél nem a tőkeköltségnek megfelelő hozam elérése, hanem olyan nagyobb eredményé, ami növeli a vállalati értéket. A többletérték forrását számviteli szabályok szerint, de az üzleti számítások kevéssé szigorú igénye szerint is nehéz számba venni, az eszközök közzé besorolni. Egy részük, például márkanévek, szabadalmak, technológiai megoldások sok esetben piacképesek, így értékkel bírnak. Elvileg az eszközök számviteli és piaci értéke közötti különbség is számszerűsíthető. Normál esetben azonban ezek tökéletes számszerűsítése után is marad egy misztikusnak tűnő többlet. Ez a többlet sok speciális tényezőtől függ: a tapasztalatoktól, a dolgozók szaktudásától, a vállalati kultúrától, a hírnévtől, a referenciáktól, a földrajzi elhelyezkedéstől, a fogyasztói hűségétől, a menedzsmenttől stb. Óvni kell mindenkit attól, hogy ezeket a többleteket – az estleges

számveteli torzítások korrekcióján túl – el akarja könyvelni. A vállalat a tulajdonosi értékteremtés szempontjából nagyrészt megmarad „fekete doboznak”. Nem lehet generális szabályokat alkotni a vállalati értékteremtési folyamat mérésére, eredményének számbavételére. A részek mérésének, számbavételének nehézsége, hiánya nem kérdőjelezi meg e parciális tényezők létezését, s azt, hogy a végén a vállalat értékében e tényezők hatása jelenik meg.

Az elvi tisztázás után is marad a kérdés, lehet-e operacionalizálni a vállalati belső működési, döntési mechanizmusokban a tulajdonosi értékmaximalizálás célját, vagy az marad a vállalat, a felső menedzsment szintjén. A vállalati működés erőforrás-gazdálkodást is jelent. Az erőforrások eszközoldalon helyezkednek el, s tudjuk, hogy ezek együtt normál esetben sokkal nagyobb értéket képviselnek. Ugyanakkor ezt a többletet nem tudjuk erőforrásokhoz rendelni, ezért mechanikusan azt lehetne mondani az eszközök, az erőforrások használatához kapcsolódóan annival nagyobb költséget, hozamkövetelményt kell meghatározni, amennyivel nagyobb a vállalati érték az eszközök könyv szerinti értékénél. Ez átlagban igaz kell, hogy legyen, mégis nyilvánvalóan rossz a megoldás. „Hajózni kell”, ezért ha nincs objektíve jó megoldás, csak kompromisszumokkal oldhatjuk meg a feladatot.

Célszerű a problémát a másik oldalról megközelíteni és azt vizsgálni, hogy konkrétan az adott vállalat vonatkozásában melyek a vállalati értékalkulás kulcs-tényezői. Kulcs-tényezőnek (ún. value drivernek) azt kell tekintenünk, amelynek változtatása a legnagyobb változást okozza a vállalati értékben. Egy vállalat esetében – a korábban Rappaporttól idézett makro értékteremtő tényezőkön túl is – nagyon sok value driver jelenléte lehetséges. Ugyanakkor ez mindig különbözik is az egyes vállalatoknál. Ezeknek a value drivereknek egy része kötődik a gazdálkodás belső erőforrásaihoz, az eszközökhöz is. A legfontosabbak megtalálása adott vállalat esetében relatíve könnyebb. Például egy jól felépített üzleti terv költségeinek, erőforrás-igényeinek az elemzése, kis-mértékű változtatásuk és a vállalati jövedelem (szabad cash flow), vagyis a vállalati érték változása közötti kapcsolat könnyen feltárható. Ez alapján felrajzolható a *vállalati értékteremtő kulcs-tényezők* térképe, kiválaszthatók a külön kezelendő, külön figyelmet érdemlő tényezők. Ezekhez (és közöttük az erőforrásokhoz) hozzárendelhetők azok a – lehet, hogy parciális, vagy naturális és értékadatok hányadosaként meghatározott – *teljesítményszintek, döntési kritériumok, amelyek alkalmazása a vállalati érték növeléséhez vezet*. Ezzel a vállalati

többletérték felosztásának a kockázatát elkerülve, egy olyan módszerhez jutunk, amellyel elkerülhetjük a számveteli információkban rejlő csapdákat, bár becsléssel, közelítő módszerek alkalmazásával, de alkalmazásra kerülhet egy olyan mércerendszer, amely kontrollálja – irányítja és ellenőrzése alatt tartja – a vállalati értékteremtés folyamatát.

Lehet-e értékmaximáló vezetési módszereket alkalmazni?

Ez elsősorban szemlélet kérdése, a felmerülő problémák megközelítési módját, a döntési alternatívák mérlegelésének módszerét jelenti. Alkalmazása feltételezi mély ismeretek meglétét a konkrét vállalatról, valamint az ismeretek megfelelő rendszerbe állítását. A szemléleten túl megfogalmazható néhány egyéb olyan feltétel, követelmény is, amelynek teljesítése szükséges az értékmaximalizáló vállalati működéshez. Mintegy összefoglalva az eddigieket, ezek közül a feltételek közül a legfontosabbak a következők:

- A költséggazdálkodás stratégiájának kialakítása, a költségek, ráfordítások és kibocsátás közötti ok-okozati kapcsolatot tükröző költségelszámolási rendszer kialakítása, a szemléletű költségelosztás helyett.
- A közvetett költségek differenciált kezelése, a legfontosabb tevékenységekhez kapcsolódó költséggyűjtők alkalmazása, majd ezeknek a költségeknek a kibocsátáshoz (termékhez, vevőhöz stb.) rendelése.
- A standard, tartós jövedelemtermelő-képesség állandó elemzése, ismerete és folyamatos fenntartása. A számveteli elszámolások korrekciója az elemzésben, vagy/és az üzleti döntések igényeinek megfelelő információs rendszer, vezetői számvetel kialakítása.
- Az üzleti kalkuláció módszereinek fejlesztése, az implicit és explicit tőkeköltség beépítése az üzleti kalkulációba.
- Új projektek, döntési alternatívák döntés előkészítése és vizsgálata, a folyóköltségek és a tőkelekötés egyidejű figyelembevétele mellett.
- A kritikus vállalati értékteremtő tényezők (value driverek) meghatározása, ezekre teljesítménymutatók meghatározása, ezek beépítése a vállalat kontrolling-és érdekeltségi rendszerébe.
- Határozzuk meg saját cégünkre a tulajdonosi tőke költségét akár nemzetközi összehasonlítással, akár statisztikai módszerrel, a specifikus, vállalatunkra vonatkozó kockázatok figyelembevételével!

Így, szeletekre bontva nem is túl bonyolult a feladat, különösen akkor, ha nem mindig törekszünk a patikamérleg pontosságára, hanem bátran támaszkodunk becslésekre, előrejelzésekre. A versenytársunknak sincs több információja. Kétségtelen az, hogy a szemléletet, a módszerek gyakorlati alkalmazását tanulni és gyakorolni kell, éppen azért, hogy holnap értékesebb legyen vállalatunk.

Felhasznált irodalom

- Al Ehbar (2000): EVA – A gazdasági hozzáadott érték. Panem, Budapest
- Black – Wright – Bacham – Davies (1999): Részvényesi érték, az értékközpontú vállalatirányítás. KJK – PWC, Budapest
- Brealey – Myers (1992): Modern vállalati pénzügyek. Panem, Budapest
- Chikán – Czákó – Zoltayné (2002): Vállalati versenyképesség a globalizálódó magyar gazdaságban. Akadémiai Kiadó, Budapest
- Copeland – Koller – Murrin (1999): Vállalatértékelés. Panem, Budapest
- Juhász Péter (2004): Iránytű nélkül. Vezetéstudomány, 7-8. sz.
- Kaplan – Norton (1998): Balanced score card. (KJK – IFUA, Budapest
- Kaplan – Atkinson (2002): Vezetői üzleti gazdaságtan. Panem-Business Kft., Budapest
- Rappaport (2002): A tulajdonosi érték. Alinea, Budapest
- Siegel (2002): Stocks for the long run. McGraw-Hill, New York
- Stewart (1990): The Quest for value. Harper Business, London

Lábjegyzetek

- 1 Lásd erről Chikán – Czákó – Zoltayné: Vállalati versenyképesség a globalizálódó magyar gazdaságban c. megjelent kutatási összefoglalóját.
- 2 E témakörben számos nemzetközileg is jegyzett szerző publikációja magyarul is megjelent. Pl. Rappaport: A tulajdonosi érték, vagy Black – Wright és társai: Részvényesi érték, az értékközpontú vállalatirányítás.
- 3 Pl. Stewart: The Quest for value, vagy Kaplan – Norton: Balanced Score Card, illetve Copeland – Koller – Murrin: Vállalatértékelés c. könyveit, hogy csak a legjellemzőbbeket említsük.
- 4 A vállalati érték meghatározásáról részletesen. Lásd: Copeland – Koller – Murrin: (5)
- 5 Rappaport: (6) (72. old)
- 6 Egy vállalat értékének változását számos külső tőkepiacon keresztül ható tényező is okozhatja. Az ún. tőkepiaci – nem diverzifikálható – kockázat változásának eredményeként, akár azonos fundamentális alapokkal, más értéket fog képviselni ugyanaz a vállalat, különböző időpontokban. Ezt a piaci kockázatot a piacra lépéssel a befektető, tulajdonos automatikusan felvállalja. Az ezen okból bekövetkező árfolyamváltozás nem eredménye, vagy nem okozott kára a vállalatvezetésnek. Hosszú távon a vezetés a fundamentális alapokkal, a működéssel tudja befolyásolni a vállalat értékét. Persze közvetetten ebben a tőkepiaci elvárásokhoz, a környezeti feltételekhez való alkalmazkodás is benne van. Jelen tanulmányban csak az érték-változás fundamentális alapjairól, annak vezetői döntésekkel

- történi befolyásolási lehetőségeiről lesz szó. Hosszú távú tőkepiaci hozamokról lásd pl. Siegel (7). könyvét.
- 7 Erre szemléletes példa lehet egy nagykereskedelmi cég stratégiai alternatíváinak vizsgálatára – egy vállalati tanácsadás keretében – készített modellünk. Itt a csökkenő árrés mellett növekvő piaci részesedés annak ellenére vezetett a vállalati érték csökkenéséhez, hogy az eredmény növekedett. Konkrétan az eredmény-növekedés nem volt elég a növekvő forgalomhoz kapcsolódó növekvő forgatóke lekötés tőkeelköltésének fedezetére.
 - 8 Black – Wright. (4) 65. o.
 - 9 A téma megérné egy külön tanulmányt. Ez is része a tulajdonosi magatartás problémáinak. Mindkét szélsőséges (rossz!) magatartásra van példa: „Én (mint büszke magyar vállalkozó) még soha nem vettem fel hitelt, mindent saját erőből értem el!”-vagyis nem használta ki az adósság által biztosított tulajdonosi érték-növelési lehetőségét. De akad példa a túlhajszolt növekedéssel, ezért a túlzott adóssággal küszködő – nem egyszer csődbe ment vállalkozásokra is, ahol az esetlegesen elhibázott stratégia mellett, az a tulajdonosi magatartás is okozhatta a csődöt, mely szerint „nem engedek be a társaságba senkit”, ez az én „váram”!
 - 10 A számviteli szabályozásban, illetve azok konkrét alkalmazásában lévő különbségek nemcsak nemzetközileg, de még egy országon belül is igen nehezzé teszik a vállalatok teljesítményének összehasonlítását. Lásd erről részletesebben Copeland és szerzőtársai (5) könyvének 13. fejezetét.
 - 11 A tevékenység-alapú költség-számításról lásd részletesebben Kaplan – Atkinson. (8) 4. fej.
 - 12 Sajnálatos módon a hazai szaknyelvben, talán a management accounting rossz tükörfordítása miatt, a vezetői számvitelt inkább kapcsolják a számvitelhez, mint annak valóságos tartalmához egy olyan, a vezetői döntéshozatalt segítő információs rendszerhez, amelyben nemcsak számviteli, és nemcsak a múltra vonatkozó információk állnak rendelkezésre, hanem minden olyan műszaki, gazdasági információ, amely a jövőre vonatkozó döntéshozatalt is segíti.
 - 13 Stern előszava Al Ehbar: könyvében (9) 8. o.
 - 14 A hosszú lejáratú hitel helyett pontosabb lenne a kamatköteles adósság, amelybe a kötvények is beletartoznak, de ezek jelenlétére ma még Magyarországon elenyésző. Külön probléma azoknak a rövid lejáratú forgóeszköz-hiteleknek a kezelése, amelyek közgazdaságilag tartósan minősíthetők, annak ellenére, hogy részben a gazdasági környezet, részben pedig a pénzügyi rendszer fejletlensége miatt ezeket a bankrendszer még ma is gyakran éven belüli lejáratú hitelként nyújtja. Üzleti szempontból ezek hosszú lejáratúak, mivel sokszor már a folyósítás pillanatában is nyilvánvaló mindenkinek, hogy ezek a rövid hitelek a vállalatnál tartós finanszírozási források.
 - 15 Ez a különbség számviteli szabályok szerint lehet 6 000 000 Ft is, annak függvényében, hogy hazai, vagy import az anyag, illetve saját fuvarszókkal, vagy külső szállítványozóval szállítottak. A pénzmozgások szempontjából a 6 050 000 Ft a helyes érték.
 - 16 A pótlólagos tőkeelköltés elméletileg az új források megszerzésének határköltségét jelentik, s elvileg minden projektet saját kockázata alapján kell megítélni. A gyakorlatban egy adott üzlethez kapcsolódó különböző megoldások összehasonlításánál sokszor a vállalati (vagy az adott divízió) átlagos tőkeelköltésével szoktak számolni. Ez a tőkeelköltés részben a kockázatmentes állampapírok hozamától (általában tíz éves állampapír-hozamokból szoktak kiindulni) és a tőkepiaci felártól függ, amelyet a cégre vonatkozó külön kockázati tényezőkkel kell módosítani. A tőkeelköltés meghatározásának problémáiról lásd részletesebben Brealey – Myers: (10).
 - 17 Érdemes lehet a példa kapcsán a korábban jelzett folyó források szerepén elgondolkozni. Ha azt el tudja érni a vevő, hogy a nagyobb szállítási egységeikért cserében a szállító vállalon 30 napos fizetési határidőt az azonnali fizetés helyett, akkor már

egyértelműen a nagyobb szállítási volument kell választani. Ez esetben ugyanis – hasonló logikával számolva – a nagyobb szállítási egység és a halasztott fizetés miatt ez a döntés megnöveli a vállalati értéket: a pótlólagos tőkelekötés nem nő, hanem 25 ezer forinttal csökken és megmarad a 5000 forint örökjáradék érték, vagyis a döntés 5025 millió forinttal növeli a vállalat értékét.

¹⁸ Az eltérés okairól, mértékéről lásd Juhász Péter: Iránytű nélkül c. cikkét jelen számban.

¹⁹ Ellentétben a reálszférával a pénzügyi szférában csak úgy lehet többletértéket elérni, ha más szereplő ugyanannyit veszít. Tehát a pénzügyi szféra többleteredményénél a szereplők között vagyonszociális csoportosítás megy végbe, ellentétben a reálszférával, ahol a többlet tőkéletes piac mellett is létezik, forrása a jövőbeni jövedelem.

A Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem neve és logója 2004. szeptember 1-vel megváltozik. Az egyetem új neve:
Budapesti Corvinus Egyetem



NÉVTÖRTÉNET

- ⇒ 1920-ban állították fel a Királyi Magyar Tudományegyetemi Közgazdaságtudományi Kart, amely az egyetem szervezetétől független, önálló szervezetben működött.
- ⇒ Az 1948. évi LVII. törvénnyel hozták létre önálló universitasként a Magyar Közgazdaságtudományi Egyetemet.
- ⇒ 1953-ban a Marx Károly Közgazdaságtudományi Egyetem nevet vette fel.
- ⇒ 1990-től Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem-re változtatták a nevét.
- ⇒ 2000. január 1-jétől a felsőoktatási integráció eredményeként jött létre a Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem.
- ⇒ 2004. szeptember 1-jétől a Szent István Egyetemből kivált Budai Karokkal hét karúvá bővült intézmény a *Budapesti Corvinus Egyetem* nevet veszi fel.