

**Budapesti CORVINUS Egyetem**

**AZ ÉRTÉKKÖZPONTÚ VÁLLALATVEZETÉST  
SZOLGÁLÓ  
TELJESÍTMÉNYMÉRÉSI RENDSZER**

**Ph.D. értekezés**

**Kazainé Ónodi Annamária**

**Budapest, 2008**

**Budapesti CORVINUS Egyetem**

**Üzleti Gazdaságtan Tanszék**

**Témavezető: Dr. Reszegi László**

### ***Köszönetnyilvánítás:***

Ezúton szeretnék köszönetet mondani mindazért a sok-sok segítségért, melyet kaptam témavezetőmtől, kollegáimtól és családomtól. Disszertációm végső formáját nagymértékben befolyásolták témavezetőm, Reszegi László folyamatos instrukciói és kritikus megjegyzései. Köszönet érte! Köszönet tanszékvezetőmnek Czákó Erzsébetnek és kollegáimnak a visszajelzéseket, folyamatos segítséget, támogatást! Mindenkit felsorolni nagyon nehéz lenne, akik hozzájárultak disszertációm elkészítéséhez, ennek ellenére szeretném külön is megköszönni Juhász Péternek, Könczöl Erzsébetnek, és Wimmer Ágnesnek dolgozatom véleményezését, és értékes tanácsaikat. Köszönet a Versenyképességi Kutatóközpontnak, akik rendelkezésre bocsátják a kutatásom alapját képező Versenyképességi kutatások adatbázisait.

Végül, de nem utolsó sorban szeretnék köszönet mondani családomnak, akik kitartottak, támogattak, és elviselték a doktori disszertáció írás negatív hatásait.

# Tartalomjegyzék

<i>Bevezetés</i> .....	6
<b>1. Értékközpontú vezetés</b> .....	9
1.1. Az értékközpontú vezetéssel kapcsolatos legfontosabb érték kategóriák .....	9
1.2. Az értékközpontú vezetés elméleti háttere: a tulajdonosiérték-szemlélet.....	11
1.3. Tulajdonosiérték-szemlélet társadalmi hatása .....	13
1.4. Értékközpontú vezetés elemei .....	17
<b>2. Értékközpontú vezetést szolgáló teljesítménymérési rendszer</b> .....	22
2.1. Vállalati teljesítménymérés alapfogalmak .....	22
2.2. Teljesítménymérés szerepe az értékközpontú vezetésben, kutatási terület lehatárolása .....	23
2.3. Teljesítménymérés fejlődése, történeti kitekintés.....	26
2.3.1. Teljesítménymérés az 1980-as évekig, a hagyományos számviteli mutatókon alapuló teljesítménymérés problémái .....	26
2.3.2. A teljesítménymérés fejlődésének kiemelt állomásai az értékközpontú vállalatvezetés nézőpontjából az 1980-as évektől.....	33
Releváns költséginformációk .....	33
Stratégiai szemlélet a teljesítménymérésben .....	38
Eszmei javak, nem pénzügyi értékteremtő tényezők előtérbe kerülése .....	41
2.4. Az értékvezérelt teljesítménymérés alapelvei .....	44
2.5. Vállalat belső értékét kifejező mutatók .....	48
2.5.1. Maradványjellegű mutatók.....	48
2.5.1.1. EVA számítás kérdései.....	49
EVA mint rendszer .....	60
2.5.1.2. Növekedés, gazdasági profit, ROIC .....	61
2.5.1.3. EVA továbbfejlesztett változata: REVA.....	63
2.5.2. Cash flow alapú mutatók.....	64
2.5.2.1. Befektetés arányos cash flow megtérülés (CFROI) .....	64
2.5.2.2. Maradvány jellegű cash flow mutatók .....	66
2.5.2.3. Hozzáadott tulajdonosi érték (SVA) .....	67
2.6. Realizált tulajdonosi hozamot kifejező mutatók (piaci értékmérők) .....	68
2.6.1. Teljes tulajdonosi megtérülés (TSR, RTSR).....	68
2.6.2. Piaci hozzáadott érték mutató (MVA).....	69
2.7. Értékteremtő tényezők.....	73
<b>3. A magyar szakirodalom áttekintése</b> .....	78
<b>4. Nemzetközi és hazai kutatási eredmények</b> .....	86
4.1. Nemzetközi teljesítménymérési kutatások az értékközpontú vezetés szemszögéből .....	86
4.2. Hazai kutatási eredmények .....	97

<b>5. Empirikus kutatás.....</b>	<b>101</b>
<b>5.1. A kutatás célja .....</b>	<b>101</b>
<b>5. 2. A kutatás hipotézisei .....</b>	<b>102</b>
<b>5.3. A kutatás módszertana .....</b>	<b>106</b>
5.3.1. Adatbázis .....	107
5.3.2. Tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok azonosítása.....	112
5.3.3. A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok alap jellemzői.	118
5.3.3. Alkalmazott statisztikai módszerek.....	119
<b>5.4. Hipotézisek ellenőrzése .....</b>	<b>121</b>
5.4.1. H1 hipotézis -Teljesítménymérés és a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség .....	121
5.4.1.1. Teljesítménymérési eszközök alkalmazása .....	121
5.4.1.2. Információs rendszer fejlettsége - értékteremtő tényezők mérése .....	131
5.4.1.3. Kontrolling jelentések tartalma .....	136
5.4.1.4. H1 hipotézis eredményeinek összefoglalása .....	141
5.4.2. H2 hipotézis –Pénzügyi teljesítmény és a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség .....	143
5.4.2.1 Jövedelmezőség alakulása 2002-ben.....	143
H2a hipotézis összefoglalása.....	153
Jövedelmezőség alakulása hagyományos számviteli mércék alapján .....	157
5.4.2.2 Jövedelmezőség alakulásának longitudinális elemzése.....	165
Jövedelmezőség alakulása 1992 és 2002 között.....	165
Jövedelmezőség alakulása 2000 és 2002 között.....	171
<b>Összefoglalás.....</b>	<b>175</b>
További kutatási irányok .....	183
<b>Mellékletek.....</b>	<b>186</b>
<b>Felhasznált irodalom.....</b>	<b>250</b>

## **Bevezetés**

Újból válságban a vállalati teljesítménymérés? Az 1980-as évek olyan változásokat hoztak (verseny kiéleződése, rövidülő termékélekciklusok, új termelési technológiák), melyek következtében az addigra kialakult költségszámítási eljárások és a hagyományos számviteli mutatókon alapuló teljesítménymérési rendszerek már nem bizonyultak kielégítőnek. Napjaink fő tendenciái: a globalizáció, a tudásalapú társadalom, az információtechnológia fejlődése újabb és újabb kihívásokat jelentenek. Az elmúlt huszonöt évben számtalan új teljesítménymérési módszert, rendszert fejlesztettek ki, különböző értékelési koncepciók láttak napvilágot. Módszerekben, tanulmányokban, „sikerreceptekben” nem szűkölködik ez a szakterület. A kutatók figyelme napjainkban a vállalati adaptálás irányába fordult. Az empirikus felmérések egyaránt beszámolnak sikerekről, kudarcokról; amely egyre inkább a bevezetés és alkalmazás kontextusának fontosságára hívja fel a figyelmet. Neely és szerzőtársai [2004, 46.old.] szerint a teljesítménymérés válságának természete változóban van, már nem az a fő probléma, hogy nem a megfelelő dolgokat mérik, hanem, hogy túl sok mindent próbálnak mérni.

A teljesítménymérés tág témakörén belül, arra a kérdésre keresem a választ, hogy miképpen állítható a vállalati teljesítménymérés az értékkezpontú vezetés szolgálatába.<sup>1</sup> A teljesítménymérési rendszernek a vállalat minden szintjén ki kell elégítenie az értékmaximalizáló döntések információ igényét. Nem sok, hanem releváns információra van szükség, a vállalat minden szintjén tisztába kell, hogy legyenek a vállalati értéket leginkább befolyásoló tényezőkkel, és folyamatos visszajelzésre van szükség ezen tényezők alakulásáról.

A nyolcvanas évektől kezdődően szinte folyamatosak a kutatások a vállalati teljesítménymérés területén. A kutatások egy része helyzetfeltáró jellegű: azt vizsgálja, hogy a vállalatvezetők mennyire elégedettek a teljesítménymérési rendszerükkel, milyen általános jellemzők, problémák azonosíthatók. Az értékkezpontú vezetés elterjedésével párhuzamosan előtérbe kerülnek az értékvezérelt vállalatok teljesítményét elemző, összehasonlító, és az egy-egy kiemelt értékelési koncepció, módszer (pl: EVA,

---

<sup>1</sup> Az értékkezpontú vezetés egyrészt egy értékmaximáló gondolkodásmódot jelent (a vállalat legfontosabb pénzügyi célja a hosszú távú tulajdonosi érték teremtés), másrészt felöleli ezen szemléletmód megvalósításához szükséges vezetési eljárásokat és folyamatokat.

BSC<sup>2</sup>) vizsgálatát középpontba állító tanulmányok. Az értékközpontú teljesítménymérési rendszer kialakítása során az egyik központi kérdés, hogy milyen mutató segítségével mérjék a vállalati érték és a tulajdonosi érték változását. Számos kutatás irányult a piaci mércék (pl: tulajdonosi megtérülés) és a vállalat belső értékét mérő mutatószámok (pl: EVA, CFROI<sup>3</sup>) közötti kapcsolat feltárására. Az eredmények gyakran ellentmondásosak. A korreláció vizsgálatán túl fontosabb kérdés, hogy ezen mutatók központba állítása elősegíti-e a hosszú távú értékteremtést. A felmérések nem támasztják alá egybehangzóan ezen állítást.

Magyarországon jelen van a tulajdonosiérték-szemlélet, ugyanakkor az értékközpontú vállalatvezetés csak a vállalatok egy szűkebb körére jellemző<sup>4</sup>.

Kutatásom célja kettős: egyrészt a teljesítménymérés irodalmának áttekintése, értékelése az értékközpontú vezetés nézőpontjából, másrészt a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok teljesítménymérési rendszerének vizsgálata. Feltételezésem szerint a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok nagyobb figyelmet fordítanak a teljesítmény mérésére, és nagyobb arányban alkalmazzák a „korszerű” teljesítménymérési módszereket, mint a tulajdonosi értékteremtésre nem koncentrááló vállalatok. A kutatás során mindvégig szem előtt kell tartani, hogy a teljesítménymérés nem válhat öncéllá. Nem az a cél, hogy minél komplexebb, bonyolultabb rendszereket alakítsanak ki, hanem hogy az értékközpontú vezetés számára megfelelő információkat és ösztönzőket biztosítsanak, figyelembe véve a rendszer kialakításának és működtetésének erőforrás igényeit is.

Az értékközpontú vállalatvezetést szolgáló teljesítménymérési rendszer több komplex vizsgálati kérdést ölel fel: milyen mutatókkal jellemezhető, közelíthető a tulajdonosi értékteremtést, hogyan válasszuk ki a legfontosabb értékteremtő tényezőket, hogyan történjen a mérésük; egyre nagyobb figyelem irányul a teljesítménymérési rendszer kialakításának és bevezetésének kérdéskörére, s továbbra is fontos terület a motiváció,

---

<sup>2</sup> EVA = Economic Value Added, gazdasági hozzáadott érték mutató.

BSC = Balanced Scorecard, kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer.

**A mutatók rövidítései között segít eligazodni az 1. számú melléklet.**

<sup>3</sup> CFROI = Cash Flow Return On Investment, befektetés arányos cash flow megtérülés.

<sup>4</sup> Black A. et. al. [1999, 244. old.] megállapítása szerint Magyarországon „a vállalatvezetők ezekben az években kezdik magukévá tenni azt az álláspontot, hogy a részvényesi érték növelése az alapvető céljuk.” Az értékközpontú vezetéssel foglalkozó néhány hazai irodalom: Imre T. [1996], Reszegi L. [1998, 2004], Major B. [2000], Dorgai I. [2003, 2004a,b], Fiáth A. [2001, 2004], Fónagy-Árva P. – Zéman Z. – Majoros Gy. [2003], Turner A. [2003], Tirnitz T. [2004], Becker P. – Turner A. – Varsányi J. – Virág M. [2005].

és a megbízó-ügynök probléma kezelése. Mivel az értékközpontú vezetést szolgáló teljesítménymérési rendszer komplex tárgyalása meghaladná doktori disszertációm kereteit, ezért az kifejezetten minden problémakör alapjára fog koncentrálni, arra a kérdésre keresve a választ, hogy milyen mutatók segítségével közelíthetjük, „mérhetjük” a tulajdonosi érték változását illetve a kulcsfontosságú értékteremtő tényezőket. Ugyanakkor nem mehetünk el amellet a magyarországi vállalati gyakorlat szempontjából fontos kérdés mellett, hogy szignifikánsan jobb pénzügyi teljesítményt nyújtanak-e a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok.

Disszertációm első fejezetében bemutatom az értékközpontú vezetés koncepcióját és ennek elméleti háttérét a tulajdonosiérték-szemléletet. Itt fogalmazom meg, hogy a tulajdonosi értékre koncentráció növeli a vállalati és nemzetgazdasági hatékonyságot, ugyanakkor a szélesebb értelemben vett társadalmi jólétet csak addig a mértékig szolgálja, ameddig erre rákényszeríti a gazdasági, szabályozási és etikai környezet. A második fejezetben miután bemutatom a vállalati teljesítménymérés és az értékközpontú vezetés kapcsolatát; a hagyományos számviteli mutatókon alapuló teljesítménymérési rendszerektől elindulva számba veszem azokat a különböző teljesítménymérési koncepciókat, rendszereket, módszereket, melyek hozzájárulhatnak az értékközpontú vezetés megvalósításához, mindvégig arra a kérdésre keresve a választ, hogy hogyan „méri” a hosszú távú értékteremtéshez való hozzájárulást. A harmadik fejezetben a hazai szakirodalmat, a negyedik fejezetben a nemzetközi és hazai kutatások legfontosabb eredményeit tekintem át. Az ötödik fejezetben kerül sor kutatási eredményeim ismertetésére. Először a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség vizsgálatához kialakított módszertanomat mutatom be. Empirikus kutatásomnak két fontos irányultsága van, egyrészt egy általános képet adok a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezett vállalatok teljesítménymérési rendszeréről, másrészt vizsgálom ezen vállalatcsoport pénzügyi teljesítményének alakulását. (Néhány kiemelt statisztikai elemzést, szemléltető grafikonokat, táblákat tartalmaz a dolgozat végét található melléklet, a következtetéseim alapját képező statisztikai elemzések többsége a dolgozathoz csatolt CD mellékletben található.)



## 1. Értékközpontú vezetés

### 1.1. Az értékközpontú vezetéssel kapcsolatos legfontosabb érték kategóriák

Az értékközpontú vállalatvezetés (Value Based Management, VBM) napjaink egyik meghatározó irányzata<sup>5</sup>, amely egyrészt egy értékmaximáló gondolkodásmódot jelent (a vállalat legfontosabb pénzügyi célja a hosszú távú tulajdonosiérték teremtés), másrészt felöleli ezen szemléletmód megvalósításához szükséges vezetési eljárásokat és folyamatokat. Az irányzat megértéséhez nélkülözhetetlen, hogy tisztázzuk a legfontosabb érték kategóriákat, azok tartalmát.

A vállalat értékének meghatározására történetileg két alapvető irányzat alakult ki: a **vagyonérték koncepció**, amely „a vállalat benső értékét a fizikai és nem fizikai jóságok formájában megtestesülő vagyonjavak értékeként értelmezi”, és a **hozamérték koncepció**, amely „a vállalat értékét becsült jövőbeli nettó hozamaiból eredezteti.” (Ulbert J. [1994c] 1-2. old.) E két alapvető irányzatot egészíti ki a **piaci érték koncepció**, ahol a vállalat értékét a tőkepiac határozza meg. (Értékelési módszerekről lásd még: Pratt S. P. [1992], Ling R. V. – Nagy J. [1992], Felföldi Gy. [1994].)

A második világháború végétől az addig objektív értékfelfogást felváltotta a többdimenziós **szubjektív értékfelfogás**. A vállalat értéke attól függ ki „nézni”, mi a vállalat stratégiája, az értéket a jövőbe helyezik. Az addig meghatározó vagyonértékelést felváltja a hozamértékelés. „A hozamérték elvének segítségével meghatározott értéket tekintik vállalati benső értéknek, de nem azonosítják közvetlenül a piaci értékkel. Úgy tekintik, hogy a piaci érték egyértelmű hordozója a hozamérték, de

---

<sup>5</sup> Az 1990-es évektől számos szerző foglalkozik, illetve kötelezi el magát az értékközpontú vezetés mellett. (Copeland et.al [1999], Rappaport A. [2002], Black A. – Wright P. – Bachman J. E. – Davies J. [1999], Gedhart M-Koller T. – Wessels D. [2005], Coyne K.P. – Witter J.W. [2002], Koller T. [2005], Frigo M. L. [2002]) Az értékközpontú vállalatvezetés eszköztárának kidolgozásában és elterjesztésében meghatározó szerepet játszanak a nemzetközi tanácsadócégek: McKinsey, Boston Consulting Group, PriceWaterhouseCoopers, Alcar Consulting Group, Stern Stewart & Co., HOLT Value Associates. Ryan H. E. és Trahan E. A. [1999] amerikai iparágvezető vállalatok körében végzett felmérése azt mutatta, hogy a mintába bevont vállalatok (184 vállalat) 87%-a ismerte az értékközpontú vállalatvezetés koncepcióját.

a tényleges piaci érték csak ritka esetben egyezik meg a kalkulált hozamértékkel.” (Ulbert J. [1994c] 6.old.)

Az értékközpontú vezetés a hozamérték koncepció angolszász irányzatához kapcsolódik, ahol a hozamot pénzügyi szemléletben értelmezik, vagyis a vállalat hozamértékét az előrejelzett pénzáramok diszkontálásával számítják ki.

A szakirodalomban különböző érték kategóriákkal találkozhatunk, például Pratt S. P. [1992] csoportosításában: fair piaci érték, belső érték, méltányos érték, felszámolási érték, könyvszerinti érték. Az értékközpontú vezetés szempontjából két érték kategóriának van kiemelt jelentősége a vállalat belső értékének, amely a jövőbeli pénzáramlások diszkontált jelenértékén alapul, és a piaci értéknek, amely a tőkepiacon határozódik meg.

Hatékony tőkepiac feltételezése mellett, ahol a részvényárfolyam tükröz minden lényeges és létező információt, a legjobb értékmérőnek a piaci értéket tekintik, amely a vállalat belső értékén nyugszik, ezért a piaci érték a vállalat belső értéke segítségével (jövőbeli jövedelmek diszkontált jelenértékével) becsülhető, közelíthető. Természetesen a piaci érték alakulását befolyásolják a vállalati érték változásától független kereslet-kínálati viszonyok is. A hatékony tőkepiac mellett érvelő fundamentalisták is elismerik, hogy a piac nem mindig tökéletes. A viselkedés alapú pénzügytan (behavioral-finance) három körülményre hívja fel a figyelmet, amely eltérítheti a piac értéket a gazdasági értéktől: irracionális viselkedés, szisztematikus viselkedés minta, korlátozott arbitrázs a pénzügyi piacokon (lásd: Goedhart M.- Koller T-Wessels D. [2002] 8.old.)

Bár a viselkedés alapú pénzügytan még nem tudott magyarázatot adni a befektetők „irracionális” viselkedésére; tagadhatatlan tény, hogy a tőkepiac jelentős eltéréseket produkál a vállalat belső értékétől. Erre láthattunk példát az Amerikai Egyesült Államokban az 1970-es évek végén, amikor általában alulárzott volt a piac, illetve az 1990-es évek végén kialakult 30 körüli P/E rátát nem támasztotta alá a 3%-os hosszú távú GDP növekedés vagy a 13%-os saját tőke arányos megtérülés. Stelter D. és szerzőtársai [2001] több mint 4000 vállalat piaci értékét hasonlították össze a vállalat belső értékével 1926 és 2001 között. Rövidtávon jelentős eltéréseket tapasztaltak minden iparágban. Legnagyobb eltérést 2000-ben mutattak ki, amikor a piaci érték átlagosan 168 százalékkal volt magasabb a vállalat belső értékénél. Bár a McKinsey

munkatársai<sup>6</sup> szerint a tőkepiac általában három éven belül visszatér a vállalat belső értékéhez, Stelter D. és munkatársai [2001] (Boston Consulting Group) óvatosabban fogalmaznak: a vállalatok többsége esetében hosszú távon a piaci érték és a vállalat belső értéke közötti prémium nullához közelít, tehát igazoltnak tekintik a hatékony tőkepiac feltételezését.

## **1.2. Az értékközpontú vezetés elméleti háttere: a tulajdonosiérték-szemlélet**

Az értékközpontú vezetés nem csupán vezetési eljárásokat, módszereket jelent, hanem a vállalat egész működését meghatározó szemléletmódot is. Ennek a szemléletmódnak az elméleti hátterét a tulajdonosiérték-szemlélet adja.<sup>7</sup> A tulajdonosiérték-szemlélet kimondja, hogy: „Az üzleti vállalkozásnak egyetlen egy társadalmi felelőssége van a magántulajdont elismerő piacgazdaságokban: **tulajdonosi értéket teremteni törvényes és tisztességes módszerekkel.**” (Rappaport A. ([2002] 19. old.) (A tulajdonosiérték-szemlélet vállalatelméleti hátterének áttekintését lásd Dorgai I. [2004a,b].)

A **tulajdonosi érték meghatározásának** elméleti gyökerei a Nobel-díjas Merton H. Miller, és Franco Modigliani modern pénzügyi elméletéig nyúlnak vissza. Miller és Modigliani az 1958-as cikkükben a mikroökonómiai alapfeltevésekből kiindulva a tőkeköltség meghatározásának problémáját vizsgálják. Véleményük szerint a nyereségmaximalizálás és a piaci érték maximalizálás célkitűzés csak kockázatmentes világban egyenértékű, bizonytalan világban már maga a profitmaximalizálási kritérium sem definiálható kielégítően. A vállalat döntéseihez nem rendelhető egyetlen profitérték; különböző profit értékekhez különböző valószínűségek tartoznak. A beruházási döntéseknél a várható profit nagyság és a kockázat együttes kezelése kívánatos, ehhez viszont szükség lenne a tulajdonosok szubjektív hasznosság függvényére, hogy kezelni tudjuk a profit és a kockázat közötti átváltást. Szerencsére ez

---

<sup>6</sup> Forrás: Goedhart M.- Koller T-Wessels D. [2002] 13.old.

<sup>7</sup> Az SHV (Shareholder value – részvényesi érték) kifejezést többféle összefüggésben alkalmazzák az irodalomban. Black A. et. al. [1999] alapján a részvényesi érték (SHV) a vállalat belső értékének (DCF modell alapján) és adósságállományának különbsége. SHV-elmélet, SHV-szemlélet: a tulajdonosiérték-szemléletet fedi le. SHV elemzés felöleli a jövőbeli szabad pénzáram és tőkeköltség számítását, a vállalati értékre ható tényezők szászserűsítését, lásd: Rappaport A. [2002] értékteremtő tényezők meghatározása, illetve az érzékenységvizsálatokat. SHV modellek: a részvényesi érték mérésére szolgáló rendszerek, például EVA, CFROI.

a kérdés<sup>8</sup> „megkerülhető” a piaci érték maximalizálására alapozott megközelítéssel. Beruházási és finanszírozási kérdések esetén csupán arra a kérdésre kell választ adni, hogy az adott döntés növeli-e a vállalat részvényeinek összértékét. Hatékony tőkepiacot feltételezve a piaci érték a vállalat jövőbeli jövedelmétől függ, azaz a piaci érték becsülhető, közelíthető a diszkontált cash-flow modell segítségével. Merton – Modigliani nyomán a modern vállalati pénzügyekben a beruházási döntéseknél a diszkontált cash-flow számítás, és a nettó jelenérték döntési szabály uralkodóvá vált.

Rappaport A. [2002], a tulajdonosiérték-szemlélet egyik meghatározó képviselője, a vállalat értékét (Merton – Modigliani nyomán) a hozamérték koncepció alapján határozza meg. Az előrejelzési időszak működési pénzáramlásainak jelenértékéhez adja hozzá a maradványértéket<sup>9</sup>, amely az előrejelzési időszak utáni periódus üzleti tevékenységének jelenértéke. Ezt a két fő tényezőt egészíti ki egy harmadik elem: a vállalat folyamatos üzleti tevékenységéhez nem szükséges piacképes értékpapíroknak és egyéb befektetéseknek az aktuális értéke.

**Vállalatérték = az előrejelzési időszak működési pénzáramlásainak jelenértéke + maradványérték + piacképes értékpapírok értéke.** (Rappaport A. [2002] 48. old.)

A tulajdonosi értéket (shareholder value) a vállalat értékéből vezeti le.

**Tulajdonosi érték = vállalati érték – hitelek értéke.**

„Az üzleti érték hitelekből álló része magában foglalja a tartozások és más típusú kötelezettségek (például az elsőbbségi részvények) piaci értékét, illetve a nyugdíj-kötelezettségeket.” (Rappaport A. [2002] 48. old.) Érdemes odafigyelni arra, hogy a hitelek értékeléséhez a könyv szerinti érték helyett a piaci értéket ajánlják.

A tulajdonosiérték-szemlélet képviselői nem rövid távú profit maximalizálásról, nem a számviteli nyereség növeléséről, hanem hosszú távú tulajdonosi értékteremtésről beszélnek. Míg a számviteli nyereség a múltra vonatkozik, **az érték a vállalat jövőbeli teljesítményében van.** Fontos hangsúlyozni a hosszú távú orientációt. A vállalatvezetőknek oda kell figyelniük a rövid távú árfolyamváltozásra mint piaci

---

<sup>8</sup> „A vállalatvezetés honnan ismerné részvényeseinek kockázati preferenciáját és miként köthet kompromisszumot az ízlésbeli eltérések áthidalására? Hogyan lehetséges értelmes beruházási függvényt felírni, ha az egyes beruházási lehetőségeket attól függően érdemes kihasználni vagy sem, hogy éppen kik a részvényesek?” Modigliani F. – Miller M. H. [1958] 234. old.

<sup>9</sup> Örökjáradék-módszerrel számított maradványérték = az előrejelzési időszakot követő első időszak pénzáramlása / tőkeköltés. Évi 10 millió dollár nettó pénzáramlás és 10%-os tőkeköltés mellett a maradványérték =  $10/0,1=100$  millió dollár

visszajelzésre, de a hosszú távú értékteremtésre kell koncentrálni, mivel hosszú távon ez fogja a tulajdonosi jólétet eredményezni. A tulajdonosiérték-szemlélet képviselői felmérésekkel próbálták alátámasztani, hogy a **piac hosszú távú szemlélettel rendelkezik**, és számviteli technikákkal nem csapható be. A vállalatvezetőnek az a fő feladata, hogy a vállalat belső értékére, a hosszú távú szabad cash-flow növelésére koncentráljon, amely maga után vonzza a piaci érték kedvező változását is.

A tulajdonosiérték-szemlélet másik fontos eleme, hogy kimondják: a vállalat elsődleges pénzügyi célja a vállalati érték, és ezen keresztül a tulajdonosi érték maximalizálása. Mivel a tulajdonosiérték-szemléletet elutasító nézeteknek ez a támadási pontja, elfogadhatatlannak tartják azt, hogy a „tulajdonosi érdekeket az összes többi érintett érdeke felé helyezik”, ezért szükséges röviden kitérni a tulajdonosiérték-szemlélet társadalmi hatására, többi érintettel való kapcsolatára.

### **1.3. Tulajdonosiérték-szemlélet társadalmi hatása**

A tulajdonosiérték-szemléletet a legtöbb bíráló annak társadalmi hatása miatt éri. Az érintett elmélet<sup>10</sup> nem fogadja el, hogy a tulajdonosok érdekei alá van rendelve a vállalat többi érintett<sup>11</sup> érdeke, szerintük a vállalat legfőbb célja, hogy mint egy közvetítő eszköz szolgálja a vállalat érintettjeit céljainak elérésében. „Valamennyi érintett érdeke belső értékkel bír. Azaz minden egyes érintett csoport önmagáért érdemel figyelmet, nem csupán azért, mert képes elősegíteni más csoportok – például a részvényesek – érdekeit” (Donaldson T. – Preston L.E. [1995] 106. old.)<sup>12</sup>

A tulajdonosiérték-szemlélet társadalmi hatásával, annak igazolásával számos szerző foglalkozott (Copeland T. et al 1999. 43-68.old., Rappaport A. 2002. 15-27.old., Jensen M. C. 2002). A tulajdonosiérték-szemlélet képviselői amellet érvelnek, hogy elegendő a tulajdonosi érték növekedését célul kitűzni, mivel az csak a többi érintett érdekeinek

---

<sup>10</sup> Az érintettmegközelítés nem egységes, a különböző szerzők másként magyarázzák, másként használják, más bizonyítékokkal támasztják alá. Lásd Donaldson T.- Preston L. E. [1995].

<sup>11</sup> „A vállalati működés érintettjei: érintett minden olyan személy vagy csoport, aki/amely lényeges, tartós, kölcsönös kapcsolatban áll a vállalat működésével. Belső érintettek: tulajdonosok, menedzserek, munkavállalók. Külső érintettek: fogyasztók, szállítók, versenytársak, stratégiai partnerek, állami intézmények, helyi és önkéntes állampolgári közösségek, természeti környezet.” Chikán A. [2003] 30.old.

<sup>12</sup> A tulajdonosiérték-szemlélet és érintett szemlélet összehasonlítását lásd Ónodi A. [2004].

figyelembevétele mellett valósulhat meg. (A tulajdonosi jövedelem maradvány jellegét szemlélteti a direkt szabad cash-flow számításon alapuló 1. leegyszerűsített saját készítésű ábra.)

### 1. ábra. Tulajdonosi jövedelem mint maradványjövedelem

Árbevétel (pénzbevétel)	Erős <b>piaci versenyt</b> és „ <b>tökéletes</b> ” <b>információáramlást</b> feltételezve, a vállalat csak akkor tudja hosszú távon növelni árbevételét, ha valamilyen fogyasztói igényt a versenytársainál jobban képes kielégíteni. A hosszú távú tulajdonosi érték növelés feltétele a <b>fogyasztók elégedettsége</b> .
- Humán erőforrással kapcsolatos pénzkidadások	A humán erőforrással kapcsolatos pénzkidadások volumenét meghatározza a foglalkoztatottak száma, az átlagbér, a bérre rakódó terhek, a különböző dolgozói juttatások, ráfordítások. A nyereség rövidtávon növelhető a munkabérek leszorításával, alkalmazottak elbocsátásával, juttatások elhagyásával. Azokon a területeken viszont, ahol <b>a tudás kiemelt szerepet játszik</b> , és napjainkban egyre gyakrabban tudásalapú társadalomról beszélnek, illetve ahol a <b>munkavállalók jó alkupozícióval rendelkeznek</b> (sztrájk fenyegetettség) a tulajdonosi értékteremtés feltétele az <b>alkalmazotti elégedettség</b> . Az alkalmazotti elégedettséghez szükséges a megfelelő díjazás, kielégítő munkakörülmények, a tartós munkahely biztonsága, amelyet az értékteremtés biztosíthat.
- Áruk és szolgáltatások beszerzésével kapcsolatos pénzkidadások - Beruházási kiadások	A szállítók alkupozíciója meghatározza a szállítói kapcsolatok jellegét. Napjaink meghatározó tendenciája, hogy a vállalatok hosszú távú együttműködést igyekeznek kialakítani beszállítóikkal, mely sok esetben nélkülözhetetlen a versenyben maradáshoz. <b>Kölcsönös egymásra utaltság</b> esetén a <b>szállítói érdekek</b> figyelembe vétele nem kerülhető meg a tulajdonosi érték maximalizálásakor.
+, - Egyéb, illetve rendkívüli pénzbevételek, pénzkidadások	Egyéb kiadásokon belül a környezetvédelmi bírságokat és a kártérítéseket emelném ki. <b>Megfelelő szabályozási környezetben</b> a környezeti költségek tudatos kezelése, a <b>környezet terhelésének csökkenéséhez vezethet</b> . <b>Jogi intézményrendszerrel</b> támogatott <b>öntudatos fogyasztói illetve társadalmi fellépés</b> a perköltségek és fizetendő kártérítési összegeken keresztül is nyomást fejthet ki a vállalatok társadalmi felelősségvállalása irányába.
- Kamat kiadások +, - Hitel felvétel, visszafizetés	<b>Hitelezői érdekek:</b> a hitelezők egyértelműen a vállalat értékének növelésében érdekeltek, mivel ez biztosít fedezetet a hitelek és a kamatteher visszafizetésére.
- Adók	Az adózáson keresztül a vállalat forrást biztosít a különböző <b>társadalmi célok megvalósításához</b> .
= Tulajdonosok számára rendelkezésre álló szabad CF	<b>Tulajdonosi érdek</b>

A tulajdonosi értékmaximalizáló döntéshez figyelembe kell venni minden pénzbevételt és minden, a többi érintetthez áramló pénzkidrást. Az érték (diszkontált pénzáramlás) kiszámítása teljes informáltságot követel meg, a rövid és hosszú távú szempontokat együttesen kezeli, és figyelembe veszi a vállalat számára pénzbevételként, illetve pénzkidrásként megjelenő összes érintettséget. Rappaport ([2002] 20.old.) a piaci környezet szerepére hívja fel a figyelmet: „Szerencsére vannak olyan erős piaci ösztönzők, amelyek társadalmilag kívánatos eredménnyel járó döntések meghozatalára készítetik az értéket maximalizáló vezetőket.” Látható, hogy a **tulajdonosiérték-szemlélet hatása a többi érintettre nem automatikus, ezt nagy mértékben befolyásolja a társadalmi, gazdasági, jogi környezet.** Piaci verseny és tökéletes informáltság esetén a fogyasztói igények figyelembe vétele nélkül nem lehet hosszú távon tulajdonosi értéket teremteni. A munkavállalók érdekeinek figyelembe vétele attól függ, hogy a munkavállalók milyen mértékig képesek befolyásolni a vállalati értékteremtést, és milyen érdekérvényesítő képességgel rendelkeznek. Egy érintett csoport minél nagyobb befolyással rendelkezik a vállalat jövőbeli pénzbevételeinek és pénzkidrássainak alakulására, a tulajdonosi érték koncepció logikájából következően, annál inkább biztosított az érdekeinek érvényesülése. Az önérdék követése mellett meghatározó az írott és íratlan törvények betartása.

Ugyanakkor, **ha a vállalat nem figyel oda az értékteremtésre, akkor valamennyi érintett sebezhetővé válik.** Rappaport A. [2002] szerint a tulajdonosi érdekek iránti közömbösség vezetett az Amerikai Egyesült Államokban az 1980-as évek felvásárlási hullámához, amely sok alkalmazott és sok közösség számára okozott kellemetlen következményeket.

**A tulajdonosi értékre koncentráció, termelékenység, foglalkoztatottság, és a GDP közötti összefüggést több empirikus kutatás vizsgálta.** (Agrawal R. és szerzőtársai [1999], Bughin J.- Copeland T.E. [1997], 1992-es és 1993-as McKinsey tanulmány In: Copland T.- Koller T. Murrin J. [1999] 49-60.old.) A McKinsey Global Institute több mint 10 éven keresztül végzett, 2700 vállalatot felölelő kutatása<sup>13</sup> pozitív korrelációs kapcsolatot mutatott ki a tulajdonosi érték és a munkahely teremtés között mind

---

<sup>13</sup> Lásd Bughin J.- Copeland T.E.: [1997]

vállalati szinten, mind országok szintjén. Az 1996-os McKinsey tanulmány, összehasonlította az autógyártás, élelmiszeripar, kereskedelem, telekommunikáció, elektromos szolgáltatás hatékonyságát az Egyesült Államokban, Németországban és Japánban. A tanulmány egyik legérdekesebb megállapítása az volt, hogy a japán és német vezetők az amerikai vállalatok szintjéhez közeli teljesítményt tudnának elérni, ha másképp irányítanák vállalataikat. A szerzők szerint a különbség nem abban rejlik, hogy a vezetők az egyik országban szakképzettebbek lennének, vagy racionálisabban tudnának dönteni. A válasz inkább a környezetükben keresendő, amely eltérő nyomást helyez rájuk, és különbözőképpen ösztönöz.

Míg a tulajdonosi érték előtérbe helyezése és a hatékonyság növekedése közötti összefüggés belátható, addig a hatékonyabb gazdasági működésen túli társadalmi, környezeti hatások nem vizsgálhatók a társadalmi-politikai kontextus figyelembe vétele nélkül. A tulajdonosiérték-szemléletben érvényesülő smithi<sup>14</sup> logikából csupán az következik, hogy az önérdelmet követő magatartás gazdasági hatékonyság növekedését eredményezi, amelynek vannak pozitív kihatásai a társadalomra, pl. munkanélküliség csökkenése, források teremtése társadalmi célokra. Az hogy milyen eszközökkel, milyen módon valósítják meg az érték növelését, és az állam mire használja fel az adóbevételeket, nagymértékben kihat a társadalom jólétére. Az értékteremtés során alkalmazott eszközöket, a gazdasági tevénytég végzés módját a törvények és az erkölcsi normák határozzák meg. A tulajdonosiérték- szemlélet hívei itt húzzák meg a vállalat társadalmi felelősségét. Az üzleti vállalkozásoknak csupán az a feladatuk, hogy a társadalom által meghatározott törvényeket és az erkölcsi normákat betartsák, miközben elsődleges célukra, a tulajdonosi értékteremtésre koncentrálnak. Ugyanezt az álláspontot képviseli Milton Friedman (1970) is; a vállalatvezető a vállalat tulajdonosainak alkalmazottja; a tulajdonosok pénzét nem költheti társadalmi problémák megoldására, ezt mint magánszemély megteheti, de megbizottként nem. Ehhez sem megfelelő szaktudással, sem politikai felhatalmazással nem rendelkezik. A problémát ugyanakkor nehezíti, hogy a gazdasági, politikai és társadalmi rendszerek kölcsönös összefüggésben állnak egymással.

---

<sup>14</sup> Smith, A. [1992]



Összességében azt a megállapítást vonhatjuk le, hogy **a tulajdonosi értékre koncentráció növeli a vállalati és nemzetgazdasági hatékonyságot**, ezt empirikus kutatások is alátámasztják. A tulajdonosiérték-szemlélet ugyanakkor **nem biztosítja a szélesebb értelemben vett társadalmi jólétet** (amelybe figyelembe veendő például a társadalmi egyenlőtlenség, a szegénység vagy a tartós környezeti károkozás jelensége), **csak addig a mértékig, ameddig erre rákényszeríti a gazdasági, szabályozási és etikai környezet.**

#### **1.4. Értékközpontú vezetés elemei**

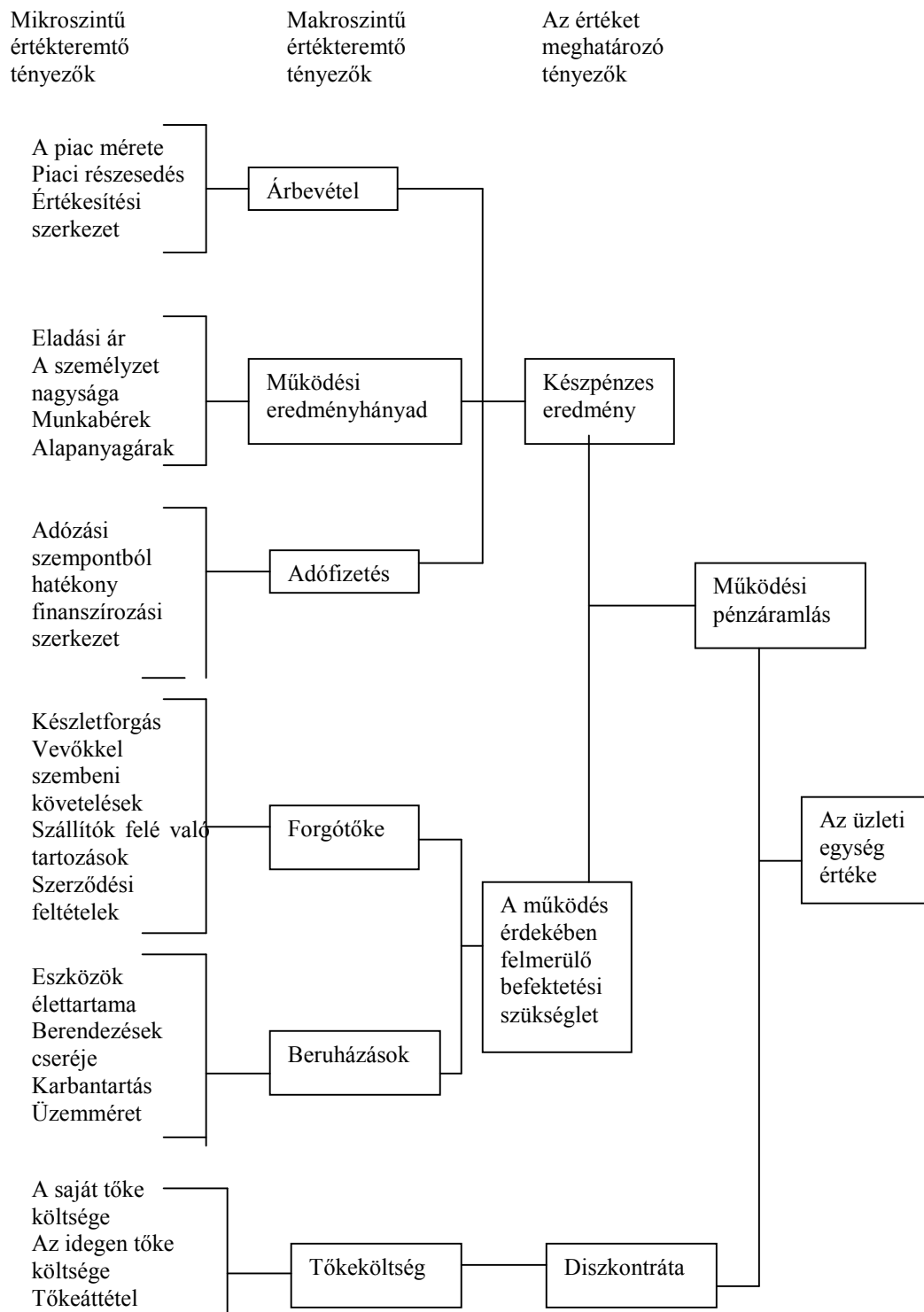
Copeland és szerzőtársai [1999] szerint az értékközpontú vezetés egyrészt egy értékmaximáló gondolkodásmódot jelent, másrészt ezen szemléletmód megvalósítását szolgáló vezetési eljárásokat és folyamatokat. Az értékmaximáló gondolkodásmód kifejezi a felső vezetés egyetértését abban, hogy a végső pénzügyi cél a vállalati érték és ezen keresztül a tulajdonosi érték maximalizálása. E szemléletmód alapja a tulajdonosi értékelmélet, amely társadalmi hatásával együttesen bemutatására került az 1.2. és 1.3. fejezetekben. A tulajdonosi értékelmélet vállalati gyakorlatba történő adaptálásához olyan módszerekre van szükség, melyek segítségével a tulajdonosi értékre koncentráció beépül a vállalat mindennapi működésébe, az értékmaximalizálás folyamatos tevékenységgé válik. Ezt a célt szolgálja az értékközpontú vezetés.

Az értékközpontú vezetés sikeres alkalmazásnak első eleme, hogy a vezetők és a szervezet tagjai **elfogadják a tulajdonosiérték-szemlélet legfontosabb alapelveit** (Rappaport 2002, 184. old.):

- Az értéket a hosszú távú, kockázatot is figyelembe vevő, a pénzáramlásokban megjelenő teljesítmény határozza meg, és nem a rövid távú eredmények.
- Nem minden növekedés teremt értéket.
- Rossz befektetések azok az „értékteremtő projektek”, amelyek értékromboló stratégiák részét képezik.

A szervezeti elkötelezettség megteremtése után a következő fontos lépés, hogy azonosítsák, megértsék a vállalat értéket leginkább befolyásoló teljesítményváltozókat, az értékteremtő tényezőket (value driver, lásd 2. ábra)

## 2. ábra. A vállalati mikro- és makroszintű értékteremtő tényezők



Forrás: Rappaport A. [2002] 192.old.

A szervezet a **kulcsfontosságú értékteremtő tényezőkön** keresztül tudja a legnagyobb hatást kifejteni a tulajdonosi érték alakulására. Rappaport A. [2002] hét pénzügyi értékteremtőt (makroszintű értékteremtő tényezőt) azonosít: árbevétel növekedése, működési eredményhányad, a befektetett eszközökbe, illetve a forgótőkébe történő pótlólagos befektetés, készpénzes társaságiadó-kulcs, tőkeköltség, és az értéknövekedési periódus hossza. Ezek a kategóriák túl tágak ahhoz, hogy az operatív döntéseknél iránymutatást adjanak. Minden egyes üzleti egységnél meg kell határozni a makroszintű értékteremtő tényezők értékét befolyásoló mikroszintű értékteremtő tényezőket. A mikro- és makroszintű értékteremtő tényezők lehetséges kapcsolódását mutatja a 2. ábra. (Az értékteremtő tényezők részletes tárgyalását tartalmazza a 2.7. fejezet.) Az értékteremtő tényezők feltérképezése után azonosítják az értéket legnagyobb mértékben befolyásoló tényezőket, végül kiválasztják a vezetők által befolyásolhatóakat. Az értékmaximáló szemléletmód tudatosítása és a kulcsfontosságú értékteremtő tényezők azonosítása mellett, olyan eljárásokat kell kialakítani, melyek ezt a szemléletmódot érvényre juttatják a vállalat mindennapi tevékenysége és a döntéshozatal során. Az értékközpontú vezetés filozófiája és módszertana nem csupán a felső vezetésre korlátozódik, hanem az egész szervezetre ki kell terjednie. A szervezet minden szintjén megfelelő információkat és ösztönzőket kell biztosítani a döntéshozók számára ahhoz, hogy értékmaximáló döntéseket hozhassanak.

Copeland T. és szerzőtársai ([1999] 143. old.) az alábbi négy vezetési tevékenységet jelölik meg, melyek együttesen vezérlik és irányítják az értékközpontú vezetés megvalósítását:

1. Értékmaximáló stratégia kialakítása.
2. Az értékmaximáló stratégia lefordítása értékteremtő tényezőkben kifejezett rövid és hosszú távú teljesítménycélokká.
3. Akciótervek, költségtervek meghatározása.
4. Teljesítménymérő /ösztönzési rendszerek.

A **tulajdonosi érték a vállalati stratégia függvénye**. Rappaport [2002] szerint különbséget kell tenni az üzleti stratégiák kialakítása és az üzleti stratégiák értékelése között. A stratégiaalkotás folyamata során elemzik az iparág vonzerejét, a vállalat versenytársakhoz képest elfoglalt pozícióját, az iparágból érkező fenyegetéseket, lehetőségeket, a vállalat erősségeit, gyengeségeit (lásd Porter M. [1993]). Ezzel

szemben a stratégia értékelésekor az egyik legfontosabb szempont, hogy az adott stratégiai alternatíva mekkora tulajdonosi értéket teremt. „A tulajdonosi értéket a stratégiák határozzák meg, a stratégiai lehetőségek kialakítását és kiválasztását pedig a tulajdonosi érték növelésének szervezeti célkitűzése motiválja.” Rappaport ([2002] 89.old.)

A stratégiában megfogalmazott versenydinamikát le kell fordítani az értékteremtő tényezők nyelvére. A különböző versenysztratégiákhoz az értékteremtő tényezők különböző prioritása tartozik, például a költségvezető stratégiánál a működési eredményhányad, ezen belül a technológia függvényében a legfontosabb költséghányad kontrollálása, míg a megkülönböztető stratégiánál például az árbevétel növekedési üteme, a prémium ár elérése kap valószínűleg magasabb prioritást.

Az értékmaximalizáló **stratégiát le kell fordítani konkrét hosszú és rövid távú célokká**. A célkitűzésben természetesen jelen vannak szubjektív elemek, ugyanakkor meg van az a jelentősége, a célok segítségével fejezi ki a vezetés, hogy mit szeretne elérni. Célkitűzés néhány általános alapelve: (Copeland T. et. al. [1999] 145. old.)

1. A céloknak a kulcsfontosságú értékteremtő tényezőkön kell alapulnia. Mind pénzügyi, mind nem pénzügyi célokat meg kell határozni.
2. A célokat és szervezeti szinteket össze kell hangolni. A vezetők számára a saját feladatukkal, felelősség és hatáskörükkel összhangban álló célokat kell megfogalmazni.
3. A rövid távú célokat a hosszú távú célokhoz kell kapcsolni.

Felmérések szerint (Olsen E. [2002a]) **azoknál a vállalatoknál sikeres az értékközpontú vezetés, ahol nem egy szűk menedzsment eszköztárat jelent, hanem a szervezeti kultúrát is magába foglaló működési módot**. Egyik gyakori probléma, hogy az értékközpontú vezetés nincs hatással a közvetlen termelési szintjen az üzemi vezetőkre és az általuk hozott döntésekre. Copeland és szerzőtársai [1999] szerint központi kérdés, hogy miért és hogyan kell megváltoztatni a vállalati kultúrát. A szervezeti kultúra formálásában nagy szerepe van a folyamatos oktatásnak és az ösztönzési rendszernek. Rappaport A. [2002] arra hívja fel a figyelmet, hogy az **ösztönzési rendszer** alapját képező **teljesítménymérési rendszert** összhangba kell hozni a vállalat értékmaximáló céljaival, mert ha ellentétbe kerülnek, a vezetői döntéseket inkább a teljesítménymérési rendszer mutatói, mintsem a vállalat

értékmaximalizálási célkitűzései fogják befolyásolni. A rövid távú teljesítménymérési és a hosszú távú értékteremtés összekapcsolása nem könnyű feladat, jó néhány vállalatnál ez bizonyult a tulajdonosiérték-megközelítés leggyengébb pontjának. Olsen E. [2002a] szerint az értékközpontú vezetés egyik gyakori nagy hiányossága, hogy az értékközpontú vezetés nem kapcsolódik a szervezethez, a szervezeti kultúrához. **Az egész rendszert együtt kell kezelni, meg kell teremteni az összhangot az értékvezérelt teljesítménymérési rendszer, a vállalati stratégia, a belső operatív működés és irányítás, illetve a vállalati kultúra, viselkedési normák között.**

Az értékközpontú vezetésnek van még egy fontos eleme a **befektetői kommunikáció**, melyet Copeland et. al [1999] és Rappaport A. [2002] is megemlíti, de napjainkban kezd erőteljesebben erre a területre irányulni a figyelem.<sup>15</sup> Olsen E. [2002a] a hagyományos értékközpontú vezetés bírálata során felhívja a figyelmet arra, hogy sokkal jobban oda kell figyelni a tőkepiaci jelzésekre, fel kell tárni a különbséget a vállalat belső értéke és a tényleges részvényárfolyam között. A vezetőnek felelősséget kell vállalnia a részvényárfolyam alakulásáért is, hiszen az osztalékhozamon felül az árfolyamkülönbségben realizálódik a tulajdonosi hozam. Ez azt jelenti, hogy fel kell venni a kapcsolatot, és sokkal aktívabban kell menedzselniük a befektetői bázist, tudatosabban kell kommunikálni a befektetőkkel, elemzőkkel. A befektetők kezelése hasonló a vevők kezeléséhez, a tőkepiacot ugyanúgy szegmentálni kell különböző befektető csoportokra, akik különböző prioritásokkal rendelkeznek, és ugyanazt a teljesítményt különbözőképpen értékelik.<sup>16</sup>

Az értékközpontú vezetés megvalósítása hosszú és komplex folyamat, amelyben ugyanúgy szerepet játszanak a puha szervezeti tényezők, az összetett stratégiai kérdések, az alkalmazott teljesítménymérési módszerek és technikák. **A teljesítménymérési rendszernek kiemelt szerepe van az értékközpontú vezetés kialakításában és működtetésében**, (egyes szerzők, például Frigo M. L. [2002b] kiemelve ezen elemet, az értékközpontú vezetést stratégiai teljesítménymérési rendszerként definiálják). Ugyanakkor világosan kell látni, hogy a teljesítménymérési és

---

<sup>15</sup> Pl: Gedhart M. – Koller T. – Wessels D. [2005], Coyne K.P. – Witter J.W. [2002], Koller T. [2005]

<sup>16</sup> McKinsey felmérése szerint, melyet 50 nagy amerikai és európai tőzsdei vállalat körében végeztek, maximum 100 jelenlegi és potenciális befektető van akik jelentős hatást tud gyakorolni a legtöbb nagy vállalat részvényárfolyamára. Ezeket a kritikus befektetőket kell azonosítani és megérteni a motivációjukat azért, hogy előre jelezhetővé váljanak a reakciók a különböző bejelentésekre. (Coyne K.P. – Witter J.W. [2002])

értékelési rendszer csupán egy szeletét, viszont egy nagyon fontos szeletét jelenti az értékközpontú vezetésnek. **Ezzel a kiemelt területtel fogok tanulmányomban foglalkozni.** A továbbiakban nem tárgyalom a stratégiai tervezés és értékelés kérdéskörét, a stratégia megvalósítását támogató egyéb vezetési folyamatokat, a szervezeti kultúra hatását, az érdekeltségi rendszer kialakításának kérdését, a befektetői kommunikációt. Nem foglalkozom a tőkepiaci értékeléssel.

## **2. Értékközpontú vezetést szolgáló teljesítménymérési rendszer**

### **2.1. Vállalati teljesítménymérés alapfogalmak**

A vállalati teljesítménymérés irodalma nagyon sokrétű és széleskörű. A vállalati teljesítmény két legtöbbet használt és legelfogadottabb dimenziója az **eredményesség** (effectiveness) és a **hatékonyság** (efficiency). Az eredményesség a vállalati célok eléréséhez kapcsolódik, sok szerző a külső, fogyasztói igényeknek történő megfelelést hangsúlyozza. A hatékonyság (efficiency) az adott kiszolgálási színvonalhoz kapcsolódó erőforrás-felhasználás gazdaságosságát mutatja. Számos szerző, kutató alkalmazza a teljesítménynek-e kettős megközelítést pl: Neely A. – Gregory M. – Platts K. [1995], Dobák M. [1996], Ostrenga M.R. – Ozan T. R. – McIlhattan R.D. – Harwood M.D. [1997], Wimmer Á. [1997, 2000, 2002], ugyanakkor az „effectiveness” és „efficiency” magyarrá fordításában tapasztalhatunk eltéréseket, amelyre Wimmer Á. [2002, 5. old.] is felhívja a figyelmet.

A **teljesítménymérésnek különböző szintjei vannak:** egyéni, illetve csoportszintű; szervezeti egységek; stratégiai üzleti egységek, vállalat egészének teljesítménye, ellátási lánc, termékek, szolgáltatások; vevők; folyamatok.

**Vállalati teljesítménymérés különböző célokból történhet.** Egyrészt minden vállalatnak eleget kell tennie **külső adatszolgáltatási kötelezettségeinek**, információt kell szolgáltatni a vállalat vagyoni és pénzügyi helyzetéről a tulajdonosoknak, hitelezőknek, adóhatóságnak, egyéb külső érintetteknek. Másrészt a **gazdasági döntésekhez** (akár stratégiai vagy operatív döntésről legyen szó), fejlesztésekhez, a folyamatokba történő beavatkozáshoz nélkülözhetetlenek a megfelelő információk a

termékekről/szolgáltatásokról, folyamatokról, a stratégiai üzleti egységekről és a vállalat egészéről. Harmadrészt a vállalat irányítását, az **emberek vezetését, ösztönzését** szolgálja a teljesítményértékelési rendszeren keresztül történő kommunikáció, ellenőrzés és a teljesítményhez kötött ösztönzés.

A teljesítménymérés és teljesítményértékelés fogalmakat az irodalomban gyakran szinonim módon használják, melynek oka, hogy a két fogalom szorosan kapcsolódik egymáshoz. Szigorú értelemben teljesítménymérés alatt a vállalati tevékenységek eredményességének és hatékonyságának mérését, „számszerűsítését” értjük. A teljesítménymérés eredményeit használjuk a teljesítményértékeléshez, mely már konkrét cél érdekében a teljesítménymérés adatainak értelmezését, interpretálását is tartalmazza.

## **2.2. Teljesítménymérés szerepe az értékközpontú vezetésben, kutatási terület lehatárolása**

Vállalati teljesítményméréssel, illetve annak részterületeivel több tudományterület foglalkozik: számvitel, kontrolling, vállalatértékelés, vállalati pénzügyek, emberi erőforrás menedzsment, illetve a stratégia, vezetésstudomány, az értékteremtő folyamatok menedzsmentje és a marketing szakirodalmában is jelen vannak a teljesítményméréssel foglalkozó írások, tanulmányok. Mivel a vállalati teljesítménymérés témaköre nagyon szerteágazó, több nézőpontból tárgyalható; illetve az értékvezérelt teljesítménymérési rendszer is nagyon sok kérdést ölel fel, ezért szükséges a kutatási terület egyértelmű lehatárolása, amelyet az 1. tábla foglal össze.

A teljesítménymérés több oldalról szolgálja, támogatja az értékközpontú vezetést. Egyik oldalról a vállalat minden szintjén szükség van olyan információkra, amely alapján értékmaximalizáló döntések hozhatók. A teljesítménymérés nyomon követi, „leképezi” a vállalati folyamatokat, inputot szolgáltat a beavatkozásra, a folyamatok fejlesztésére. Másik oldalról egy megfelelően kialakított és alkalmazott teljesítménymérési rendszer kommunikációs és motivációs funkcióval rendelkezik: mi a vállalat prioritása, melyek azok a kulcsfontosságú értékteremtő tényezők, melyekre oda kell figyelni.

**1. tábla. Teljesítményértékeléssel foglalkozó legfontosabb tudományterületek elhelyezése a teljesítményértékelés szintjei és céljai által meghatározott mátrixban<sup>17</sup>. Kutatási terület lehatárolása**

(A besatírozott területek jelzik tanulmányom fő kutatási területét.)

Teljesítménymérés céljai	Teljesítménymérés szintjei						
	Egyén ill. csoport	Szervezeti egységek	Stratégiai üzleti egységek	Vállalat	Termékek, szolgáltatások	Vevők	Folyamatok
1. Külső adatszolgáltatási igény kielégítése Adózás				Pénzügyi számvitel	Pénzügyi számvitel (készlet-értékeléshez szükséges)		
2. Operatív kontroll	Operatív kontroll (Vezetői számvitel)	Operatív kontroll (Vezetői számvitel)	Operatív kontroll (Vezetői számvitel)	Operatív kontroll (Vezetői számvitel)	Operatív kontroll (Vezetői számvitel)	Operatív kontroll (Vezetői számvitel)	Operatív kontroll (Vezetői számvitel) ÉFM, Marketing.
3. Stratégiai visszacsatolás		Stratégiai kontroll Vezetői számvitel (BSC)*	Stratégiai kontroll Vezetői számvitel (BSC)*	Stratégiai kontroll Vezetői számvitel (BSC)*			
4. Gazdasági döntésekhez információszolgáltatás		Vezetői számvitel	Vezetői számvitel Vállalat-értékelés	Vezetői számvitel. Vállalat-értékelés	Vezetői számvitel	Vezetői számvitel	Vezetői számvitel, ÉFM, Marketing
5. Tanulási, fejlesztési folyamat elősegítése							Vezetői számvitel <sup>18</sup> ÉFM
6. Stratégiai célok közvetítése, kommunikáció	Vezetői számvitel (BSC)*	Vezetői számvitel (BSC)*	Vezetői számvitel (BSC)*	Vezetői számvitel (BSC)*			
7. Alkalmazottak ellenőrzése, ösztönzése, motiváció	EEM <sup>19</sup>	EEM, Menedzsment kontroll	Vezetői számvitel Vállalat-értékelés	Vezetői számvitel Vállalat-értékelés			

\* A kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer (BSC) mint kiemelt módszer azért került be a táblázatba, mert több tudományterület pl.: stratégia, értékteremtő folyamatok menedzsmentje ennek a módszernek a bemutatásán keresztül kapcsolódik a teljesítményértékelés stratégia megvalósítását támogató funkciójához.

Ha a teljesítménymérés döntéstámogató funkcióját tekintjük (2., 3., 4., 5., célok a 2. táblázatban) még akkor is nagyon tág témával nézünk szembe. Információ szükséges a stratégiai döntésekhez, a stratégia felülvizsgálatához, esetleges beavatkozáshoz. A stratégia megvalósításának nyomon követése mellett ugyanolyan fontos, hogy a folyamatos operatív tevékenységek rendbe menjenek, illetve megfelelő információk

<sup>17</sup> Mivel tanulmányom nem foglalkozik az ellátási lánc értékelés kérdéseivel, illetve ez a kérdéskör elsősorban az értékteremtő folyamatok menedzsmentjén belül kerül előtérbe, a többi tudományterület nem foglalkozik kiemelten ezzel a területtel; ezért az összefoglaló 2. tábla könnyebb kezelhetősége érdekében a teljesítményértékelés szintjei közül kikerült az ellátási lánc.

<sup>18</sup> A vállalati folyamatok fejlesztését, a tanulást segíti elő a kaizen költségszámítás, melynek rövid ismertetésére a 2.3.2. fejezetben kerül sor. A tanulási folyamat stratégiai szinten is megjelenik, lásd 2.3.3. fejezet. Kutatásom érinti ezen területeket, de nem erre helyezi fókuszpontját.

<sup>19</sup> Emberi erőforrás menedzsment



álljanak rendelkezésre a termékfejlesztéshez, illetve folyamatfejlesztéshez. A tanulási, fejlesztési folyamat elősegítése mind stratégiai, mind operatív szinten megjelenik. A teljesítménymérés adataira egyaránt szükség van a hosszú távú és a rövid távú döntéseknél is pl: termékszerkezet, vagy árpolitika kialakítása. A teljesítménymérés döntéstámogató funkciója mellett nagy szerepe van a vállalati célok kommunikációjában, az alkalmazottak ellenőrzésében, ösztönzésében, és alapját képezni a befektetői kommunikációnak. A teljesítménymérési rendszer kialakításán túl egyre nagyobb figyelmet fordítanak a bevezetés kérdésére.

Mivel az értékközpontú vezetést szolgáló teljesítménymérési rendszer komplex tárgyalása (információ szolgáltatás stratégiai és operatív döntésekhez, befektetői kommunikációhoz, alkalmazottak motiválása, megbízó-ügynök probléma kezelése, a teljesítménymérési rendszer kialakításának és bevezetésének kérdésköre) meghaladná disszertációm kereteit, ezért **minden problémakör alapjára fogok koncentrálni**, arra a kérdésre keresve a választ, hogy **milyen mutatók segítségével közelíthetjük, „mérhetjük” a tulajdonosi érték változását, illetve a kulcsfontosságú értékteremtő tényezőket.**

Ennek megfelelően:

- Nem célom bemutatni, hogy a teljesítménymérés adatai hogyan használhatók fel a befektetői kommunikációhoz.
- Nem célom tárgyalni azt a kapcsolódó kérdéskört, hogy milyen kihívásokkal kell szembenéznie napjainkban a számviteli szabályozásnak. Kizárólag azt a kérdést vizsgálom, hogy a jelenlegi számviteli szabályozást adottságnak tekintve, hogyan használhatók fel esetleges korrekciókkal a számviteli adatok az értékközpontú vezetés érdekében.
- Nem célom vizsgálni azt a kérdéskört, hogy a teljesítménymérés hogyan használható a vezetők és alkalmazottak ellenőrzésére, ösztönzésére, nem térek ki a megbízó-ügynök probléma kezelésére.
- Nem foglalkozok az operatív kontroll kérdéskörével.

Disszertációmban kizárólag arra a kérdéskörre koncentrálok, hogy hogyan mérjük a vállalati értéket, és ezen keresztül a tulajdonosi érték változását. Elsősorban az angolszász és magyarországi irodalmat dolgozom fel.

Mielőtt rátérnék a vállalati érték, illetve tulajdonosi érték változását leginkább kifejező, az értékközpontú vezetés képviselői által javasolt módszerek bemutatására, előtte mindenképpen indokolt egy rövid történeti kitekintést adni a teljesítménymérési módszerek fejlődéséről, mivel a jelenlegi teljesítménymérési rendszerek gyökerei a múltba nyúlnak vissza, illetve enélkül nem lenne reális alapunk a vállalati gyakorlat értékeléséhez.

## 2.3. Teljesítménymérés fejlődése, történeti kitekintés

### 2.3.1. Teljesítménymérés az 1980-as évekig, a hagyományos számviteli mutatókon alapuló teljesítménymérés problémái

Az 1900-as évek előtti költségszámítási rendszerekről viszonylag kevés információ áll rendelkezésre. Kivételt jelent az 1854-ben Bostonban alapított Lyman Mills pamuttextil vállalat.<sup>20</sup> A számos pamutgyárral rendelkező vállalat a gondosan kidolgozott költség elszámolási, és jelentési rendszerét elsősorban a **gyárak termelési tevékenységének kontrollálására** alkalmazta. Feltételezések szerint, a havi és féléves gyárankénti, termelési folyamatonkénti, illetve termékenkénti költségadatokat nem használták fel termelési és befektetési döntésekhez.

A teljesítménymérés fejlődésére a legerőteljesebben a **vasúttársaságok megjelenése** és gyors növekedése hatott a XIX. század közepén. Óriási, komplex szervezeteket kellett irányítani, tevékenységüket összehangolni hatalmas földrajzi távolságok mellett. A működési folyamat gazdaságosságának mérésére új, speciális mutatókat vezettek be; egy tonnakilométerre jutó költség, egy utaskilométerre jutó költség. Az 1900-as évek körül a Lorain Street Railway társaság kontroll rendszerében, már minden vállalati tevékenységre befektetés arányos megtérülést számítottak.<sup>21</sup> (A vezetői számvitel fejlődésének legfontosabb állomásait mutatja be Kaplan R.S. – Atkinson A. A. [2003] 2– 5. old., 450 – 454.old.)

---

<sup>20</sup> A számviteli irodalom a Lyman Mills számviteli rendszerét tekinti a teljesen integrált kettős könyvviteli elszámoláson alapuló költségszámítási rendszerek legkorábbi példájának. Lyman Mills költségszámítási rendszerének bemutatását lásd: Johnson T. [1972]

<sup>21</sup> Irodalmi források szerint a számított mutató a részvénytulajdonosok befektetésének megtérülését mutatta és nem a teljes befektetett tőke megtérülését. Johnson T. [1975] 194. old. alapján.

Az 1900-as évek elején megjelenő **diverzifikált nagyvállalatok kialakulása** új kihívásokat jelentett a teljesítménymérésnek. A belső termelési folyamatok hatékonyságának mérése, a divíziók koordinálása, vezetők motiválása, értékelése mellett a hatékony tőkeallokációt is meg kellett szervezni. Az 1903-ban több különálló és függetlenül irányított vállalkozás egyesüléséből alapított **DuPont Powder Companynál** a korszak egyik legkorszerűbb költségszámítási és teljesítményértékelési rendszerét alakították ki. A kialakított rendszerre nagy hatással volt Frederick **Taylor tudományos munkaszervezési és termelési költség számítási rendszere**, amely elsősorban a termelési hatékonyságot kívánta kontrollálni, növelni<sup>22</sup>, illetve a már említett Lorain Street Railway operatív kontroll rendszere.

DuPont teljesítménymérési rendszerében továbbra is fontos szerepe van az operatív kontroll funkciónak, amely lehetővé tette a vállalat több mint 40, földrajzilag szétszórtan elhelyezkedő gyárának termelési tevékenységének kontrollját és értékelését. A havonta készült jelentések minden termelési folyamat hatékonyságát mérték, összehasonlíthatóságot biztosítottak időben, a többi gyár vonatkozásában, és a norma szerinti felhasználásokhoz képest. Az operatív kontroll a teljes marketing tevékenységre is kiterjedt. A havi jelentések kimutatták az értékesített mennyiséget és átlagárát földrajzi régiókként, terméktípusonként, vevő típusonként; értékesítési egységenként összehasonlították a nettóértékesítési árat és értékesítési költségeket terméktípusonkénti bontásban.

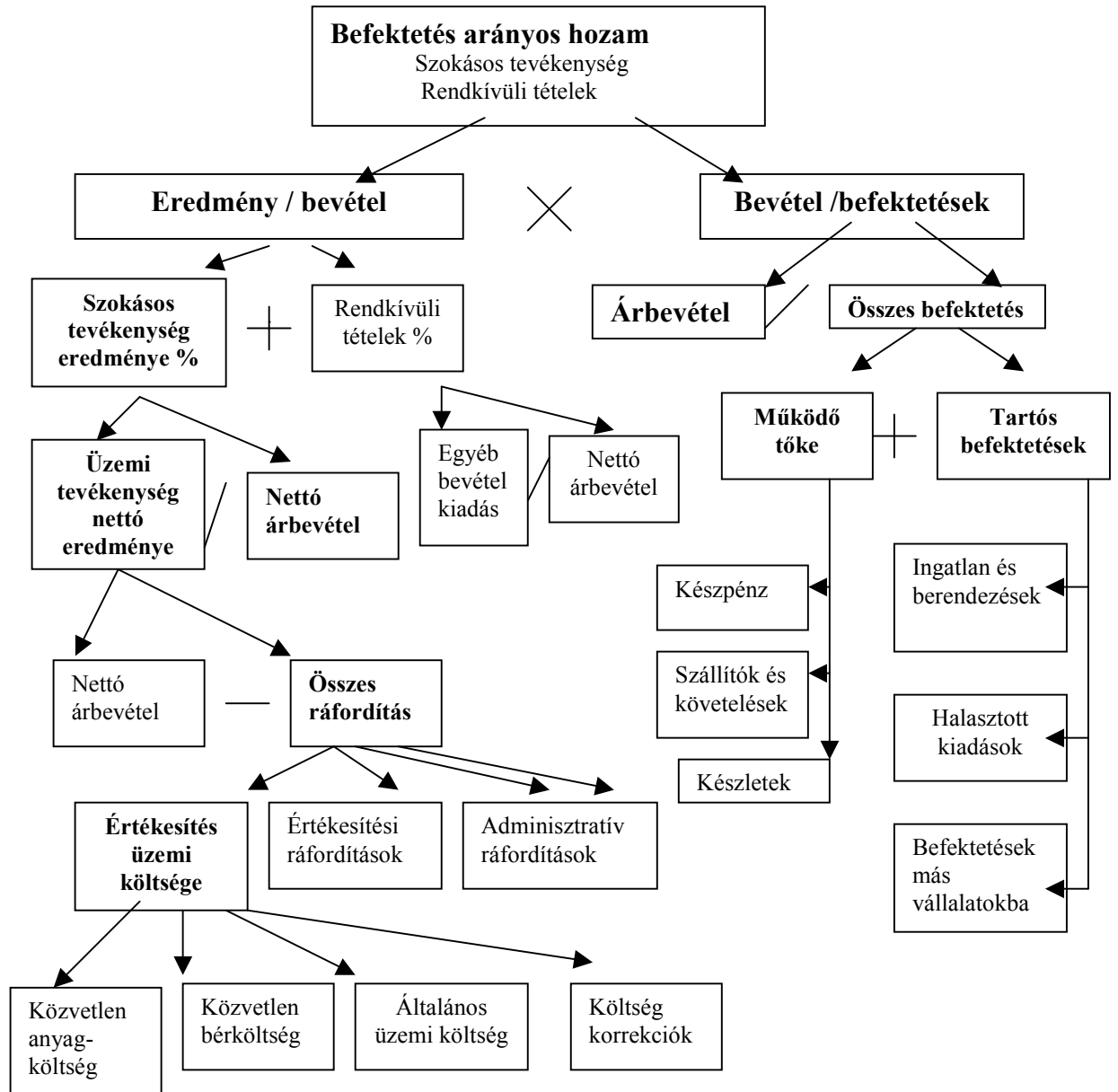
A korábbi rendszerekhez képest a leglényegesebb előrelépést az jelentette, hogy a **teljesítménymérés adatait** már nem csupán rövid távú költség kontrollra **alkalmazták**, hanem **hosszú távú tervezéshez, beruházási és finanszírozási döntésekhez** is. Az 1900-as évek előtt a legtöbb vállalat mérte a nettó jövedelmet, de azt a működési költségekhez viszonyította és nem a vállalatba történő befektetéshez. DuPont vezetői felismerték, hogy a **jövedelmezőség igazi mércéje** nem a költségek feletti eredmény százaléka, hanem a **befektetett tőkén elért hozam**. A legfontosabb döntési kritériummá a befektetés arányos hozam, a ROI mutató vált.  $ROI$  (Return on Investment) =  $\frac{\text{nettó jövedelem}}{\text{befektetett eszközök}}$ , ahol a nettó eredmény alatt az értékcsökkenés utáni, de kamatfizetés előtti eredményt értették; befektetett eszközök alatt, pedig az összes

---

<sup>22</sup> Taylor F. W.: [1983]: A tudományos vezetés alapjai művében központi kérdésként a hatékonyság növelésének kérdését tárgyalja, s gyakorlatilag az operatív költségkontroll alapjait teszi le. Taylor munkássága az 1900-as évek elején a számos bírálat ellenére is, óriási hatást gyakorolt nyugati teljesítményértékelési rendszer fejlődésére.

eszköz mínusz folyó források értékét. A ROI mutatót egyaránt alkalmazták a beruházási döntéseknél, vállalatfelvásárlásoknál, termékvonalak, gyáregységek és a vezetők teljesítményének értékelésére. Az első világháború után, amikor a termelő gyárakat már nyereségközpontként kezelték, a vezetők elé kitűzött legfontosabb cél az volt, hogy elérjék a megcélzott befektetés arányos nyereséget.

**3. ábra. A befektetés arányos hozam (ROI) elemzése**



Az eredeti ábra a DuPoint 1923. évi. tevékenységének számszerű elemzését mutatta be. Lásd: Kaplan R. S. – Atkinson A. A. [2003] 451.old., vagy Johnson T. [1978] 509. old. A bemutatásra kerülő ábra az eredeti kis mértékű egyszerűsítésével készült.

Az 1920-as években a **ROI mutató vezetésben betöltött szerepe jelentősen megnőtt annak következtében, hogy felbontották mutatószámok szorzatára.** A felbontás hozzájárult ahhoz, hogy a felsővezetők megérthessék, hogy az egyedi tevékenységek teljesítménye hogyan járul hozzá a szervezeti hatékonyság akkori legfontosabb mérőszámának, a ROI mutató alakulásához. A DuPont rendszer eredeti felbontását mutatja be a 3. ábra. Hasonló ROI elemzés készült a General Motors vállalatnál is az 1920-as években.<sup>23</sup>

A 3. ábrából látható, hogy a DuPont és a General Motors vállalatoknál a ROI számításnál, illetve felbontásnál számviteli kategóriákat alkalmaztak. A szokásos tevékenység eredményétől elkülönítik a rendkívüli tételeket, az eredeti források szerint kiszámítják a szokásos tevékenységre, a rendkívüli tételekre, és összesen is a ROI mutatót. Az 1930-as években a Matsushita cégnél is alkalmazták a ROI mutatót, de az ő számításuk alapja már egyértelműen az üzemi tevékenység eredménye volt, melyet az átlagos lekötött tőkével osztottak. Lekötött tőke az értelmezésük szerint: működő tőke (forgóeszközök – folyó források) + befektetett eszközök. Ez az értelmezés terjedt el világszerte. (Kaplan R.S. – Atkinson A. A. [2003] és Boda Gy. [1997] alapján.)

A korai teljesítménymérési rendszerekhez képest óriási előrelépést jelentett, hogy már nem csak a költségeket kontrolálták (a működési eredményhányad az értékteremtésnek csupán egy tényezője), hanem odafigyeltek az árbevétel alakulására és a befektetett tőke elemeire is. A tulajdonosi szemléletmód „megjelenését” jelzi a DuPont eredeti feljegyzéseiből származó alábbi idézet: „...egy olyan termék, ami csupán 10 százalékkal költségei feletti áron értékesíthető, de olcsó üzemet igényel, magasabb befektetés arányos hozamot mutathat, mint egy olyan, amelyet költségeinek duplájáért lehet eladni, de drága gyárban termelik. A profit nagy vagy kis mértékének igazi mutatója az üzletbe fektetett pénzen elért hozam, nem pedig a költségek feletti eredmény százaléka.”<sup>24</sup> **A tulajdonosi értékteremtés azon feltétele, hogy a folyó működés eredményváltozását és a tőkebefektetés változását együttesen kezeljék, megvalósult a DuPont rendszerében, ugyanakkor nem vették figyelembe a különböző üzleti egységek esetlegesen eltérő kockázatát, a saját tőke költségét, a finanszírozási szerkezet értékre gyakorolt hatását, és az értéknövelés időtartamát.**

---

<sup>23</sup> Az 1920-as években a General Motors vállalatnál kialakított vezetői számviteli rendszert mutatja be Johnson T. [1978].

<sup>24</sup> Eredeti forrás: Johnson T. [1975], idézet átvéve: Kaplan R.S. – Atkinson A.A. [2003]

Nem kérdőjelezve meg a DuPont rendszer nagyszerűségét a saját korában, mindenképpen látni kell, hogy a befektetés arányos hozamot (ROI) csak addig tekinthetjük megfelelő döntési kritériumnak, amíg:

1. A vállalatcsoporton belül a stratégiai üzleti egységek működési kockázata megközelítőleg megegyezik, nincs lényeges különbség a finanszírozási struktúrában, tehát végeredményben ugyanazt a súlyozott átlagos tőkeköltséget kellene használni a vállalatcsoport minden egységének értékeléséhez.
2. A másik fontos feltétel a működési környezet stabilitása, amely meghatározza azt, hogy a múltbeli pénzügyi teljesítményből mennyire lehet előre következtetni a jövőbeli értékteremtésre.
3. A számviteli információk torzítása még nem olyan jelentős; a befektetett tőke számviteli értéke és piaci értéke közelít egymáshoz, még nem szakadt el teljesen; illetve a folyó ráfordítás és egyszeri ráfordítás közötti választás problémája még nem jelent zavaró tényezőt. (Fontos megjegyezni, hogy a DuPont rendszerben a ROI mutatót teljes mértékben számviteli információk alapján számították.)

A fenti feltételek megléte esetén is számolni kell a befektetés arányos hozam azon problémájával, hogy hiányzik az a viszonyítási alap, amely segítségével meg tudjuk válaszolni, hogy a befektetés arányos megtérülés adott mértéke, teremt-e értéket a tulajdonos számára. Ez a szükséges viszonyítási alap a súlyozott átlagos vállalati tőkeköltség.

A DuPont-nál kialakított számviteli teljesítménymérési rendszer, a mutatószám felbontás nagy hatást gyakorolt a vállalati teljesítménymérésre. Napjainkban is meghatározó a Dupont-elemzés, lásd például Brealey R. A. – Myers S. C. [2005] 885. old, Boda Gy. [1997] 105-108. old., Bélyácz I.(2007). Az 1980-as évekig a vállalati teljesítménymérést a számviteli mutatók dominálták. (A pénzügyi mutatószámok tárgyalását többek között lásd: Bordáné Rabóczki M. [1989a], Brealey R. A. – Myers S. C. [1992, 2005], Virág M. [2004]), Bélyácz I.(2007).

A befektetés arányos hozam (ROI) mellett a leggyakoribb jövedelmezőségi mutatók:

**Saját tőke arányos megtérülés** (Return on Equity, ROE)

ROE = adózott eredmény / átlagos saját tőke.

**Eszközarányos megtérülés** (Return on Assets, ROA)

ROA = Adózott eredmény / Átlagos eszközállomány vagy

$ROA = [\text{EBIT (adó és kamatfizetés előtti eredmény)} - (\text{adófizetés} + \text{Kamatfizetés miatti adómegettakarítás})] / \text{Átlagos eszközállomány.}^{25}$

A teljesítménymérésben fontos szerepet töltenek be a piaci értékmérők is. A legfontosabb hagyományos piaci érték mutatók:

**Egy részvényre jutó eredmény** (Earnings per share, EPS)

EPS = adózott eredmény / törzsrészesvények átlagos száma

**Árfolyam / eredmény ráta** (Price / Earnings, P/E)

P/E = Egy részvény piaci ára / egy részvényre jutó eredmény

**Osztalékhozam** = Egy részvényre jutó osztalék / egy részvény piaci ára

Az 1980-as évektől napjainkig számos szerző mutatott rá (Rappaport A. [2002], Copeland et.al. [1999], Pratt S. P. [1992], Reszegi L. [2004]), illetve foglalta össze (pl: Wimmer Á. [2000], Dolgos O. [2000], Dorgai I. [2004a, b]) a **kizárólag számviteli mutatókon alapuló teljesítménymérés problémáit.**

A szakirodalomban leggyakrabban említett problémák:

- A számviteli mutatók visszatekintő mutatók, múltra vonatkoznak, semmit nem mondanak arról, hogy a jelenlegi stratégia hogyan befolyásolja a vállalat jövőbeli értékét. Utólagos, késői információk nem segítik a döntéstámogatást. Kizárólag pénzügyi mutatókra támaszkodva nem lehet jó döntéseket hozni.
- Rövid távú orientáció, stratégiai szemlélet hiánya jellemzi. Nem mutatják az eredményt befolyásoló tényezők hatásait. Nem támogatják a stratégia megvalósítását, nyomon követését.
- Nem megfelelőek a megváltozott gyártási technológiák (pl: JIT, TQM<sup>26</sup>) között.
- Nem veszik figyelembe a saját tőke költségét, és a pénz időértékét.
- A számviteli politika kialakításakor, illetve a számviteli elszámolásakor a vállalatok gyakran az adózási szempontokat részesítik előnybe a számviteli információk gazdasági tartalmával szemben. A számviteli elszámolásban meglévő különbségek megnehezítik a vállalatok teljesítményének

<sup>25</sup> A pénzügyi mutató számítás egyik alapelve, hogy a számlálónak és a nevezőnek összhangban kell állnia, tehát a nevezőben szerepeltetett eszköz, illetve forrás által generált hozamot kell a számlálóban alkalmazni. Mivel az összes eszköz nem csupán a nettó eredmény termelésében vesz részt, hanem a kamat formájában a hitelezőknek fizetendő összegek kitermelésében is, ezért az eszközarányos hozam számítása során célszerűbb az adózott kamatfizetés előtti eredményből kiindulni. Ezt a megoldást javasolja Brealey/Myers [1992] 418.old., és Becker et.al. [2005] 52.old.

<sup>26</sup> JIT: éppen időben termelésszervezési elv, TQM: teljes körű minőségellenőrzés

összehasonlítását, ez különösen nemzetközi összehasonlításban jelentkezik. Másrészt a számviteli eredmény kategóriák és a befektetett tőke értéke nem egyezik meg a gazdasági hozammal és befektetéssel. (A mérleg és eredménykimutatás problémái részleteiben az EVA számítás korrekcióinál kerül bemutatásra.)

- Számviteli adatok manipulálhatósága.

A hagyományos pénzügyi mutatóknak az az alapvető problémájuk, hogy nincsenek összhangban a tulajdonosi érték növelés céljával. **Az eredmény azáltal is növelhető, hogy a tőkeköltségnél alacsonyabb megtérüléssel fektetnek be,** ami csökkenti a vállalat értékét; illetve a **vállalat értékét növelő projektet utasíthatnak el** azért, mert az átlagos ROI értéket csökkentené. (Lásd Kaplan R. S. – Atkinson A. A. [2003] 456 - 456. old. példája.) A számviteli eredmény nem mutatja az értékben bekövetkező változást. Nem veszi figyelembe a saját tőke költségét, figyelmen kívül marad a vállalat kockázata. (Higgins, R. C. 2001, 50. old. ezt kockázati problémának nevezi.) A számviteli eredmény eltér a pénzáramtól, ugyanakkor a pénz időértéke nem érdekes a számviteli elszámolásnál. Nem csupán a hozamszámításnál jelentkeznek problémák a számviteli mutatók esetében, hanem a nevező meghatározásánál is. A nevezőt mindig könyvszerinti értékkel számolják, ugyanakkor a vállalat, illetve a saját tőke könyvszerinti értéke és piaci értéke lényegesen eltérhet egymástól. A tulajdonosi megtérülést nem fejezi ki a saját tőke arányos megtérülés (ROE). (A számviteli és üzleti mérlegstruktúra eltérő jellegét mutatja be Reszegi L. [2004].)

A mérés eredménye mindig viszonylagos<sup>27</sup>. A mért érték függ attól, hogy milyen „mérőrudat” alkalmazunk. A mércékkel szembeni legfontosabb követelmény, hogy az **ösztönző sorbarendezés** elvét kielégítse, a különböző termékek, divíziók, vállalatok jövedelmezőségi rangsora felállítható legyen mind térben, mind időben; megállapítható legyen a jövedelmezőség változásának iránya, relatív mértéke, függetlenül annak abszolút pontos nagyságától. Az eszközarányos hozam (ROA) és a saját tőke arányos hozam (ROE) mutatók nem tesznek eleget ennek a kritériumnak. Ezt a problémát számpéldával alátámasztva mutatja be Higgins, R. C. [2001] és Reszegi L. [2004].

Gazdasági döntések esetében a pénzügyi számviteli költségkategóriáktól (költségnem szerinti bontás, illetve követlen-közvetett költségek), és az ezeken alapuló eredménykategóriáktól eltérő megközelítésre van szükség. Minden esetben azt

---

<sup>27</sup> A mérés általános problémáit tárgyalja: Bródy A. 1990, 1997.



mérlegeljük, hogy egy adott döntés esetében melyek a befolyásolható költség és eredmény elemek. Az adott döntés szempontjából befolyásolható és nem befolyásolható költségeket tárgyalja Kaplan R. S. – Atkinson A. A. [2003]. Az egyszeri befektetések és folyó ráfordítások közötti átváltás problémáját nehezíti, hogy adott kiadási tételt másként ítélni meg a számviteli elszámolás és másként az üzleti szemlélet. (E problémakör tárgyalását lásd 2.5.1.1. fejezet.)

A **számviteli mércék túlra vonatkoznak**, visszatekintő mutatók, az **érték viszont a jövőben van**. Minél komplexebb, minél gyorsabban változó környezetben működik a vállalat, annál nehezebben tudunk a múltból a jövőre következtetni. A vállalati teljesítmény megítéléséhez szükség van a teljesítményt előrejelző, nem pénzügyi mércékre is. Meg kell határozni azokat a mutatókat, melyek a legfontosabb információkat hordozzák a vállalat jelenbeli és jövőbeli sikerességével kapcsolatban, és a mutatók ezen körére kell koncentrálni. Gyakori kritika a **rövid távú orientáció, a könnyű manipulálhatóság**, amely problémák nem csak a mutatók számítási módjából, hanem a mutatók alkalmazásából is adódnak. A legkorszerűbb rendszerek esetén is problémát jelenthet, ha a teljesítménymérési rendszerrel nem párosul egy megfelelő vállalati kultúra.

A hagyományos piaci mércék (EPS, és P/E) problémái a számviteli eredménykategória alkalmazására vezethető vissza. A teljesítménymérésben betöltött szerepükre nagyon jellemző, hogy még 2005-ben is amellet érvel Dobbs R. Nand B. Rehm W., a McKinsey Quarterly-ben, hogy meg kell szabadulni az egy részvényre jutó nyereség (EPS) alapú értékeléstől!

### **2.3.2. A teljesítménymérés fejlődésének kiemelt állomásai az értékközpontú vállalatvezetés nézőpontjából az 1980-as évektől**

#### Releváns költséginformációk

Az 1980-as évektől jelentős figyelem irányult a vállalati teljesítménymérés problémáira. **Cooper R. és Kaplan R.S.** Az 1980-as évek közepén hívták fel a figyelmet arra, hogy az általános költségek kezelésének addigi módja (hagyományos mennyiségi vetítési alapok segítségével történő felosztás) torzított költséginformációt eredményez, amely

hibás gazdasági döntésekhez vezethet. Az új termelési technológiának, a szolgáltatások növekvő szerepének, a rövidülő termék-életciklusoknak, a vállalatok összetettségének következtében az általános költségek aránya megnőtt, az összköltség 55-60%-át teszi ki, ezáltal a helytelen költségfelosztásból eredő torzító hatás jelentőssé vált.<sup>28</sup> Ezzel párhuzamosan az egyre erősebb verseny következtében megnőtt az igény a pontosabb költséginformációk iránt. E probléma kezelése érdekében kifejlesztették a **tevékenység alapú költségszámítást** (Activity Based Costing, **ABC**, Cooper R. – Kaplan R.S. [1988]) melynek lényege, hogy meghatározzák az erőforrás felhasználás szempontjából lényeges tevékenységeket, ezen tevékenységek költségét, és a tevékenységek igénybevétele alapján rendelik ezen költségeket a termékekhez, szolgáltatásokhoz, üzleti folyamatokhoz, vevőkhöz. Az ABC előnye nem csupán abban rejlik, hogy a közvetett költségek pontosabb, ok-okozati összefüggésen alapuló felosztása során realisabb költségadatokhoz jutunk, hanem rávilágít a tevékenységek, folyamatok költség hatására is. Az ABC célja Kaplan R. S. – Atkinson A. A. ([2003] 129. old.) megfogalmazásában: „mérjük és beárasszuk valamennyi olyan tevékenységet, erőforrást, amelyet a termelés támogatásához, a termékek kiszállításához és az ügyfeleknek nyújtott szolgáltatásokhoz használunk fel.” A rendszernek két kritikus eleme van: a tevékenységek és a tevékenységekhez tartozó költségokozó tényezők meghatározása; illetve a rendszer működtetése során az adatok gyűjtése. Egyrészt a költségeket tevékenységenként kell gyűjteni, másrészt meg kell határozni a termékek költség okozó tényező felhasználását, amely megfelelő számítástechnikai háttérrel igényel. Az ABC rendszer különböző pontossággal alakítható ki. Egy szervezet esetében 1000 vagy még több tevékenység/művelet azonosítható, ugyanakkor ha a vállalat minden egyes műveletet külön tevékenységként kezel, és gyűjti rá a költségeket, nagyon bonyolult és költséges rendszert hoz létre. Fontos megtalálni az egyensúlyt a nem megfelelő költségbecslésekből származó pontatlanság és a mérés költségei között. Azokat a műveleteket, melyeket azonos költségokozók segítségével osztanak fel, gyakran egy tevékenységbe összevonnak. Azokon a területeken célszerű részletesebb, kifinomultabb rendszert kialakítani, ahol a tevékenységek költségének összköltségen belüli aránya jelentős, illetve ahol a különböző termékek, szolgáltatások különböző mértékben vesznek igénybe egy-egy tevékenységet.

---

<sup>28</sup> Az 1900-as évek elején az általános költségek nem pontos felosztása még nem okozott olyan mértékű torzítást, hogy érdemes lett volna foglalkozni vele.

A tevékenység alapú költségszámítás vállalati gyakorlatban történő elterjedésére gátló tényezőként hatott a rendszer „költséges kiépítése, drága működtetése és karbantartása”. Napjainkban a tevékenység alapú költségszámítás elvén nyugvó, de annál rugalmasabb költségmodellt fejlesztettek ki, az **idővezérelt tevékenység alapú költségszámítást** (Time-Driven Activity-Based Costing) (Módszert tárgyalja: Kaplan - Anderson [2005]). Az idővezérelt ABC legfontosabb különbsége a hagyományos ABC-vel szemben, hogy közvetlenül mérik az egyes tranzakciók, termékek vagy vásárlók által támasztott erőforrás-követelményeket. Minden erőforráscsoport esetében két tényezőt kell mérni, illetve becsülni: az erőforrások időegységenkénti költségét, ill. az erőforrás-kapacitás termékek, szolgáltatások és vásárlók általi felhasználásának egységidőit. E két paraméter segítségével történik a költségek hozzárendelése termékekhez, szolgáltatásokhoz, vevőkhöz. A tevékenységek komplexitását az időegyenletek<sup>29</sup> segítségével fejezik ki. Az idővezérelt ABC másik jellegzetessége, hogy sokkal nagyobb mértékben támaszkodik a vezetők becslésére, mint az alkalmazotti mérésre, illetve meghatározza a kihasználatlan kapacitás költségét is. Az idővezérelt ABC rendszer bevezetése lényegesen könnyebb a hagyományos ABC-nél, nagyobb szervezet esetében is három hónap alatt bevezethető, az aktualizálása könnyű.

A tevékenység alapú költségszámítás napjainkban már menedzsment eszközzé nőtte ki magát. A **tevékenység alapú vezetés** (activity based management, **ABM**) a tevékenység alapú költségszámítás, költségelemzés eredményeit használja fel az értékteremtő folyamatok és az üzleti tevékenységek fejlesztésére. A tevékenység alapú költségszámítás során a vállalat olyan releváns költséginformációkhoz jut, melyek felhasználhatók a termékek újraárazására, a termék újratervezésére, a termékösszetétel megváltoztatására, a folyamatok és a termelési stratégia fejlesztésére. Az ABC segítségével azonosíthatók azok a területek, melyek a legnagyobb költségcsökkentési lehetőséget kínálják, illetve azok a területek, ahol a legkisebb ráfordítással a legnagyobb eredmények érhetők el. (A tevékenység alapú költségszámítást és tevékenység alapú vezetést részletesen tárgyalja: Kaplan R. S.- Atkinson A. A. [2003] 129-236. old.)

---

<sup>29</sup> Az időegyenletekben fogalmazzák meg expliciten, hogy az egyes tevékenységek, megrendelések, akciók sajátosságai miképpen befolyásolják a feldolgozási időt. Pl: Csomagolási idő = 0,5 + 6,5 (ha speciális csomagolásra van szükség) + 2,0 (légiszállításnál) (Kaplan F. S. – Anderson S. R. [2005] 23.old.)

Az ABC és ABM rendszerek a releváns költséginformációk nyújtásában, a folyamatok költségvonzatának megértésében, a költségek racionalizálásában nyújthatnak jelentős segítséget az értékközpontú teljesítménymérési rendszer keretein belül. Ugyanakkor látni kell, hogy ezek a módszerek a vállalati érték működési eredményhányad dimenziójára koncentrálnak, önmagukban nem elegendőek, mindenképpen egy komplex teljesítménymérési rendszer részeként kell őket kezelni. Az ABC rendszer az értékközpontú vállalatvezetésbe történő integrálásával foglalkozik Cooper R. – Slagmulder R. [1999], Roztocki N. – Needy K. L [1999].

Fontos mérföldkövetett jelent **Miles. L. D. [1973]: Értékelemzés** műve<sup>30</sup>. Az értékelemzésnek az a célja, hogy feltárják és kiküszöböljék a felesleges költségeket. „Egy termék vagy szolgáltatás értékét általában akkor tartjuk jónak, ha annak a terméknek vagy szolgáltatásnak megfelelő a teljesítőképessége és a költsége...

Pontosabban:

1. Az érték mindig növekszik a költség csökkentésével (megtartva természetesen a teljesítőképességet)
2. Az érték akkor növekszik a teljesítőképesség növelésével, ha a vevő a nagyobb teljesítőképességet igényli, kívánja és hajlandó megfizetni.” (Miles. L. D [1973] 28. old.)

Miles L. D. [1973] munkája lépésről lépésre bemutatja a különböző értéknövelő eljárásokat (funkcióelemzés, alkotóelemekre bontás), amely óriási hatást gyakorol Magyarországon is a teljesítményméréssel és hatékonyság növeléssel foglalkozó szakirodalomra.

A megfelelő információszolgáltatásban fontos szerepet tölthetnek be a japánból átvett célköltségszámítás, életciklusköltség-számítás, és kaizen költségszámítás módszerek. (Módszerek részletes bemutatását lásd: Kaplan R. S. – Atkinson A. A. [2003] 237-280.old.) A **célköltségszámítás** lényege, hogy a termék tervezése során figyelembe kell venni a termékterv és gyártási terv költséghatását. Ez azért különösen fontos, mivel általánosan elfogadott az a nézet, hogy a termékköltség 80%-át a terméktervezési szakaszban meghatározzák és a későbbiekben ezt nem lehet befolyásolni. A

---

<sup>30</sup> Annak ellenére, hogy Miles L.D. műve az 1980-as évek előtt jelent meg, mondanivalójának fontossága indokolja a legfontosabb tendenciák között történő bemutatását.

célköltségszámítás során a kiinduló paramétereket a termék leírása (legfontosabb jellemzői) a megcélzott ár, és megcélzott nyereség jelenti. A megcélzott ár és megcélzott nyereség különbsége adja a célköltséget, melyet a termék részletes tervezése és fejlesztése során el kell érni. Ez általában nem könnyű feladat. Ezt a folyamatot segíti például elő az értékelemzés. Az **életciklusköltség-számítást** is a termék tervezési szakaszában alkalmazzák, amikor is megbecsülik és összegyűjtik a termék teljes élettartama során felmerülő költségeket. Ez a koncepció különösen azokban az iparágakban fontos, ahol magasak a tervezési és fejlesztési költségek (pl: repülőgépgyártás, tankönyvfejlesztés), vagy a termék kivonásának költsége (pl: atomerőmű) jelentős. A **kaizen költségszámítás** célja a folyamatos költségcsökkentés a termelési szakaszban. Ennek érdekében először azonosítják azokat a területeket, ahol a legnagyobb a lehetőség a költségcsökkentésre (erre nagyon jól használható az ABC elemzés, illetve a folyamatok feltérképezése) majd erre a területre koncentrálnak pl.: gépbeállítás, heti vagy napi rendszerességgel mutatják ki a költségek alakulását. A korábbi módszerekkel (ABC, célköltségszámítás, életciklusköltség-számítás) ellentétben nem átlagos, vagy norma szerinti költségadatokat használ, hanem éppen az a lényege, hogy minél gyorsabban, minél aktuálisabb költségadatokat szolgáltatson, amely alapjául szolgál a folyamatos fejlesztésnek.

Annak ellenére, hogy az értékvezérelt teljesítménymérési rendszerek tárgyalásakor a szerzők elsősorban az „értéket” kifejező mércékre, illetve az értékteremtő tényezőkre koncentrálnak; nem szabad megfeledkezni a gazdasági döntések alapjául szolgáló költséginformációk relevanciájáról sem. **Az előzőekben ismertetett módszerek felhasználhatók a tulajdonosi érték növeléséhez a rövid és hosszú távú gazdasági döntéseken keresztül, de mindvégig szem előtt kell tartani a módszerek alkalmazásának költség vonzatát, illetve a tulajdonosiérték-koncepcióba beágyazva kell őket alkalmazni.**

## Stratégiai szemlélet a teljesítménymérésben

A másik nagy problémakör, mellyel az 1980-as évek után fokozottabban kezdtek el foglalkozni, az a teljesítménymérésben érvényesülő rövid távú szemlélet, a stratégiai fókusz hiánya.<sup>31</sup> Annak ellenére, hogy a szakirodalom már az 1970-es évektől (Skinner W. [1971], idézi: Neely A, et al [1995]) foglalkozott azzal a kérdéssel, hogy a teljesítménymérés befolyásolja a viselkedést, és ezáltal hatással van a stratégia megvalósítására, illetve a szakirodalom egyértelműen kiállt amellett, hogy a **teljesítménymércéket a stratégiából kellene levezetni**, ez a vállalati gyakorlatban még sokáig nem válik jellemzővé.<sup>32</sup> A vállalati teljesítménymérés stratégia megvalósítását támogató funkciója szempontjából fontos mérföldkövet jelentett az **1990**-ben Kaplan R. S. és Norton D. P. vezetésével kidolgozott **kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer** (Balanced Scorecard, BSC), amely napjaink egyik legismertebb teljesítménymérési rendszere. A BSC-hez hasonló elveken épül fel a Tableau de Bord francia teljesítményértékelési rendszer, illetve a kidolgozását segítő OVAR-módszer és a Smart piramis. Meg kell említenünk a Skandia „Business Navigator” rendszerét, melyet a BSC-vel közel azonos időben, 1991-ben fejlesztettek ki, de korántsem olyan ismert, mint a BSC. A két rendszer hasonlóságára világít rá a 2. számú melléklet<sup>33</sup>, míg a két rendszer különbségét tárgyalja Ashton R. H. [2005]. A kiegyensúlyozott stratégia mutatószámrendszer megítélése ellentmondásos. Egyik oldalról óriási népszerűségnek, ismertségnek örvend; több mint hétszáz BSC-ről szóló cikket találhatunk a nemzetközi irodalomban. A Gartner Group felmérése szerint<sup>34</sup> 2000-ig az amerikai nagyvállalatok 40-60 százaléka vezette be a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszert. A másik oldalról, viszont jelen vannak azok a nézetek, melyek megkérdőjelezzik a BSC hasznosságát. Jelen tanulmánynak nem célja a BSC részletes tárgyalása, a különböző interpretációinak bemutatása (lásd: Marr B. [2005]), problémáinak feltárása, különböző szempontok szerint történő tárgyalása. A kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszert Kaplan R.S. és Norton D. T. [1997, 2002, 2004, 2005, 2008]

---

<sup>31</sup> Az 1988-ban lefolytatott CIMA (UK's Chartered Institute of Management Accountant) felmérés azt állapította meg, hogy az USA-ban a vezetői számvitel legnagyobb problémája a rendszerben érvényesülő rövid távú szemlélet, a stratégiai fókusz hiánya és a termelési folyamatokról alkotott hibás feltételezés volt. Forrás: Neely A. et al [1995] 89. old.

<sup>32</sup> Goold M, és Quinn X. T. [1988] felmérése szerint a 200 legnagyobb Britt vállalatnak csupán 11%-a rendelkezett stratégiai kontroll rendszerrel. Forrás: Neely A, et al [1995]

<sup>33</sup> Boda Gy. [1997] az Edvinson-Malone féle Skandia módszert tekinti a BSC ősének.

<sup>34</sup> Átvéve: Neely A., Bourne M [2000]

alapján foglalom össze, nem tagadva azt, hogy ettől eltérő megközelítések, felfogásmódok is léteznek.

A kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer legfontosabb célja a stratégia megvalósítását támogatni, ennek megfelelően az egyik legfontosabb alapelve az, hogy a **teljesítménymércéket a stratégiából kell levezetni**. Miután konszenzusra jutottak a legfontosabb stratégiai célok tekintetében, a szervezetnek azonosítania kell azokat a folyamatokat, amelyek a legfontosabbak a kitűzött célok eléréséhez, azokat a komponenseket, melyek jelentős teljesítménynövekedést eredményeznek, tehát meg kell határozni az **értékteremtő tényezőket**. A stratégiai célokhoz és a célok elérését szolgáló értékteremtő tényezőkhöz mutatószámokat rendelnek, melyeket négy nézőpont (pénzügyi nézőpont, vevői nézőpont, működési folyamatok nézőpontja, tanulási és fejlődés nézőpont) köré csoportosítva egy logikus rendszerbe foglalnak. (Lásd 2. számú melléklet.) A módszer háttérében az a felfogás áll, hogy egyetlen mutatóval nem lehet kifejezni a vállalat reális teljesítményét, ehhez a **mutatószámoknak egy logikus, összefüggő rendszere szükséges**. A rendszer kialakításánál mindig szem előtt kell tartani, hogy a BSC a stratégia megvalósítását elősegítő eszköz és nem operatív kontroll rendszer. A vállalati folyamatok kontrollálására ezernél is több mutatószámot alkalmazhatnak, viszont a BSC-ba csak a **stratégia megvalósítása szempontjából kulcsfontosságú mutatókat szabad beemlíteni**, ezáltal teremthető meg a stratégiai fókusz. A rendszer meghatározó jellemzője a kiegyensúlyozottság; egyensúlyt teremt a rövid és hosszú távú célok között, egyaránt tartalmaz pénzügyi és nem pénzügyi mutatókat, külső és belső mutatókat, objektív, könnyen számszerűsíthető eredménymutatókat, és szubjektív, a jövőbeli teljesítményt előrejelző elemeket. A kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer kialakítása nem ér azzal véget, hogy a célokhoz és az ahhoz vezető út kritikus elemeihez mércéket rendelnek, hanem létre kell hozni egy **ok-okozati láncolatot, meg kell határozni az eredménymutatók és teljesítményokozók közötti kapcsolatokat**, tehát fel kell vázolni a stratégiai térképet. Kaplan-Norton [2002, 24. old.] alapján a stratégiai térkép egy logikus és átfogó séma a stratégia leírására, melyben az ok-okozati kapcsolatok megmutatják, hogy az immateriális javak hogyan alakulnak át megfogható (pénzügyi) teljesítménnyé.<sup>35</sup> A

---

<sup>35</sup> A stratégiai térkép elődjének tekinthető a Skandiánál kifejlesztett, az értéklánc továbbfejlesztett változata a szellemi tőke felbontási fa (Intellectual Capitan Distinction Tree), lásd: Ashton R. H. [2005]. Kaplan R.S. – Norton D.P. [2005] különböző stratégiai térképeket szemléltetnek könyvükben.

BSC fontos szerepet tölt be a stratégia kommunikálásában. A kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszert azon a szinten kell kialakítani, ahol létezik stratégia, ez azután tovább bontható az alsóbb szervezeti egységek számára, egészen egyéni szintig. Az alsóbb szintű mutatószámrendszerek esetében törekedni kell arra, hogy azok minél több olyan mutatót tartalmazzanak, amelynek alakulására az adott szervezeti egység befolyással bír.

Kaplan és Norton szerint a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer nem csupán egy új mutatószámrendszert jelent, hanem **szisztematikus folyamatot nyújt a vállalati stratégia végrehajtására és a visszacsatolásra**. A BSC kialakításának folyamata a vezetőket a stratégia tisztázására és konszenzusteremtésre kényszeríti. Elősegíti a legfontosabb üzleti folyamatokra történő koncentrációt. A vállalati hierarchia különböző szintjein álló vezetők számára könnyen érthető „nyelvezetet” biztosít a stratégia kommunikálására. A stratégiai célokat összekapcsolja az éves tervezéssel, és az erőforrás allokációval. Megfelelő keretet nyújt a stratégia rendszeres felülvizsgálatára, visszacsatolásra, stratégiai tanulásra és folyamatos fejlesztésre.

A BSC népszerűsége mellett fontos megjegyezni, hogy létezik ennek a részleteiben kidolgozott rendszernek **árnyoldala** is. Kenny G. [2003] szerint a legtöbb vezető már hallott a BSC-ről, de tapasztalatai szerint, csak kevesen értik a részleteit. Gyakran a legegyszerűbb mutatószámrendszereket, amelyben csupán kombinálják a pénzügyi és nem pénzügyi mutatókat, már BSC-nek nevezik, és a módszer „lelkét” adó lépések, például az ok-okozati összefüggések feltárása kimaradnak. A már idézett Gartner Group<sup>36</sup> felmérése szerint a vállalatok 70%-nál a BSC kivitelezése nem megfelelő, melyet két fő okra vezetnek vissza: a gyenge tervezésre és a bevezetés problémáira. (BSC további bírálatát lásd még Jensen M. C. 2002.)

A BSC a vállalati teljesítménymérési rendszernek egy lehetséges logikai keretet ad, melyet a profitorientált vállalatok mellett szívesen alkalmaznak a non-profit szférában, illetve a fenntartható vállalatvezetés koncepciójában is. (Egyes szerzők a BSC rendszert kifejezetten az érintett szemlélet megvalósításához kötik.) A BSC **önmagában nem biztosítja az érték-központú teljesítménymérést**, viszont néhány

---

<sup>36</sup> Átvéve: Neely A., Bourne M [2000]



alapelve, egyes elemei felhasználhatók; illetve a módszer népszerűsége miatt nem tekinthettünk el annak rövid ismertetésétől.

### Eszmei javak<sup>37</sup>, nem pénzügyi értékteremtő tényezők előtérbe kerülése

Az előzőekben bemutatott kiegyensúlyozott mutatószámrendszernek amellet, hogy a teljesítménymutatókat a stratégiából vezeti ki, a mutatókat rendszerbe foglalja; a másik fő jellemzője, hogy a figyelmet a nem pénzügyi értékteremtő tényezőkre irányítja. Széles körben vallott az a nézet, hogy kizárólag pénzügyi mutatók segítségével nem lehet vállalatot irányítani. A tudásalapú társadalom nagy kihívás elé állítja a teljesítménymérést, napjainkban **egyre nagyobb figyelem irányul a nem megfogható, eszmei javak kezelésére, melyek egyre nagyobb szerepet játszanak a vállalati értékteremtésben.** A vállalat eszközeinek három nagy csoportját szokták megkülönböztetni: a fizikai eszközök; pénzügyi eszközök; és eszmei javak (intangible assets) vagy szellemi tőke (intellectual capital).

A szellemi tőke „kimutatására” meghatározó rendszert hozott létre a Skandia, stockholmi székhelyű biztosító és pénzügyi szolgáltató cég 1991-ben. (Skandia Business Navigator rendszerét lásd 2. számú mellékletben.) Az eredeti céljuk az volt, hogy a vállalat rejtett értékét (azon értékét, melyek nem tükröződtek a hagyományos pénzügyi kimutatásokban) kimutassák, láthatóvá tegyék és kommunikálják a tőkepiac felé. 1994 és 1999 között<sup>38</sup> a vállalat szellemi tőkéjét kimutatták az éves jelentésekben, illetve annak kiegészítőiben; és a belső pénzügyi jelentésekben (Skandia [1994, 1995, 1996a, 1996b, 1997, 1998, 1999]). 1999-től a Skandia Business Navigatort a belső üzleti tervezésben és kontrollban alkalmazzák. Az értékvezérelt teljesítménymérés szempontjából ki kell emelni a Skandiánál kifejlesztett értékláncot (lásd 4. sz. ábra), melynek kiindulópontja a piaci érték. A piaci értéket három fő tényező határozza meg: a pénzügyi eszközök, fizikai tőke és a szellemi tőke. A szellemi tőkét két fő részre bontják (megegyezően az OECD 1999-es ajánlásával): humán tőkére és strukturális tőkére. A humán tőke az emberi erőforrás értékéből származik, ide sorolják az emberek

---

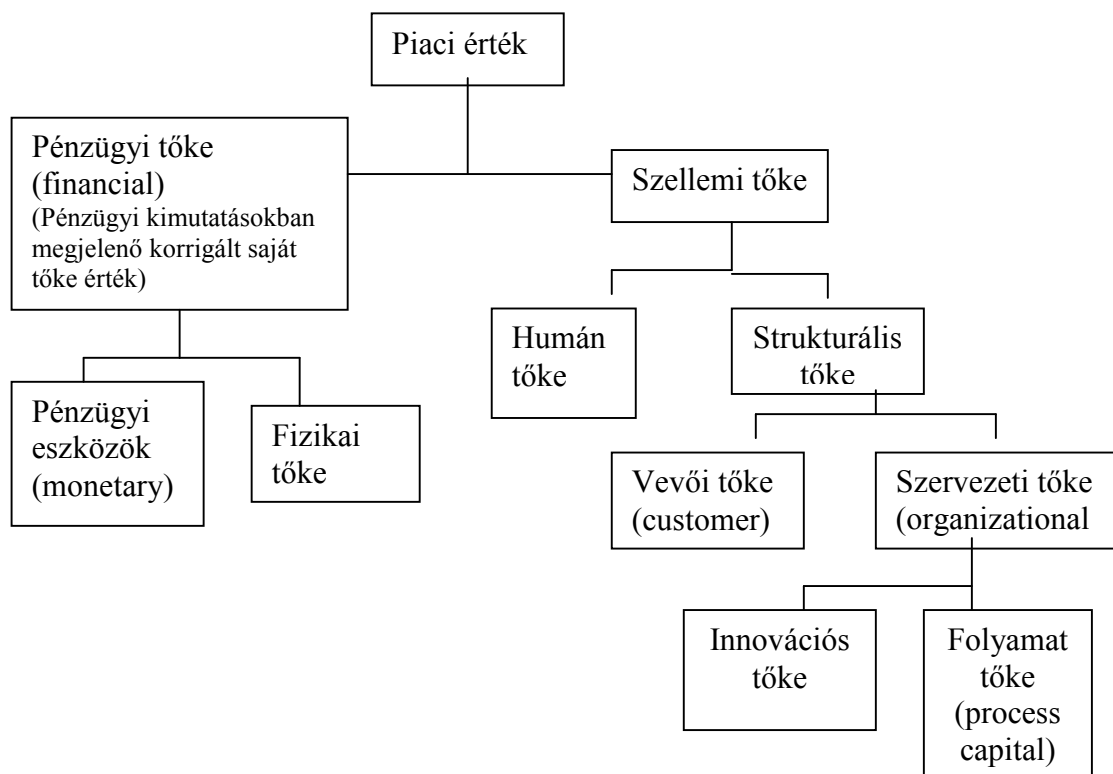
<sup>37</sup> Az angol „intangible assets” fordításaként gyakran alkalmazzák az immateriális javak, láthatatlan eszközök kifejezést is az eszmei javak mellett.

<sup>38</sup> A 2000. évi és ezutáni jelentésekben nem található meg a Skandia Navigator, illetve Ashton R. H. [2005] sem említi az 1999. utáni jelentéseket tanulmányában.

tudását, tapasztalatát, a szervezeti lojalitást, motivációt. A strukturális tőkét tovább bontják vevői tőkére és szervezeti tőkére. A vevői tőke magába foglalja a vevői adatbázist, vevői kapcsolatokat, vevői lojalitást. A szervezeti tőke felöleli az információs rendszert, a vezetési folyamatokat, a vezetési filozófiát, vállalati kultúrát.

A Skandia rendszerétől eltérő szellemi tőke csoportosítással is találkozhatunk, például: Tayles M. et. al. [2002] és Hurwitz. J. et. al. [2002], akik külön kategóriaként tárgyalják a jog által védett szellemi termékeket (szabadalom, szerzői jogok, védjegy, márka, licence, franchise jogok). A jog által védett szellemi termékek mellett az eszmei javakat hasonlóan a Skandia felbontásához vevői tőkére, humán tőkére és szervezeti tőkére bontják. A szellemi tőke tényezőit és különböző csoportosításait tárgyalja Juhász P. [2005c].

#### 4. ábra. Skandia értéklánc



Forrás: Ashton R. H. [2005] 61.old.

Marr B., Gray D., Neely D. [2003] szisztematikusan áttekintették a szellemi tőkével foglalkozó irodalmakat, és arra a megállapításra jutottak, hogy a **szellemi tőke mérésével öt fő ok miatt foglalkoznak a kutatók:**

1. A szellemi tőke mérése segítséget nyújt a stratégiaalkotás folyamatában. A vállalatnak azonosítania kell a kulcskompetenciáit és erőforrásait. A szellemi tőke segítségével a vállalat hosszú távú versenyelőnyhöz juthat.
2. A szellemi tőke mérése hozzájárul a stratégia megvalósításához.
3. Stratégiai, diverzifikációs és expanziós döntéseknél, például vállalatfelvásárlás esetében kritikus tényező, hogy helyesen mérjék fel a láthatatlan eszközök értékét.
4. A vállalati ösztönzési rendszerben a pénzügyi mércéket gyakran egészítik ki nem pénzügyi mutatókkal.
5. A vállalati kommunikációban egyre növekvő szerepet kapnak az eszmei javak. Számos vállalat mutatja be szellemi tőkéjének egyes elemeit év végi beszámolójában. Felmérések azt mutatták, hogy az elemzők értékelik a láthatatlan eszközökről szóló információkat. A stratégia nyitott kommunikációja magasabb és stabilabb részvényárfolyamhoz vezet.

A szellemi tőke irodalma nagyon sokszínű és nagyon tág. Témám szempontjából két fő kérdéskörnek van kiemelt jelentősége: hogyan lehet azonosítani a vállalat versenyelőnye, illetve az értékteremtés szempontjából a meghatározó láthatatlan eszközöket, illetve hogyan történjen a mérésük. A láthatatlan eszközök értékelési technikáinak fejlődését mutatja be többek között Sveiby K.E. [2001]. Atkinson A. et. al. [1997] elsődleges célként megtartva a tulajdonosi érdekeket, mutat rá a láthatatlan eszközök kezelésének fontosságára, és foglalkozik a különböző érintett csoportok szerepével, s köti össze a tulajdonosi érdekekkel.

## 2.4. Az értékvezérelt teljesítménymérés alapelvei

A teljesítménymérési rendszerek fejlődésére nagy hatást gyakorolt a tulajdonosiérték-szemlélet megjelenése, és az értékközpontú vezetés koncepciójának kialakulása. Az értékközpontú vezetés megjelenésével egy időben kezdenek közvetlenül azzal a kérdéssel foglalkozni, hogy hogyan kell a teljesítménymérésben az értékközpontúságot megvalósítani. Az értékközpontú vezetés koncepciója két olyan fontos megállapítást tartalmaz, amely minden értékvezérelt teljesítménymérési rendszer alapját képezi:

1. A vállalat végső pénzügyi célja a vállalati érték és ezen keresztül a tulajdonosi érték növelése. A vállalatvezetőknek **a vállalat belső értékének** (jövőbeli jövedelmek diszkontált jelenértéke) **növelésére kell koncentrálniuk**, miközben figyelemmel kísérik, és a befektetői kommunikáción keresztül tudatosan **„menedzselik” a vállalat piaci értékét**. A végső pénzügyi cél a tulajdonsok számára értéket teremteni. A piaci érték és a belső érték kettőssége, viszonya meghatározó az értékvezérelt teljesítménymérési rendszerekben. Rappaport [2002] is kétféle értelmezésben közelíti a tulajdonosi érték fogalmához. Egyrészt a tulajdonosi értéket a vállalat belső értékéből vezeti le:  $\text{shareholder value} = \text{corporate value} - \text{debt}$  (Rappaport [2002] 48. old.). Másrészt befektetői oldalról vizsgálva a tulajdonos akkor ér el „kiemelkedő” tulajdonosi hozamot, ha a részvényein elért hozama (osztalék + árfolyamnyereség) a kockázatokat figyelembe véve kedvezőbb, mint a versenytársak részvényein elért hozam, vagy a piac egészének hozama (Rappaport [2002] 129-130. old.). Ez utóbbi hozamra későbbiekben mint realizált tulajdonosi hozamra fogok hivatkozni.
2. Az értékközpontú vezetés másik meghatározó eleme a vállalat **kulcsfontosságú értékteremtő tényezőinek** meghatározása és mérése, mivel ezeken keresztül lehet a legnagyobb hatást gyakorolni az érték alakulására.

Ennek megfelelően a **teljesítmény mérése három szinten történik** (természetesen a nem tőzsdei társaságok esetén nem beszélhetünk piaci értékről):

- **Realizált tulajdonosi hozam** (piaci értékmérők).
- **Vállalat belső értéke**.
- **Értékteremtő tényezők**.

A vállalat belső értéke a tulajdonosiérték-szemlélet szerint a vállalat jövőbeli pénzjövödelmeinek diszkontált jelenértékével egyenlő. Rappaport [2002] szerint egy üzleti egység teljesítményének mérésére az lenne az elvileg helyes módszer, ha megbecsülnék az év végén és az év elején is az egység várható üzleti értékét, és a kettő közötti különbség jelentené az adott év alatt teremtett értékét. Az érték meghatározása ebben az esetben bizonytalan hosszú távú pénzáramlások előrejelzésein alapulna, melyet valószínűleg éppen azok a vezetők készítenének, akiknek a teljesítményét általában mérni szeretnék. Az értékelési dilemma abból adódik, hogy „miközben az érték nagysága a bizonytalan hosszú távú várakozásoktól függ, a tulajdonosok a ténylegesen nyújtott teljesítményért szeretnék jutalmazni a vezetőket.” (Rappaport [2002], 134. old.) Tehát **olyan belső teljesítménymérték kell keresni, amely elkerüli a bizonytalan hosszú távú pénzáramlások előrejelzését, ugyanakkor egyértelműen kötődik a hosszú távú érték alakulásához.**

**Az egyes irányzatok abban térnek el egymástól, hogy milyen mutatók segítségével mérik a vállalat belső értékét és a realizált tulajdonosi hozamot.** Az 2. tábla foglalja össze néhány kiemelt iskola, kutató álláspontját, míg a 5. ábra a mutatók egy lehetséges csoportosítását mutatja be.

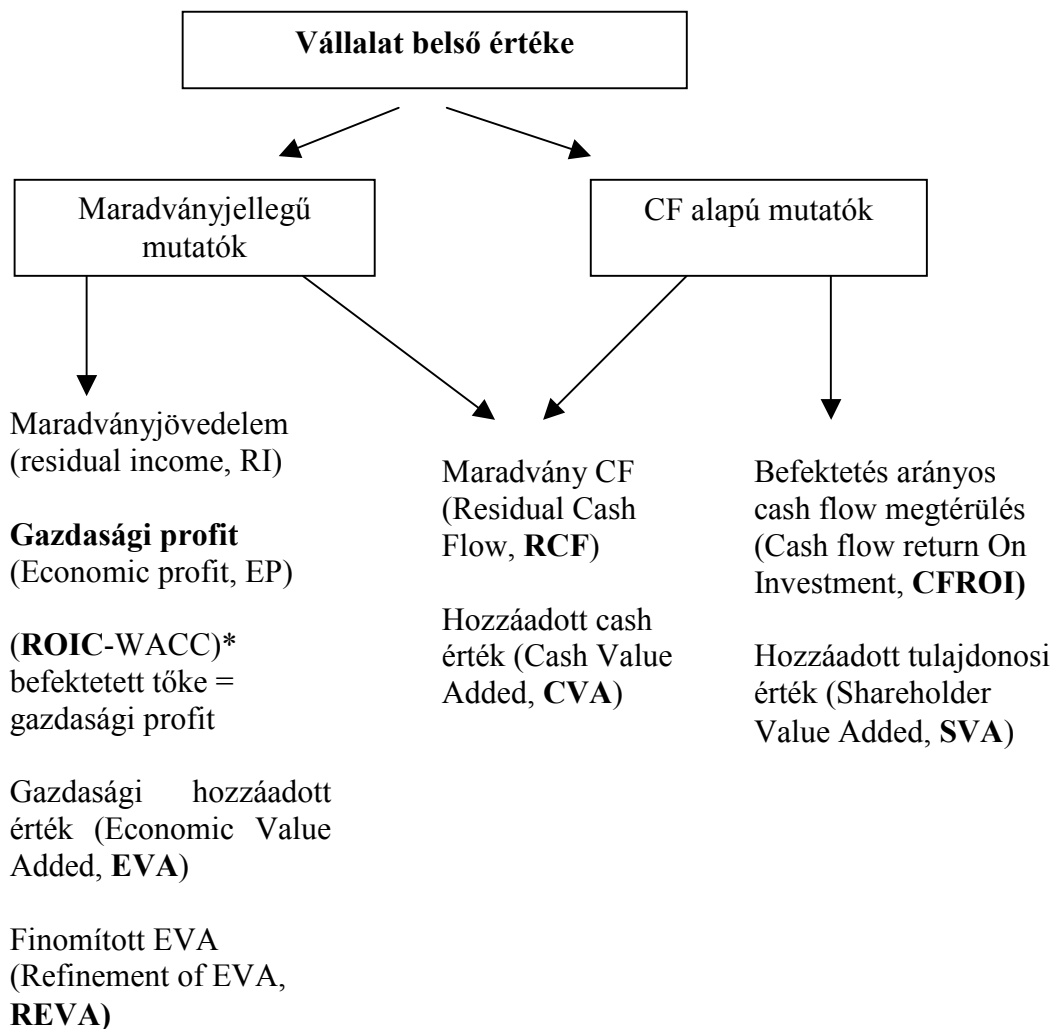
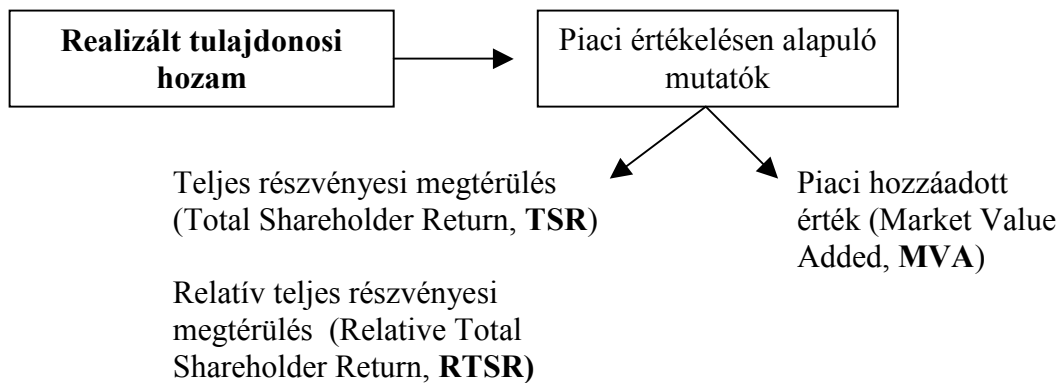
A vállalat belső értékének mérésére két alapvető irányzat alakult ki; a McKinsey csoport és a Stern-Stewart tanácsadó cég a maradványjellegű mutatók alkalmazása mellett érvelnek, míg a Boston Consulting Group és a HOLT Value Associates inkább a cash flow alapú megközelítést támogatják. A realizált tulajdonosi érték mérésére két domináns mutatót fejlesztettek ki; a piaci hozzáadott érték mutatót (MVA) és a teljes tulajdonosi hozam (TSR) mutatót. A mutatók részletes bemutatására a következő fejezetekben kerül sor. Először a maradványjellegű mutatókat veszem számba (a vállalati gyakorlatban betöltött meghatározó szerepe miatt, részletesen tárgyalom az EVA számítás kérdéseit), s ezután térek rá a cash-flow alapú mutatókra. A vállalat belső értékét kifejező mutatók, és a realizált tulajdonosi hozamot kifejező mutatók bemutatása után, az értékteremtő tényezők tárgyalása következik.

**2. tábla. Néhány kiemelt kutató, irányzat javaslata az értékvezérelt teljesítménymérési rendszer legfontosabb mutatóira**

	Realizált tulajdonosi hozam	Vállalat belső értéke	Értékteremtő tényezők
Stewart G.B. [1991]	<b>MVA</b>	<b>EVA</b>	
Copeland T.- Koller T.- Murrin J. [1999] (McKinsey)	<b>MVA</b>	<b>Gazdasági profit</b>	<b>Kiemelt szerep</b>
Copeland T. [2002]	<b>TSR</b>	<b>Gazdasági profit</b>	
Dobbs R. – Koller T. [2005] (McKinsey)	<b>TSR</b> <b>MVA</b>	<b>Gazdasági profit</b> <b>ROIC és</b> <b>növekedés</b>	<b>Kiemelt szerep</b>
Rappaport [2002]	Osztalék + árfolyamnyereség, de nem javasol mutatót.	<b>SVA</b> (EVA)	<b>Kiemelt szerep</b>
Madden B.J. [1998] HOLT Value Associates		<b>CFROI</b>	

MVA = piaci hozzáadott érték, EVA = gazdasági hozzáadott érték, TSR = teljes tulajdonosi megtérülés, ROIC = befektetett tőke arányos hozam, SVA = hozzáadott tulajdonosi érték, CFROI = befektetés arányos cash flow megtérülés

**5. ábra: A tulajdonosi érték, illetve a tulajdonosi értékben bekövetkező változást kifejező mutatók csoportosítása**



## 2.5. Vállalat belső értékét kifejező mutatók

### 2.5.1. Maradványjellegű mutatók

Az értékközpontú vezetés egyik legfontosabb, és legismertebb a vállalat belső értékét kifejező mutatószám a maradványjövedelem, gazdasági profit vagy EVA. A közgazdászok már a **XVIII. században felismerték<sup>39</sup> a reziduális jövedelem (RI)**, vagy maradványjövedelem **jelentőségét**. Míg a hagyományos számvitel a hozamszámításnál csak az idegen tőke költségét, a kamat kiadásokat veszi számításba, a maradványjövedelem mind az adósság, mind a saját tőke költségével számol. A General Electric az 1950-es, 1960-as években alkalmazta a maradványjövedelem mutatót teljesítménymérceként, melyet a nettó jövedelem és a tőkeköltség különbségként határoztak meg<sup>40</sup>. Elterjedté viszont csak az 1980-as évek után vált, nagy mértékben köszönhetően Stern Stewart Company tevékenységének, akik az **1980-as évek végén fejlesztették ki az EVA mutatót** (economic value added, lásd: Stewart G.B. [1991]), és jegyeztették be mint védett márkanévet. **EVA = Adózott nettó működési eredmény (NOPLAT) – (tőkeköltség %-ban \*összes befektetett tőke)**

Az EVA mutató abban tér el a korábbi reziduális jövedelemtől, illetve maradványjövedelemtől, hogy a hozam és a befektetett tőke meghatározása során figyelembe vesz korrekciós tételeket, és nem egyszerűen a számviteli kategóriákat alkalmazza.

Meghatározó maradványjellegű mutató a McKinsey tanácsadó cég által javasolt gazdasági profit is.

**Gazdasági profit = Befektetett tőke \* (ROIC – WACC) vagy**

**Gazdasági profit = NOPLAT – (működésbe fektetett tőke \* WACC),**

ahol: NOPLAT = korrigált adóval csökkentett nettó működési eredmény, WACC = súlyozott átlagos tőkeköltség. (Copeland T. et. al. [1999] 178. old.) A gazdasági profit és az EVA között csak az alkalmazott korrekciós tételekben van különbség. (A gazdasági profit számítási módját, korrekciós tételeket lásd Copeland T. et. al. [1999] 187-209.old.)

---

<sup>39</sup> forrás: Biddle G.C. – Bowen R.M. – Wallace J. S. [1999] 70.old..

Copeland T. et.al. [1999] 178. old. a gazdasági profit fogalmat Alfred Marshall munkásságáig vezeti vissza.

<sup>40</sup> Solomons [1965]., átvéve: Brewer P. C. – Chandra G. – Hock C. A. [1999]



**Disszertációmban elsősorban az EVA számítás kérdésével, illetve az EVA rendszer bemutatásával foglalkozok, de a megállapítások nagy része ugyanúgy vonatkozik a gazdasági profit, illetve egyéb maradványjellegű mutatókra is.**

#### 2.5.1.1. EVA számítás kérdései

EVA mutatót számítani látszólag egyszerű dolog, hiszen „csupán” a vállalat adózott üzleti eredményéből NOPAT<sup>41</sup> (a vállalat alaptevékenységének értékelésekor el kell tekinteni a rendkívüli tételektől, és ki kell szűrni a finanszírozási hatást) le kell vonni a vállalat tőkeköltését. A számítás során három fő problémakörrel kell szembenézni:

1. Hogyan határozzuk meg a NOPAT-ot?  $NOPAT = EBIT - EBIT$  után fizetendő adó. A számviteli kimutatásokból származtatott üzleti eredmény megfelelő kiinduló alapot jelent-e az EBIT (Earnings Before Interests and taxes) meghatározásához? Ennek megválaszolásához három kérdéskört kell megválaszolni:
  - a. Az üzemi (üzleti) tevékenység eredményének levezetése során figyelembe vett költségek illetve ráfordítások üzleti szempontból befektetésnek vagy adott időszakot terhelő ráfordításnak tekinthetők-e?
  - b. Az irányadó számviteli értékelési elvek megfelelőek-e az üzleti célú értékeléshez? (Értékelésből adódó problémák.)
  - c. A számba vett összes bevételi és ráfordítási tétel egyértelműen és kielégítően jellemzi-e a vállalat alaptevékenységét?
2. Hogyan határozzuk meg a befektetett tőke értékét?
3. Hogyan becsüljük a vállalat tőkeköltését?

Az EVA számítás négy szintjét különböztetik meg<sup>42</sup>. *Alap EVA*-ról beszélünk, amikor a pénzügyi kimutatásokban szereplő üzleti nyereség és befektetett eszközök értékét korrekció nélkül használjuk fel a számításhoz. Stern Stewart a nyilvánosságra hozott MVA/EVA rangsoraiban úgynevezett *közzétett EVA*-t alkalmaz, ez a publikus számviteli adatok standard módosításával kerül kiszámításra. A valódi EVA tulajdonképpen egy elméleti kategória, amely a számviteli adatok összes releváns módosítását tartalmazza. Belső vállalatvezetői célokra testre szabott EVA-ra van

<sup>41</sup> NOPAT= net operating profits after tax, NOPLAT = net operating profit less adjusted taxes

<sup>42</sup> Al Ehrbar [2000]. 193-194. old. alapján

szükség, amely pontosabb mint a közétett EVA, a vállalat sajátosságaihoz illeszkedik, ugyanakkor egyszerűbb, kevesebb korrekciót igényel, ezáltal könnyebben kezelhető mint a valódi EVA.

Stern Stewart a GAAP és a **belső számviteli eljárások 160 lehetséges helyesbítését azonosította**, viszont az EVA számítás egyszerűségének szem előtt tartása végett, tapasztalataik szerint **a legtöbb vállalatnak nincs szüksége 15-nél több számviteli módosításra** az optimális EVA kiszámításához. A módosítások legfontosabb területei: kutatás és fejlesztés, stratégiai befektetések, felvásárlások könyvelése, ráfordítások elismerése, értékcsökkenés, átszervezéssel kapcsolatos kiadások, adók, mérlegmódosítások. Számviteli korrekciókkal foglalkozó néhány kiemelt irodalom: Számviteli korrekciókkal foglalkozó néhány kiemelt irodalom: Stewart G.B. [1991] 112-117.old., Kaplan R. S.- Atkinson A.A.[2003] 458-476.old., Copeland T. - Koller T. -Murrin J. [1999] 187-200.old., Al Ehrbar [2000] 195-212.old. A következő fejezetekben a magyarországi számviteli szabályozási környezetben releváns korrekciós tételeket emelem ki (részletes tárgyalását lásd Ónodi A. [2005])

### **Befektetés vagy ráfordítás?**

Az EVA számítás egyik fő kérdése, hogy mit tekintünk befektetésnek és mit az időszakot terhelő ráfordításnak, mely pontokon érdemes eltérni a számviteli előírásoktól. Az egymást követő időszakok, és a különböző vállalatok teljesítményének összehasonlítását korrektebbé teszi, ha a befektetések nagyságrendjét üzleti és nem számviteli szempontból határozzuk meg. A nemzetközi irodalom a kapcsolódó korrekciós tételek négy lehetséges csoportját azonosítja: kutatás-fejlesztési költségek, átszervezési költségek, termékfejlesztési és marketing költségek, emberi erőforrásba történő befektetés.

Stewart G.B. [1991] szerint minden **kutatás-fejlesztési** ráfordítást, amely várhatóan tartósan részt vesz az értékteremtésben befektetésként kell kezelni, és amortizációt kell elszámolni utána. A hazai szabályozás lehetőséget biztosít a vállalatok számára, hogy a kutatási és fejlesztési tevékenységük során felmerülő költségek bizonyos részét aktiválják szellemi termékek között (találmány, szabadalom, ipari minta, know-how,

gyártási eljárás, védjegy) vagy kísérleti fejlesztés aktivált értékeként.<sup>43</sup> Ugyanakkor érdemes figyelembe vennünk Al Ehrbar [2000] megállapítását; amikor a könyvelők több lehetőséget látnak egy tétel kezelésére, az adózási szempontokat részesítik előnybe, és azt az elszámolásmódot választják, amelyik kisebb számokat eredményez. Ebből adódóan az immateriális javakba történő befektetést gyakran a folyó év ráfordításai között számolják el.

A magyar számviteli törvény csak a sikeres kutatás-fejlesztés költségeinek aktiválását engedi meg. Stewart G.B. (1991. 31.old.) azon a véleményen van, hogy még a sikertelen kutatás-fejlesztési költségeket is befektetésként kellene kezelni. Az olajfúrás példáját hozza fel; a sikeres fúráshoz szükség van a sikertelen fúrásokra is. Amennyiben a vállalatok a sikertelen kutatás-fejlesztési költségeket adott évben leírják, az adott évi eredmény csökkeni fog, ugyanakkor a következő évek befektetés arányos hozamát felnagyítják. Abban az esetben, ha a „sikertelen” kutatás-fejlesztés nagyságrendje jelentős és a vállalati tevékenység jellegéből adódik, például olajkitermelés vagy gyógyszergyártás, a teljesítménymérésbe torzítást visz, ha nem befektetésként kezeljük. A tőkemegtérülés változásából nem lehet következtetést levonni a jövedelmezőség alakulására, illetve a sikeres projektek után (amelyekhez szükség volt a korábbi „sikertelen” kísérletekre) a ténylegesnél sokkal nagyobb megtérülést mutatnak ki. A másik jelentős tétel, amely a számviteli törvény értelmében nem aktiválható: az alap és alkalmazott kutatás költségei. A vállalatnak akkor érdemes belső nyilvántartást vezetnie az üzleti szempontból befektetésnek tekinthető, de a pénzügyi számviteli rendszerben ráfordításként elszámolt kutatási-fejlesztési tételekről, ha azok relevánsak a vállalati teljesítmény megítélése szempontjából. Az alapítás-átszervezés aktivált értékére ugyanúgy vonatkoznak a fenti megállapítások; a számviteli törvény megengedi aktiválásukat, de nem teszi kötelezővé.

A megvásárolt márkanév vagyoni értékű jogként szerepeltethető az eszközök között, viszont ha ezt a **márkanévet** a vállalat hozza létre marketing kiadások segítségével az nem aktiválható. A számviteli törvény szerint a piackutatás és reklám költségeit az

---

<sup>43</sup> A nemzetközi számviteli standardok immateriális jószágként nem engedik aktiválni a kutatási költséget, alapítási, átszervezési költséget, oktatási költséget, hirdetési és reklám költséget. A fejlesztési költségek bizonyos feltételek esetén aktiválhatóak. A 2008-as US GAAP előírása szerint a K+F költségeket azonnal költségként, illetve ráfordításként kell elszámolni, kivéve: bizonyos website fejlesztési költségek, belső fejlesztésű és használatú szoftverek, szellemi termékek előállítás költségei. A nemzetközi számviteli standardok Immeteriális jószágként nem aktiválható: kutatási költség, alapítási, átszervezési költség, oktatási költség, hirdetési és reklám költség. A fejlesztési költségek bizonyos feltételek esetén aktiválhatóak.

értékesítés közvetett költségeként kell elszámolni a felmerülés évében függetlenül attól, hogy a vállalati működés során „kvázi beruházásként” viselkedik. Még üzleti szempontból is nehéz megmondani, hogy egy reklámkampány költségeinek mekkora része szolgálja a márkaépítést, és mekkora az eladásösztönzést. Az elszámolási nehézségek ellenére sem feledkezhetünk meg arról, hogy milyen jelentős torzítást visz a teljesítménymérési rendszerbe, ha a piac és márkaépítésbe történő befektetéseket folyó év ráfordításaként kezelik.

Az **emberi erőforrásba történő befektetés**, a vállalati képzési költségek beruházásként történő kezelése nem kap akkora hangsúlyt az EVA számítással foglalkozó szakirodalomban mint például a kutatási fejlesztési költségek kezelése. A dolgozók tapasztalata, tudása, kapcsolatrendszere, képességeik és készségeik mind-mind értéket jelentenek a vállalat számára. Ennek az értéknek csupán töredéke jelenik meg az év végi beszámolóban, s az is közvetett módon. A tudás tárgyasult, dokumentum formája a saját előállítású gyártási eljárás, know-how az immateriális javak között kimutatható. Vállalatfelvásárlás esetén „fair ár mellett” az üzleti vagy cégértékben jut kifejezésre a humán erőforrás értéke. A vállalat dolgozóiban rejlő értéket, amely nem került „piaci megmértetés” alá a jelenlegi számviteli rendszer nem kezeli.<sup>44</sup> Vagyonértékelési szempontból fontos az emberi tőke értékének kimutatása, ez indokolja a téma jelentős publicitását.<sup>45</sup> Az EVA mutató számításának célja viszont a jövedelmezőség és az értékteremtés változásának megítélése. Jövedelmezőségi vizsgálatoknál alapvetően bekerülési értéket szoktak alkalmazni, ezt korrigálják az inflációs torzítással. Bekerülési áras értékelésnél a létrehozott többletértéket annak pénzügyi realizálásakor számoljuk el, pl. a humán erőforrás értéke a jövőbeli várhatóan magasabb jövedelemben fog megjelenni. Rappaport (2002, 46.o.) is elismeri hogy a tudás szerepének előtérbe kerülése nagy hatással van számviteli kimutatásokra és a hagyományos pénzügyi mutatókra, de nincs hatással a tulajdonosi érték számítására. Azon eszmei javak esetén, ahol nincs lehetőség piaci megmértetésre; értéke, és az értékben bekövetkező változás nehezen számszerűsíthető, célszerűbb lehet nem pénzügyi teljesítménymérceken keresztül nyomon kísérni az értékben bekövetkező változást.

---

<sup>44</sup> Az emberi tőke mérésének problematikája, számviteli elszámolásának kérdése már az 1950-es, 1960-as években megjelent, s napjaink egyik központi kérdéskörének tekinthető.

<sup>45</sup> Az emberi erőforrás lehetséges értékelésére több elméleti megoldás született: bekerülési árból, helyettesítési vagy alternatív költségből, piaci árból illetve a jövőbeli jövedelemtermelő képességből kiinduló értékelés eljárások. Módszerek összefoglalását lásd Juhász P. [2004,a]

### **Számvitel értékelési eljárások megfelelnek-e az üzleti célú értékelésnek?**

A következő vizsgálandó kérdés, hogy az EVA számításhoz megfelelőek-e a számviteli értékelési elvek. Az EVA mutató számviteli korrekciójával foglalkozó szinte valamennyi irodalom megemlíti a **készletek átértékelését**. A készletek értékében jelentkező inflációs torzítás függ az alkalmazott készletértékelési módszertől. A legtöbb szerző ugyanakkor nem foglalkoznak azzal a kérdéssel, amire Radó [2004,b] mutat rá, hogy inflációs környezetben a beszerzési árak is torzítottak lehetnek, a szállító a várt inflációnak megfelelő implicit kamatot épít be az eladási árban. Ebből adódóan a készletek bekerülési értéke inflációs felértékelést tartalmaz. Amennyiben a beszerzett készleteket nem használjuk fel azonnal, a beszerzés és a felhasználás között eltelt inflációs időszak alatt készleteink leértékelődnek. A készletek felhasználása során az üzemi, üzleti eredményben egyidejűleg két, egymással ellentétes irányú torzító hatás fog jelentkezni. Egyrészt a beszerzési árba beépített implicit kamatból inflációs látszatveszteség keletkezik, másrészt a készletek inflációs leértékelődése következtében inflációs látszatnyereség. **Normál, kúszó inflációt feltételezve, EVA számítás során a készletek átértékelésével akkor érdemes foglalkozni, ha a szállító és készletforgás jelentősen eltér egymástól, éven túli készletforgás jellemző, és magas az anyagköltség aránya.**

A magyar számviteli törvény a nemzetközi számviteli standardokkal összhangban, 2004.-től lehetőséget biztosít a pénzügyi eszközök meghatározott körére a valós értéken történő értékelésre, ugyanakkor eltérően az IFRS szabályozásától, az értékcsökkenési leírás alapja továbbra is a múltbeli bekerülési érték maradt. Illés M. [1995] és Lukács J. [1998] is rámutattak arra, hogy ez félmegoldást jelent, mivel az inflációs látszatnyereség továbbra is bent marad a számviteli eredményben, ezáltal része az adó és osztalékfizetési alapnak. Az inflációból eredő amortizációs hiány és tőkevesztés problémájára hívja fel a figyelmet többek között Bélyácz I. [1994], Illés M. [1995], és Radó M. [2004,a] aki számszerűsíti az inflációból eredő amortizációs hiány nagyságát a magyar gazdaságban.<sup>46</sup> **Inflációs környezetben, eszközigenyes ágazatokban az**

---

<sup>46</sup> Radó M. [2004,a] számításai szerint a 1990-es évek elején-közepén a 10 éves élettartalmú eszközöknél az amortizációs hiány az elszámolt értékcsökkenés 50 százaléka, a 3 éves élettartalmú eszközöknél 20-30 százalék körül volt.

**értécsökkenés elszámolásán keresztül az üzemi eredménybe beépülő inflációs hatást az EVA számítás során mindenképpen kezelni kell.**

Az inflációból eredő torzító hatás kiszűrésén felül a szakirodalom a **nem megfelelő pótlékkulcsok** alkalmazását említi meg. A vállalatok gyakran **adózási szempontokat érvényesítenek az értécsökkenés elszámolása során, amely nem feltétlenül egyezik meg az elhasználódás valós értékével.** A nem „valós elhasználódást” tükröző pótlékkulcsok speciális esete volt az goodwill után elszámolt értécsökkenést. GAAP szerint a goodwill után már nem számolnak el amortizációt, ugyanakkor a 2008-ban hatályos magyarországi számviteli szabályozás szerint, a goodwill-t 5 év vagy ennél hosszabb idő alatt lehet leírni. Copeland T.[1999] szerint azért nem szabad amortizálni a goodwillt, mert a goodwill nem használódik el és nem kell pótolni.

A hazai szabályozás értelmében a lízingelt eszközöket eszközként, a még fennálló lízingdíjat kötelezettségként kell kimutatni. Ettől eltérő szabályozás mellett szükséges lenne a lízing elszámolással kapcsolatos korrekciók végrehajtása.<sup>47</sup>

#### **Alaptevékenység vagy egyéb tevékenység?**

Amennyiben a számviteli tv. meghatározásából indulunk ki, miszerint az egyéb bevételek és ráfordítások a rendszeres üzletmenet során keletkeznek, és nem minősülnek sem a pénzügyi műveletek bevételeinek / ráfordításainak, sem rendkívüli bevételnek / ráfordításnak, akkor ezen tételek kezelésével nem kellene foglalkozni. A szakirodalom ugyanakkor a **céltartalék képzéssel és feloldással** kapcsolatos egyéb bevételek és ráfordítások kiszűrését javasolja. További lehetséges korrekciós tétel a **normál üzletmenethez tartozó, nem rendkívüli tárgyi eszköz értékesítés eredményhatásának kiszűrése**, melyet a számviteli törvény értelmében az egyéb bevételek és ráfordítások között kell számolni. Egyéb bevételek / ráfordítások között kerül kimutatásra a **rendkívülinek nem minősülő bírság, kötbér, kártérítés**, melyek kiszűrése egy belső EVA rendszer kialakításánál szintén megfontolandó lehet.

---

<sup>47</sup> Lízinggel kapcsolatos korrekciókat tárgyalja: Kaplan R. S., Atkinson A. A. [2003] 465-468. old.

Az értékközponitú vezetés gyökerei a vállalatértékelés módszertanáig (azon belül is a diszkontált cash flow értékelésig) nyúlnak vissza. Vállalatértékelés során külön választják az alaptevékenység pénzáramait az egyéb tevékenységektől. Mivel az EVA számítás célja a vállalat alaptevékenységének megítélése, így néhány egyéb torzító tényezővel is kell számolni. Az üzemi tevékenység ráfordításai között számolják el, például a jóléti ingatlanok értékcsökkenési leírását, továbbá a személy jellegű ráfordítások vagy az igazgatási költségek között szerepelnek a pénzügyi befektetésekkel és finanszírozással foglalkozó munkatársak fizetései, juttatásai, ugyanakkor az általuk megtermelt eredmény döntő része pénzügyi eredményként kerül kimutatásra. A **nem alaptevékenységhez kapcsolódó egyéb eredménytétel**ek belső információs rendszerben történő elkülönítésével akkor érdemes foglalkozni, ha a pontosabb információból származó haszon meghaladja a többlet információ előállításának költségeit.

**Összefoglalóan** azt mondhatjuk, hogy az EBIT meghatározása során, meg kell vizsgálni, hogy melyek azok a számvitelileg költségként elszámolt tételek, melyeket üzleti szempontból inkább befektetésként kellene kezelni: vállalati döntés következtében nem aktivált kutatási-fejlesztési és alapítás-átszervezési költségek, sikertelen kutatási - fejlesztési költségek, alap és alkalmazott kutatás költségei, piackutatás, termékbevezetés, márka és piac építés költségei, oktatási, képzési ráfordítások. Vállalati *testre szabott* EVA számításnál azt szükséges mérlegelni, hogy az adott korrekciós tétel releváns-e a teljesítménymérés szempontjából. Nem feledkezhetünk meg arról, hogy ha egy kiadási tételt befektetésként akarunk kezelni, akkor azt egyedileg nyilván kell tartani, meg kell becsülni a várható élettartalmát, és értékcsökkenést kell elszámolni utána. Át kell gondolni, hogy a számviteli értékelési eljárások megfelelőek-e az üzleti célú értékelésnek. A legnagyobb torzítást az infláció és a nem megfelelő pótlékkulcsok alkalmazása okozza, a befektetett eszközök értékelése, illetve az amortizáció elszámolás során. Csak az alaptevékenységhez kapcsolódó költség és bevétel tételeket szabad figyelembe venni.

Az EBIT után fizetendő adó meghatározása (Copeland T. et al 1999. 161. old.)

Adófizetési kötelezettség összesen az eredménykimutatás szerint

+ Kamatfizetésből származó adópajzs

- Kapott kamatok után fizetendő adó

- A működéshez nem kapcsolódó jövedelem után fizetendő adó

= EBIT után fizetendő adó

### **Befektetett tőke meghatározása**

A befektetett tőke nagysága eszköz és forrásoldalról is meghatározható. Teljesítménymérési rendszerek esetében általában eszközoldalról szokták meghatározni, mivel ez könnyebben tovább bontható üzletágak és felelősségközpontok szintjére. Eszközoldalról a **befektetett tőke egyenlő a befektetett eszközök és a működő tőke** (működéshez kapcsolódó forgóeszközök – folyó források) összegével. Az év végi mérlegből „könnyen” kiszámítható, ugyanakkor ha üzletértékelés szempontjából vizsgáljuk a kérdést, jó néhány dilemmával szembesülünk.

Befektetett tőke értéke (eszköz oldali megközelítésben) =

+ Immateriális javak (alaptevékenységhez szükséges)

+ Tárgyi eszközök (alaptevékenységhez szükséges)

+ Készletek (csökkentve az elfekvő készletek értékével)

+ Követelések (alaptevékenységhez szükséges)

+ Pénzeszközök (csak a működéshez szükséges)

- vevőktől kapott előleg

- kötelezettségek áruszállításból és szolgáltatásból (szállítók)

- egyéb rövid lejáratú kötelezettség (Kivéve: kötelezettségek értékelési különbözete, származékos ügyletek negatív értékelési különbözete)

A befektetett tőke értékében nem szerepelnek a befektetett pénzügyi eszközök és az értékpapírok (kivéve a leányvállalati érdekeltség, de ezt a konszolidált beszámoló készítés során kezelik.) Vállalatértékelési szempontból a pénzügyi befektetéseket az alaptevékenységtől elkülönítetten kell értékelni. Más kockázattal rendelkeznek, értékelésükhöz a saját piaci kockázatuknak megfelelő diszkontrátát kell alkalmazni, amely nem feltétlenül egyezik meg a vállalat súlyozott átlagos tőkeköltségével Az



összevethetőség elve is ezt támasztja alá, mivel a befektetett pénzügyi eszközök eredményhatását nem vettük figyelembe az EVA számítás során, ezért a befektetett tőke meghatározásánál sem kell számba venni..

A vállalat EVA mutatón alapuló belső teljesítményértékelési rendszerének kialakításakor a befektetett tőke között csak az **alaptevékenységhez szükséges** befektetett eszközöket és a működő tőkét célszerű számba venni, ennek megfelelően például kimarad a jóléti ingatlanok értéke, és a fölös pénzeszközök<sup>48</sup>.

Egy sajátos korrekciós tételt jelent a halasztott adók esete. Az EVA számítás során az adót készpénzes alapon állapítjuk meg. Az adófizetés halasztása során megtakarított tőke után a befektetők jogosan várnak el továbbra is hozamot, tehát a **halasztott adófizetési kötelezettséget a befektetett tőke részeként kell kezelni** (Copeland T. et. al. [1999] 192. old.).

**A hozamszámításnál elvégzett összes korrekció hatását tükröztetni kell** a befektetett eszközök értékének meghatározásakor:

- A befektetett eszközök értékét növelik az üzleti szempontból befektetésnek kezelt, számvitelileg folyó ráfordításként kimutatott tételek.
- Minden esetben, amikor a hozamszámítás során eltértünk a számviteli értékelési eljárástól, akkor ezt a korrekciót figyelembe kell venni a befektetett tőke értékének meghatározása során is.

Az üzleti eredmény meghatározásakor megpróbáltuk kiszűrni az inflációs látszatnyereséget. Az elvégzett számításokat figyelembe kell venni a befektetett eszközök és készletek értékelésénél. Kapcsolódó kérdés, hogy az eszközöket könyv szerinti nettó értéken, bruttó értéken, vagy piaci értéken értékeljük. Copeland T. et. al. ([1999] 198.old.) szerint a piaci érték használata csak akkor indokolt, ha az jelentősen meghaladja a bekerülési értéken alapuló nettó könyvszerinti értéket. Ez csak az inflációs gazdaságokra jellemző. Tehát a számítás alapjául az év végi beszámolóból megállapítható könyv szerinti érték szolgál, és szükség esetén ezt kell módosítani az inflációs hatásokkal. **Stewart G. B. [1991] a gazdasági könyvszerinti érték alkalmazását javasolja**, amely a befektetett tőke könyvszerinti értékének korrekcióját jelenti a bemutatott korrekciós tételekkel.

---

<sup>48</sup> A fölös pénzeszköz figyelmen kívül hagyását javasolja például: Copeland T. – Koller T. – Murrin J. [1999] 193.old., Al Ehrbar [2000] 208. old.

**Forrás oldalról közelítve a befektetett tőke egyenlő a saját tőke és a hosszú lejáratú kötelezettségek összegével.** Az egyik kritikus kérdés, hogy a saját tőkét piaci értéken vagy könyvszerinti értéken határozzuk meg? Tőzsdei részvénytársaságok esetén a piaci érték meghatározása nem ütközik nehézségbe, ugyanakkor a részvényárfolyamok rövid távú alakulását a vállalat értékteremtésétől független tényezők is befolyásolják. A részvényárfolyamok rövid távú ingadozása torzíthatja az értékelést. A vállalat piaci anomáliáktól mentes „reális” árfolyama ugyanakkor jobb kifejezője a befektetett tőke értékének, mint a könyv szerinti érték.

A saját tőke könyvszerinti értékelése esetén (vállalati EVA rendszer felépítésekor csak ebben az esetben egyezik meg a befektetett tőke értéke eszköz és forrás oldalról) tisztában kell lenni a torzító tényezőkkel. A saját tőke elemei közül a valós értékelés értékelési tartalékát nem célszerű figyelembe venni, mivel az a pénzügyi instrumentumok valós értékelésével kapcsolatos felértékelést tartalmaz. A céltartalékokat a befektetett tőke szempontjából saját tőke elemnek kell kezelni. A jegyzett tőke, tőke tartalék, eredménytartalék a bekerülési áras értékelésből adódóan inflációs gazdaságban nagyon alulértékeltté válhat. Az átértékelést megnehezíti, hogy a torzító hatás nem a jelenlegi infláció függvénye, hanem a tőkemozgások időpontjától eltelt időszakok átlagos árszínvonal változásából adódik. A saját tőke elemei között (értékelési tartalékok között) szerepel az *Értékhelyesbítés értékelési tartalékra*, amely a befektetett eszközök piaci értéke és könyvszerinti értéke közötti különbséget tartalmazza. Ez a jelenlegi eszközök azon körére vonatkozik, amikor a vállalat élt a törvény által biztosított felértékelés lehetőségével. A befektetett eszközök felértékelésének lehetőségéből és a valós értékelés következtében a mérlegben kimutatott saját tőke értékében keveredik a bekerülési áras és a piaci áras értékelés. Inflációs gazdaságban amennyiben a saját tőke meghatározása nem a piaci értéken alapszik, hanem a könyvszerinti értékből akarunk elindulni, akkor célszerű az eszközoldali megközelítést alkalmazni, mivel a szükséges értékelési korrekciók az eszköz oldalon sokkal egyszerűbben és korrektebbül elvégezhetők.

**A befektetett tőke meghatározásakor általában két eljárást alkalmaznak:** vagy eszközoldalról határozzák meg a **befektetett tőke gazdasági könyvszerinti értékét**, (EVA számításnál általában ezt javasolják) vagy **forrás oldalról a befektetett tőke**

**piaci értékét** határozzák meg (lásd REVA, 2.5.1.3. fejezetben). Ezen a különbségen alapszik az EVA és REVA mutató megkülönböztetése.

### Vállalati tőkeköltség számítás

A vállalati tőkeköltség meghatározásának napjaink legelfogadottabb módszere a súlyozott átlagos tőkeköltség számítás (WACC, Weighted average cost of capital), mely az idegen tőke és a saját tőke elvárt hozamának súlyozott átlaga. (WACC számításról lásd: Brealey/Myers [2005], Copeland T. et. al. [1999] 272-307. old.)

$$\text{WACC} = \frac{D}{D+E} \cdot r_D \cdot (1-t) + \frac{E}{D+E} \cdot r_E$$

Ahol:

D = hitelállomány piaci értéke

E = saját tőke piaci értéke

r<sub>E</sub> = saját tőke költsége

r<sub>D</sub> = hitel felvétel marginális költsége

t = marginális adókules (Mivel a hitelek után fizetendő kamatköltség levonható az adóalapból, a hitelek költsége csökken az adómegetakarításnak megfelelően.)

A súlyozott tőkeköltség számítás kritikus pontja a saját tőke után elvárt hozam becslése, amelyre még napjainkban is a legelterjedtebb módszer a tőkepiaci árfolyamok modellje, vagy CAPM modell<sup>49</sup>.  $r_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$ , ahol: r<sub>e</sub> = saját tőke költsége, r<sub>f</sub> = kockázatmentes hozam, (r<sub>m</sub> - r<sub>f</sub>) = piaci kockázati prémium, β = béta.

Tőkeköltség számításról lásd 3. sz. melléklet.

A WACC és CAPM modell azon a feltételezésen alapul, hogy a befektetők diverzifikált portfóliót tartanak, tehát csak a szisztematikus piaci kockázattal kell számolni. Az értékközpontú vezetés ugyanúgy alkalmazható **nem tőzsdei cégek** esetében is. A tőkeköltség becsléskor itt is kiindulhatunk a piaci adatokból; a kockázatmentes hozam, és a piaci kockázati prémium becslése ugyanúgy történik, a legnagyobb problémát a béta becslése jelenteni. Ha van iparági béta, akkor azt tekinthetjük kiinduló alapnak, ha ez nem áll rendelkezésre, akkor olyan vállalatokat, vagy olyan iparágat kell keresni, ahol a hozamok szórása hasonló a mi vállalatunkéval. Kisebb vállalatok esetében különös nehézséget jelent a megfelelő bétabecslés, ezért szívesebben alkalmazzák a felépítéses módszert a saját tőke költségének meghatározásához. A felépítéses módszernél a kiindulási alapot a kockázatmentes hozam jelenti, ehhez adják hozzá a

---

<sup>49</sup> A CAPM modellt az 1960-as években fejlesztett ki Sharpe, Lintner, Mossin és Treynor.

piaci kockázati prémiumot, majd a méretből adódó és egyéb vállalat specifikus prémiumokat. Felépítéses módszer bemutatását lásd: Pratt P.S. [1992], Trevino G.E [1997].

Diverzifikált vállalatok esetében felmerül az a kérdés, hogy ugyanazt a vállalati átlagos tőkeköltséget alkalmazzák-e minden egyes üzleti egység értékelésére. Ha jelentős, nyilvánvaló, és viszonylag könnyen számszerűsíthető eltérések állnak fenn; például eltérő ország kockázat vagy piaci kockázat, akkor mindenképpen a kockázatnak megfelelő, eltérő tőkeköltség alkalmazása indokolt, amely eltérés könnyen alátámasztható például a CAPM modell alkalmazásával. Kismértékű eltérések esetén fontosabb szempont lehet a vállalaton belüli alkalmazhatóság kérdése, az azonos tőkeköltség alkalmazása egyszerűbb, könnyebben kommunikálható, könnyebben elfogadható.

### EVA mint rendszer

A számviteli mutatókkal kapcsolatos problémák egy részére (saját tőke költségének figyelembe vétele) az EVA mutató megoldást nyújt, viszont továbbra is kihívást jelent a rövid távú teljesítménymérésnek és a hosszú távú értékteremtésnek az összekapcsolása. A legtöbb EVA-val szemben megfogalmazott kritika arra irányul, hogy az EVA a vezetőket olyan lépések megtételére ösztönözheti a rövid távú kifizetések növelése érdekében, amely hosszú távon sérti a vállalat érdekét. Például lassított értékcsökkenés mellett kedvezőbbek lesznek a kezdeti EVA értékek, viszont ez az adózáson keresztül összességében csökkenti a vállalat értékét. Gyakori kritika, hogy az EVA nem bátorít nagy beruházásokra, a vezető nem lesz érdekelt beruházni innovatív termékbe vagy termelési technológiába, mivel ez rövid távon csökkentheti az EVA értékét.<sup>50</sup> E problémák kezelésének három fontos eleme van:

- A korábban tárgyalt számviteli korrekciókon keresztül (például márka- és piacépítés beruházásként kezelése) enyhíthető a számviteli elszámolások problémái, illetve egy lehetséges megoldás, hogy a hosszú távon megtérülő stratégiai befektetéseket kiveszik az EVA számítás alapjából, és egy speciális

---

<sup>50</sup> Brewer P. C. – Chandra G. – Hock C.A. [1999]

függő számlára helyezik, amíg el nem kezd jövedelmet termelni. (Lásd: Al Ehrbar [2000] 200. old.)

- Az EVA nem csupán egy mutatószámot jelent, hanem egy vezetési rendszert. A legfontosabb irányjelző maga a gazdasági hozzáadott érték mutató, de emellett meg kell határozni a kulcsfontosságú értékteremtő tényezőket, vagy EVA teremtő tényezőket a szervezet minden szintjén, s ezen keresztül kell kommunikálni és visszacsatolni. (Az EVA rendszerben nem egyetlen mutatóval kívánják megoldani a teljesítménymérés összes kihívását, mint azt gyakran kritikaként hozzák fel a kiegyensúlyozott mutatószámrendszer hívei, hanem ugyanúgy mutatószámrendszerben gondolkodnak.)
- A vezetési rendszerbe megfelelő módon kell integrálni, alkalmazni az EVA-n alapuló teljesítménymérési rendszert. A teljesítményértékelés irodalma részletesen foglalkozik azzal a kérdéssel, hogy az EVA-n alapuló ösztönző rendszerbe hogyan lehet beépíteni a hosszú távú szemléletet, például prémium-bank segítségével. Ezt egészíti ki a szervezeti kultúra és a belső motiváció, amely a rendszer sikeres alkalmazásának egyik fontos tényezője.

#### 2.5.1.2. Növekedés, gazdasági profit, ROIC

A gazdasági profit akárcsak az EVA, maradványjellegű mutató, mindkét rendszerben fontos szerepet játszanak a számviteli korrekciók, és az értékteremtő tényezők. Azonos problémákkal és előnyökkel rendelkeznek, melyek az EVA rendszer tárgyalásakor ismertetésre kerültek. Mindezek ellenére érdemes Copeland T. és szerzőtársai [1999] teljesítménymérési koncepciójának néhány fontos elemét kiemelni.

A tulajdonosi értékteremtés legjobb mérőszámának a piaci hozzáadott értéket tekintik (MVA bemutatását lásd 2.6.2. fejezet). A részvényárfolyam, illetve MVA változás a tulajdonosi értékteremtés végső mércéje, de szükség van konkrétabb, a vezetők által közvetlenebbül menedzselhető mutatókra is. Az értékteremtés mérésére a legfontosabb belső mutatónak a gazdasági profitot javasolják, mivel a „jövőbeli gazdasági profitok diszkontált értéke plusz a befektetett tőke aktuális értéke megegyezik a diszkontált cash-flow értékével.” (Copeland T. et.al. [1999] 94.old.) **Gazdasági profit** = Befektetett tőke \* (ROIC – WACC).

Rendszerükben kiemelt szerepet kap a gazdasági profit tényezőkre bontása. Az egyik legfontosabb mutatónak a befektetett tőke arányos hozamot (ROIC) tekintik.

**ROIC** = EBIT\* (1-készpénzes adókulcs)/ Befektetett tőke

(A befektetett tőke meghatározásánál a kiindulási alapot a befektetett tőke könyv szerinti értéke jelenti, ezt korrigálják az EVA számításnál bemutatott korrekciós tételekkel.)

Az elemzés során a ROIC mutatót két fő tényezőre bontják: a működési eredményhányad (EBIT / Árbevétel) és a tőkeforgás mutatóra (Árbevétel / Befektetett tőke). Ezen mutatók tovább bonthatók összetevőikre, ezáltal a korábban bemutatott (2.4.1. fejezet, 3. ábra) ROI fa struktúrához hasonló ROIC fát kapunk. (ROIC-fát mutatja be Copeland T. et. al. [1999] 200. old., Dorgai I. [2004b] 73. old.)

A vállalati érték alakulásának megítéléséhez önmagában nem elegendő a befektetett tőke hozamának értékelése. A **befektetett tőke (WACC-hoz viszonyított) hozama és a növekedés együttesen képes magyarázatot adni a vállalati érték alakulására.**<sup>51</sup> A növekedés akkor teremt értéket, ha a befektetés megtérülése a tőke költség felett van, viszont a nagyobb növekedés értékteremtő tényező. Copeland T. és szerzőtársai [1999, 178. old.] szerint a vállalatvezetés előtt az alábbi alternatívák állnak, ha növelni akarják a vállalat értékét:

- A már meglévő befektetések hozamának növelése.
- Új tőkebefektetések hozamának növelése.
- Növekedési ütem növelése addig, amíg az új tőkebefektetések hozama meghaladja a súlyozott átlagos tőkeköltséget.
- Tőkeköltség csökkentése.

A gazdasági profit modell a fő jellemzőiben megegyezik az EVA modellel, mindkettő reziduális jövedelem számításán alapul, mindkét rendszerben kitüntetett szerepe van az értékteremtő tényezőknek. Copeland T. et. al. [1999] és Stewart G. B. [1991] a számviteli korrekciós tételeket kismértékben eltérő koncepcióban tárgyalják, de egymásnak nem mondanak ellent. A gazdasági profit (EP) számításának kérdéseit tárgyalja többek között még Mills R. – Rowbotham S. – Robertson J. [1998]. A gazdasági profit modell annyiban haladja meg az EVA modellt, hogy sokkal nagyobb figyelmet fordít a növekedésre.

---

<sup>51</sup> A McKinsey 2005-ös Érték és teljesítmény (Value and Performance) című kiadványában kiemelt értékmérőnek tekintik a növekedés és a ROIC mutatót. Lásd Dobs R. – Koller T. [2005].

### 2.5.1.3. EVA továbbfejlesztett változata: REVA

A látszólag egyszerű EVA számítás háttérében számtalan kérdés, probléma áll. Az egyik kritikus kérdés, hogy a befektetett tőke értékét piaci vagy könyvszerinti értéken határozzuk meg. Tulajdonosi nézőpontból, a tulajdonos az általa befektetett tőke megtérülésében érdekelt. Amikor a tulajdonos mérlegeli befektetése megtartását, akkor a jövőbeli várható hozamot a piaci árfolyammal, és nem a könyvszerinti értékkel hasonlítja össze. Ebben az értelemben a befektetett tőke a vállalat piaci értékével egyenlő és nem egyszerűen az eszközök gazdasági könyv szerinti értékével. Ez a szemlélet vezetett el a REVA (refinement of EVA) kidolgozásához. A REVA abban finomítja az EVA-t, hogy számítása során a befektetett tőkét nem könyvszerinti értéken, hanem piaci értéken értékeli.<sup>52</sup>

$$\mathbf{REVA_t = NOPAT_t - WACC * (vállalat saját tőkéjének piaci értéke + vállalat adósságának könyv szerinti értéke)_{t-1}}$$

Vegyünk egy teljes mértékben saját tőkéből finanszírozott vállalatot (Bacidore J. M. et. al. [1997] példája alapján) (WACC = saját tőke költsége), ahol a részvények piaci értéke: 50 dollár, a részvények gazdasági könyvszerinti értéke: 40 dollár. 100 részvény van. A hasonló kockázatú befektetések hatékony piaci hozama: 10%. A befektetett tőke gazdasági könyvszerinti értéke:  $40 * 100 = 4000$ . A befektetett tőke piaci értéke:  $50 * 100 = 5000$ . (A befektetett tőke értékének a vizsgált időszak kezdő értékét tekintik.) NOPAT = 450 dollár.

$$EVA = 450 - (10\% * 4000) = 50 \text{ dollár}$$

$$REVA = 450 - (10\% * 5000) = -50 \text{ dollár}$$

Látható, hogy pozitív EVA mellett is lehet a REVA negatív. A vállalat a befektetés gazdasági könyvszerinti értékéhez képest teremtett értéket. A befektetők viszont az időszak elején 50 dollárért tudták volna részvényeiket eladni, tehát a „befektetett tőkéjük” összesen 5000 és nem 4000 dollár, ezután pedig jogos az 500 dollár elvárt hozam. Ebből a szempontból a vállalat nem teremtett többlet tulajdonosi értéket.

---

<sup>52</sup> Viszonylag kevés publicitást élvez az AEVA (Adjusted Economic Value Added), módosított hozzáadott gazdasági érték mutató, amely a tőkeköltség számításánál a befektetett tőke meghatározásakor az eszközök pótlási értékét alkalmazza. A mutatót említi: Fónagy-Árva P. – Zéman Z. – Majoros Gy. [2003] 383. old.

Egyes kutatók (pl: Bacidore J. M. et. al. [1997]) véleménye szerint a REVA sokkal alkalmasabb a felsővezetői teljesítmény mérésére mint az EVA, mert ez az igazi mércéje annak, hogy a vállalat túlteljesítette-e a piac elvárásait, és ezáltal teremtett-e tulajdonosi értéket. Nyilvánvalóan a REVA nem alkalmas az összes vezető teljesítményének mérésére, különösen azoknál az alacsonyabb szintű vezetőknél nem, akik döntéseinek kevesebb hatása van a részvényárfolyamra. Ezért Bacidore J. M. és szerzőtársai a REVA és az EVA együttes alkalmazását javasolják, a felsővezetők esetében a REVA, az alsóbb szintű vezetőknél az EVA a jobb mutató.

### **2.5.2. Cash flow alapú mutatók**

A maradványjellegű mutatók mellett a másik domináns, preferált mutatócsoport a cash-flow mutatók, melyek egyik leggyakrabban kiemelt előnye, hogy mentes az adószámveteli torzításoktól. Felmérésekkel próbálták bizonyítani, hogy nagyobb magyarázó erővel bírnak a tulajdonosi érték alakulására, mint a maradványjellegű mutatók.

#### 2.5.2.1. Befektetés arányos cash flow megtérülés (CFROI)

Az EVA mögött a második legnépszerűbb, jelentős publicitással rendelkező mutató a befektetés arányos cash flow megtérülés (CFROI, Cash Flow Return On Investment). A Holt Value Associates, Chicago-i tanácsadó cég szerint a CFROI a legjobb célkitűzés a jövőbeli részvényárfolyam alakulásához, CFROI és részvényárfolyam között 70%-os korrelációt mutattak ki.<sup>53</sup> A CFROI mutatót egyre növekvő mértékben alkalmazzák a menedzserek és értékpapír-elemzők, mint a vállalati teljesítmény és tulajdonosi érték kulcsfontosságú mércéjét.<sup>54</sup>

**A CFROI mutatót két eltérő tartalommal használják.** Black A. et al. ([1999] 87.old.) szerint a CFROI „beruházás arányos belső megtérülési rátaként értelmezhető, vagyis azt a számolt diszkontrátát jelenti, amely mellett a jövőbeli cash flow-k jelenértékének és a kezdeti beruházásnak a különbsége nulla.” WACC-cal összehasonlítva meghatározható a többlethozam. CFROI számítása során megbecsülik a

<sup>53</sup> Forrás: Best practice technique: Focus on CFROI...[2003]

<sup>54</sup> Madden B. J. [1998] állítását támasztja alá Anthony L. Velocci. J. [2000] megállapítása: miszerint világszerte 300 befektető cégnél Kb. 2 200 portfolió menedzser alkalmazza a CFROI értékelési módszert.



vállalat teljes élettartama során keletkező bruttó cash-flowt (tulajdonosok és hitelezők rendelkezésére álló CF) átszámítják jelenértékre, majd osztják a bruttó eszközállomány inflációval korrigált jelenértékre átszámított értékével. CFROI mutatót, mint belső megtérülési ráta interpretálja: Black A. et al. [1999], Reimann B.C. [1988], Becker P. et al. [2005], Fónagy-Árva P. et al. [2003], Dorgai I. [2004b]. Beruházás arányos belső megtérülési rátaként értelmezve, a CFROI nem oldja meg azt a problémát, hogy az értékvezérelt teljesítményméréshez olyan mércét keresünk, amely egyértelműen kötődik a hosszú távú érték alakulásához (ez fennáll), és elkerüli a hosszú távú pénzáramlások előrejelzését.

CFROI (Cash flow return on investment) mutatót gyakran alkalmazzák adott év teljesítményének értékeléséhez, ebben az esetben a **ROIC mutatóval analóg módon, a bruttó CF-t viszonyítják a befektetett tőkéhez.**

**CFROI = Adózás utáni működési CF (operating CF after taxes, OCFAT) / befektetett tőke.**

Adózás utáni működési CF = EBIT – számított adófizetés + amortizáció +, - rövid lejáratú források állomány változása +, - forgóeszközök állományváltozása. A CFROI mutató előnye a ROIC mutatóval szemben, hogy a hozamszámítás mentes a számviteli torzításoktól. A befektetett tőke értékét gyakran inflációval korrigált eszközértéken határozzák meg, ebben az esetben ugyanúgy kell azzal a problémával számolni, hogy a befektetett tőke könyvszerinti értéke nem egyezik meg a befektetett tőke piaci értékével. (Ez a probléma bemutatásra került az EVA, illetve a REVA számításnál.) Stelter, D. et al. ([2001] 65. old.) a cash-flow alapú mutatók esetében, befektetett tőke alatt az eredeti készpénzes befektetést érti.

A CFROI hátránya hogy a vállalat életciklusának megfelelően ingadozik; jelentős növekedés előtt álló, illetve induló vállalatok esetében teljesen normális a negatív CF jelenség, hiszen pótlólagos befektetésre van szükség, hogy ráálljanak egy jövőbeli fejlődési pályára.

A cash-flow alapú és maradványjellegű mutatók összehasonlítása során a cash-flow alapú mutatók előnyeként azt emelik ki, hogy a hozamszámítás mentes a számviteli torzításoktól, hátránya viszont az, hogy önmagában nem ad választ arra: teremtett-e a vállalat értéket, csak a WACC-cal összehasonlítva. A maradványjellegű mutatók válaszolják meg azt a kérdést, hogy mennyi volt a vállalatnál a többlet érték teremtés.

Ez adott inspirációt a kutatóknak, hogy kifejlesszék a cash-flow alapú maradványjellegű mutatókat.

#### 2.5.2.2. Maradvány jellegű cash flow mutatók

A maradványjellegű cash flow mutatók igyekeznek egyesíteni a cash-flow alapú és maradványjellegű mutatók előnyeit. Számításuk nagyon hasonlít az EVA számításához, legfontosabb eltérés, hogy a hozamot a működési cash-flow alapján határozzák meg.

**Maradvány cash-flow** (Residual Cash Flow, **RCF**) = **Működési CF** – **tőkeköltség**.

A Boston Consulting Group az RCF mutatóval azonos tartalommal használja a

**hozzáadott cash érték** (Cash Value Added, **CVA**) mutatót.<sup>55</sup>

CVA = adózott működési CF – tőkeköltség vagy

$CVA = (CFROI - WACC) * \text{bruttó befektetés}$

Bruttó befektetés alatt az eredeti cash-flow alapú befektetést értik (bruttó befektetés = jelenlegi nettó eszközérték + elszámolt értékcsökkenés, lehetőleg inflációs kiigazítást alkalmazva. (Stelter, D. et. al. ([2001]))

Clinton B. D.- Chen S. [1988] felmérése, amely 325 vállalat (Standard & Poor's 500 és Stern Stewart 1996 Performance 1000 adatbázisából) 1991 és 1995 közötti időszak alatt vizsgálta a részvényárfolyam, illetve a részvényesi megtérülés és a különböző pénzügyi mércék közötti korreláció erősségét, azt állapította meg, hogy a maradvány cash-flow mutató (RCF) erősebb korrelációt mutat a részvényárfolyammal és megtérüléssel, mint a CFROI és a nem cash-flow alapú maradványjövedelem mutatók.

Annak ellenére, hogy fent idézett felmérés magasabb korrelációt mutatott ki az RCF mutatónál, mint az EVA-nál, az EVA-nál ismerttetet problémák: mit tekintünk folyó ráfordításnak és mit befektetésnek, hogyan kalkuláljuk a befektetett tőke értékét,

---

<sup>55</sup> A CVA rövidítést más tartalommal alkalmazza Erik Ottoson és Fredrik Weissenrieder. Az általuk kifejlesztett CVA koncepció egy „nettó jelenérték modell, amely periodizálja az NPV kalkulációt és a befektetéseket két kategóriára bontja, úgymint stratégiai és nem stratégiai befektetések.” (Fónagy et.al. 2003, 397.o.) Egy adott időszak cash-értékét az operatív cash-flow (OCF) és az operatív cash-flow elvárás (OCFD) különbségeként határozzák meg. Az operatív cash-flow elvárást (OCFD) a tőkeköltség segítségével úgy kalkulálják, hogy a befektetések nettó jelenértéke nulla legyen.  $CVA \text{ index} = OCF / OCFD$ . Ottoson féle CVA mutatót tárgyalja még Tirnitz T. [2004].

hogyan kezeljük a stratégiai befektetéseket annak érdekében, hogy a vezetőknél ne alakuljon ki a befektetések visszafogása a magasabb rövid távú jövedelmezőség érdekében ugyanúgy fennállnak.

Az eddigi CF alapú mutatóktól eltérő koncepciót, a hozzáadott tulajdonosi érték módszert fejlesztette ki Rappaport [2002].

#### 2.5.2.3. Hozzáadott tulajdonosi érték (SVA)

A hozzáadott tulajdonosi érték koncepciót (Shareholder Value Added, SVA) Alfred Rappaport [2002] dolgozta ki, melynek célja, hogy évről évre kimutassa a tulajdonosi értékben bekövetkező változást. A tulajdonosi értékben bekövetkező változást a várható pénzáram segítségével becsüli meg: tőkésíti az éves nettó működési pénzáram változását, és levonja belőle a pótlólagos beruházások jelenértékét. A maradványjellegű mutatókhoz képest, az SVA módszer szemléletmódjában lényeges eltéréseket tapasztalhatunk. (Lásd 4. sz. mellékletben bemutatásra kerülő számpélda) Eltérően kezelik a befektetéseket; az SVA a beruházásokat abban az időszakban veszi figyelembe, amikor ténylegesen felmerültek, míg az EVA számításnál a teljes befektetett tőke (amely tartalmazza a korábbi évek és a jelenlegi befektetéseket is) után számolják el a tőkekötséget. Az SVA a korábbi befektetéseket elsüllyedt költségnek tekinti az adott év teljesítményének értékelésekor. Ez problémát jelenthet olyan divíziók teljesítményének összehasonlításakor, akik eltérő tőkelekötéssel valósítanak meg azonos pénzáramot, az éves SVA ugyanannyi, de a teljes értékteremtés eltérő. Különbözik a hozam kezelése is. Az SVA módszer azt tételezi fel, hogy a működési cash-flow (illetve a NOPLAT) elért szintje a későbbi évek során is fenntartható lesz, ezért a változást tőkésítik. A maradványjellegű mutatók esetében az időszaki NOPLAT jelenti a hozamot.

Az SVA módszer Rappaport A. [2002] szerint jól alkalmazható a vállalati tervezéshez, a stratégiai tervek érzékenységének vizsgálatához, projektek értékeléséhez.

Az SVA módszer, annak szemléletmódjának elfogadása mellett is rendelkezik néhány problémával. Adott időszaki beruházásból származó haszon nem feltétlenül jelenik meg teljes egészében az első évben. Ebből adódik, hogy egyrészt a beruházások jelenértéke

nem a teljes megtermelt hozammal kerül szembeállításra a beruházás évében, másrészt a következő években olyan többlethozam mutatható ki, melyekhez szükséges beruházást az előző években vették figyelembe. Ez az alapprobléma teszi kétségessé az eltérő tőkelekötéssel rendelkező divíziók teljesítményének értékelését, összehasonlítását, bár Rappaport A. ([2002] 143-144. old.) amellet érvel, hogy a kezdeti tőke lényegtelen az üzletértékelés szempontjából. A módszer nehezen alkalmazható nagyon növekedés orientált, ciklikus iparágban.

## **2.6. Realizált tulajdonosi hozamot kifejező mutatók (piaci értékmérők)**

### **2.6.1. Teljes tulajdonosi megtérülés (TSR, RTSR)**

A tulajdonos számára a realizált hozam az árfolyamnyereségből és osztalékhozamból adódik. Ez az összefüggés jelenik meg a total shareholder return (**TSR**) mutatóban.<sup>56</sup>

$$\text{TSR} = (\text{részvényárfolyam a periódus végén} - \text{részvényárfolyam a periódus elején}) * \text{részvények átlagos száma} + \text{jóváhagyott, kifizetett osztalék.}$$

A TSR mutatót gyakran alkalmazzák vállalati rangsorokhoz, például Fortune500, különböző felmérésekhez (nem csak a módszert továbbfejlesztő, illetve preferáló Boston Consulting Group alkalmazza, lásd: Deimler M.S. – Whitehurst J.M. [1999], hanem például a McKinsey felmérésekben is TSR-t alkalmaznak és nem feltétlenül MVA-t, lásd Auguste B.G. et. al. [2001]), illetve az amerikai értékpapír és tőzsde felügyelet is a TRS mutatót alkalmazza éves jelentésében.<sup>57</sup>

A TSR mutató kifejezi, hogy adott időszak alatt a tulajdonos mennyi hozamot realizált, viszont nem ad arra választ ebben a formájában, hogy az adott hozammal a tulajdonos elégedett lehet-e vagy sem, teremtett-e a vállalat az elvárt hozamnál magasabb értéket. A Boston Consulting Group (Olsen E. [2002a,b]) a TSR mutató továbbfejlesztett változatát, a relatív teljes tulajdonosi hozam (relative total shareholder return, **RTSR**) mutatót javasolja mint legfontosabb hosszú távú értékmérőt.

**RTSR = TSR / viszonyítási csoport vagy piaci index**

<sup>56</sup> A TSR mutatóval azonos tartalommal használják a TRS (Total Return to Shareholders) mutatót.

<sup>57</sup> Forrás: Burgman B.J. – Roos G. – Ballou J.J. – Thomas R.J. [2005] 600.old.

A relatív teljes tulajdonosi hozam számítása során a vállalat teljes tulajdonosi hozamát (TSR), vagy egy referencia csoport, vagy a piaci indexhez viszonyítják. A tulajdonosi hozamnak magasabbnak kell lennie, mint a referencia csoport indexének, ezzel „kiszűrjük” a vállalat teljesítményétől független tőkepiaci, illetve iparági tendenciák hatását, illetve a mutatóba implicit módon beillesztenek egy elvárt megtérülést. Olsen E. [2002a] szerint az értékmaximáló szemléletmód érvényesítésének legcélravezetőbb módja, ha a felső vezetés számára a legfontosabb pénzügyi célt RTSR-ben fogalmazzák meg. Első lépésben meghatározzák a befektetők által elvárt kockázathoz igazított átlagos megtérülést (a meghatározásához használható például a CAPM modell). Azt tételezik fel, hogy ez az elvárt megtérülés fog tükröződni a referencia csoport átlagos TSR értékeiben. Második lépésben meghatározzák az átlagos TSR feletti kívánatos mértéket. Évről évre kimagasló TSR elérése komoly kihívást jelent, mivel az csak kimagasló teljesítmény növekedés esetén áll elő. A magas teljesítmény egyszerű fenntartása ezt nem eredményezi, mivel az beépül a tulajdonosi elvárásokba. A BCG csoport S&P 500 vállalatára végzett felmérése (Olsen E. 2002a, 291. old.) azt állapította meg, hogy az első évben átlag felett teljesítő vállalatoknál annak a valószínűsége, hogy a második évben is átlag felett teljesítenek 25% volt, míg annak a valószínűsége, hogy a harmadik évben is átlag felett teljesítenek csak 12% volt. Az **értékteremtés nézőpontjából sokkal ésszerűbb a kimagasló hozamelvárást kumuláltan megadni három, öt vagy 10 évre**, mint küzdeni azért, hogy folyamatosan kimagasló teljesítményt érjenek el évről évre. Az RTSR mutatót a legfontosabb külső pénzügyi mércének tekintik, viszont az RTSR-ben megfogalmazott tulajdonosi értéknövelési célt le kell bontani a szervezet számára.

### **2.6.2. Piaci hozzáadott érték mutató (MVA)**

A másik legelterjedtebb piaci értékmérő a Stewart G.B. [1991] által kifejlesztett piaci hozzáadott érték mutató (Market Value Added, MVA), amely a teljes piaci érték és a teljes befektetett tőkeállomány közötti különbségként fejezi ki a tőkepiac értékelését a vállalat jelenlegi és jövőbeli projektjeiről.

Stewart G.B. [1991, 181. old.] az MVA számításának két fajta módját ismerteti.

(1) **MVA = Teljes piaci érték – Befektetett ösztőke**

(2) **MVA = Részvények száma \* (részvényárfolyam – részvények gazdasági könyvszerinti értéke)**

Stewart G.B. [1991] szerint mindegy, hogy melyik módszerrel számolják az MVA-t, mivel az adósság és piacképes értékpapírokban történő változás kevésbé fontos, mint a vállalat saját tőkéjében bekövetkező változás. Ennél sokkal fontosabb tényezőnek tekinti azt, hogy az MVA számításnál ne a befektetett tőke, illetve saját tőke könyvszerinti értékét alkalmazzák, hanem az **EVA számításnál bemutatott korrekciós tételeket figyelembe véve, a könyv szerinti értéket gazdasági könyvszerinti értéké alakítsák át.**

Az MVA mutató azon a felfogáson alapul, hogy az értékteremtés szükséges feltétele, hogy a befektetések gazdasági könyvszerinti értékét meghaladja a befektetésekből származó jövőbeli pénzáram, amely a részvényárfolyamban tükröződik. Az MVA mutató hasonló a piaci és könyvszerinti érték hányados mutatóhoz<sup>58</sup>, de míg az MVA abszolút értékben fejezi ki a különbséget, az utóbbi relatív mérőszám. Az értékteremtést vagy értékrombolást az MVA változása mutatja.

Értékteremtés =  $\Delta \text{MVA} = (\text{Teljes piaci érték}_{t1} - \text{Befektetett ösztőke}_{t1}) - (\text{Teljes piaci érték}_{t0} - \text{Befektetett ösztőke}_{t0})$ . A egyenletet átrendezve:

$\Delta \text{MVA} = \text{Teljes piaci érték változás} - \text{Befektetett ösztőke változása}$ .

Akkor teremt a vállalat többlet tulajdonosi értéket az MVA alapján, ha a saját tőke gazdasági könyvszerinti értéken számított változását meghaladja a részvények piaci értékének változása (2-es képlet alapján, eltekintve a hosszú lejáratú kötelezettségek értékétől).

A saját tőke gazdasági könyvszerinti értékének változását három tényező okozhatja:

- Tőkeemelés. Ebben az esetben a részvények piaci értékét a megnövekedett részvény szám is befolyásolja.
- Visszatartott osztalék. Míg a TSR számításnál a kifizetett osztalékot a realizált tulajdonosi hozam számításánál veszik figyelembe, addig az MVA mutatóban a visszatartott osztalék a befektetett ösztőkét növeli.

---

<sup>58</sup> A piaci és könyvszerinti érték hányados mutató módosított változata a C/M (comprehensive-to-market) mutató, amely a piaci értéket a vállalat összes (látható és láthatatlan eszközeihez) viszonyítja. Lásd: Hurwitz. J. et.al. [2002] 55-56.old.

- A saját tőke gazdasági könyvszerinti értékének megállapításakor figyelembe vett korrekciós tételek, pl: inflációs kiigazítás, rendkívüli tételek kiszűrése, céltartalékkal kapcsolatos korrekciós tételek, üzleti szempontból befektetésként kezelt számviteli szempontból ráfordításként elszámolt tételek.

A részvények piaci értékének változását okozhatja:

- Változik a részvények darabszáma, pl: tőkeemelés, tőkeleszállítás. Ezzel párhuzamosan a befektetett tőke értéke is változik.
- A részvényárfolyamban tükröződnek a vállalat értékével kapcsolatos várakozások. A fundamentalisták szerint hatékony tőkepiac mellett a vállalat piaci értéke és a vállalat diszkontált cash-flow modell alapján meghatározott belső értéke közelít egymáshoz. Ha a vállalat jövőbeli értékéből, amit a piaci értéken keresztül mérünk, levonjuk az eddigi befektetéseket (a befektetés értékelése bekerülési áron történik, számviteli korrekciókat figyelembe véve), tulajdonképpen egy nettó jelenérték számításhoz jutunk. Ha a különbség pozitív és növekszik, akkor a vállalat értéket teremt.
- A részvényárfolyamot természetesen befolyásolják a vállalat értékétől független kereslet-kínálati viszonyok. A részvényárfolyam ingadozása jelentősen torzíthatja az MVA és  $\Delta$  MVA értékét.

Stewart G.B. [1991] az MVA mutatót az EVA mutatóval együttesen javasolja alkalmazni. Az MVA mutató fejezi ki a „realizált tulajdonosi hozamot”, míg az EVA az értékteremtés belső értékmérője, mely lebontható divíziókra, termékekre, illetve az EVA mutatóhoz kapcsolatosan meg kell határozni a legfontosabb értékteremtő tényezőket. A Stern Stewart tanácsadó cég felmérései (Performance 1000 adatbázis alapján) alátámasztották az EVA és MVA mutatók közötti kapcsolatot.

## **2.5., 2.6. fejezet összegzése**

Az értékközpontú vállalatvezetés képviselői egyetértenek abban, hogy a végső pénzügyi cél a tulajdonosoknak többlet értéket teremteni, viszont ez alapvetően a vállalat belső értékének növelésén keresztül valósítható meg. Az egyes irányzatok abban térnek el egymástól, hogy milyen mutató segítségével mérjék a vállalat belső értékét, és a

realizált tulajdonosi hozamot. A legtöbb vita a vállalat belső értékének mérése körül forog. Két meghatározó irányzat alakult ki; a maradványjellegű mutatók és a cash-flow alapú mutatók. A maradványjellegű mutatók közül a két legismertebb a Stern Stewart Company által kifejlesztett EVA mutató és a McKinsey tanácsadó cég által javasolt gazdasági profit mutató. A két koncepció között csak árnyalatnyi különbségek vannak (lásd 2.5.1.2 fejezet), mindkét esetben meghatározóak a számviteli korrekciók, illetve fontos hangsúlyozni a rendszerben gondolkodást, a kulcsfontosságú értékteremtő tényezők meghatározását. Kevésbé ismert az EVA továbbfejlesztett változata a REVA (lásd: 2.5.1.3. fejezet). A REVA számítás során a befektetett tőkét piaci értéken határozzák meg, a piaci értékítélet bekerül a számításba, annak előnyeivel és hátrányaival együtt. Ebből következően a REVA mutatót, az EVA mutató mellett javasolják, elsősorban felsővezetői ösztönzéshez, így nem tekinthető az EVA vetélytársának. A maradványjellegű mutatók igazi „ellenfelei” a cash-flow alapú mutatók, ezen belül is a CFROI (lásd 2.5.2.1. fejezet). CFROI előnye, hogy a hozamszámítás mentes a számviteli torzításoktól, hátránya, hogy a vállalat életciklusának megfelelően ingadozik, s önmagában nem ad választ arra, hogy teremtett-e a vállalat értéket. Megjelentek a cash-flow alapú maradványjellegű mutatók (lásd 2.5.2.2. fejezet), melyek igyekeztek egyesíteni a cash-flow alapú mutatók és a maradványjellegű mutatók előnyeit. Sajátos cash-flow alapú értékelési módszer; Rappaport A. hozzáadott tulajdonosi érték (SVA) koncepciója, amely nem nagyon terjedt el, köszönhetően sajátos szemléletmódjának (lásd 2.5.2.3. fejezet).

Az értékközpontú vezetés legújabb megközelítése szerint (Olsen E. [2002a]) a vállalat belső értékének növelése mellett, sokkal nagyobb figyelmet kell fordítani a piaci érték alakulására, a tényleges tulajdonosi érték teremtésre. Ebben nyújtanak segítséget a realizált tulajdonosi hozam különböző mércéi (RTSR, TSR, MVA, lásd 2.6. fejezet). A realizált tulajdonosi hozam mércéi körül korántsem bontakozott ki olyan vita, mint amilyen a belső teljesítménymércék körül tapasztalható. A piaci értékmérők közül a relatív teljes tulajdonosi hozamot (RTSR) érdemes kiemelni, amely abban fejleszti tovább az amúgy jelentős népszerűségnek örvendő teljes tulajdonosi megtérülést (TSR), hogy a TSR értéket elosztják a viszonyítási csoport vagy piaci indexszel, ezzel „kiszűrik” a vállalat teljesítményétől független tőkepiaci, illetve iparági tendenciák hatását, illetve implicit módon beépítenek egy elvárt megtérülést. Az RTSR és MVA mutatók között az az alapvető koncepcionális különbség, hogy míg a  $\Delta MVA$ -nál a „hozamot” (teljes piaci érték változás) a befektetett tőke gazdasági könyvszerinti



értékéhez viszonyítják, addig az RTSR mutató esetében a „hozamot” (árfolyamnyereség + osztalékhozam) a referencia csoport hozamához.

## **2.7. Értékteremtő tényezők**

Az értékvezérelt teljesítménymérési rendszer kritikus pontja a kulcsfontosságú értékteremtő tényezők meghatározása és mérése. Az értékteremtő tényezők azonosítása egyaránt fontos szerepet tölt be az értékmaximáló stratégia kialakításában, és a teljesítménymérésben. A teljesítménymérésben az értéket kifejező mutatók mellett (például EVA), stratégiai szempontból azokra a mutatókra kell koncentrálni, azt kell mérni, amely a legnagyobb hatást gyakorolja a vállalati értékre, amelyen keresztül el lehet érni például a kitűzött EVA célt. Az értékközpontú vezetés hívei nem egy mutatóban gondolkodnak, hanem egy mutatószámrendszerben, amelynek része a realizált tulajdonosi értéket, a vállalat belső értékét, és a kulcsfontosságú értékteremtő tényezőket kifejező mutatók.

Rappaport A. [2002] a vállalat DCF modell alapján meghatározott belső értékét hét makroszintű pénzügyi értékteremtő tényezőre bontja: árbevétel növekedése, működési eredményhányad, a befektetett eszközökbe, illetve a forgótőkébe történő pótlólagos befektetés, készpénzes társaságiadó-kulcs, tőkeköltség, és az értéknövekedési periódus hossza. A makroszintű értékteremtő tényezőket tovább kell bontani mikroszintű értékteremtő tényezőkre, például piaci részesedés növelése, fajlagos anyagfelhasználás csökkentése, átfutási idő javítása (a mikro és makroszintű értékteremtő tényezők kapcsolódását lásd 1.4. fejezet 2. ábráján). Rappaport A. [2002] szemléletében meghatározó a zárt modellben való gondolkodás. A vállalati érték felbontható alkotóelemeire, a vállalat értékére ható tényezők hatása érzékenységvizsgálat, illetve szcenárió elemzés segítségével vizsgálható, és meghatározható, hogy mely tényezők gyakorolják a legnagyobb hatást az érték alakulására. A makro értékteremtő tényezők lebontása egészen az operatív működési mutatókig (például kapacitás kihasználás, állásidő, túlóra, órabér, reklamáció kezelések száma) megtörténik. Egy adott üzleti modell feltételrendszerén belül minden pénzügyi és működési mutató kapcsolata „egyértelmű” a vállalati érték alakulásához. A vállalati értékre legnagyobb hatást gyakorló tényezők, és az ezeket mérő parciális mutatók azonosítása, és mérése kritikus

része az értékvezérelt teljesítménymérési rendszernek, hiszen az operatív vezetési szinteken, ezeken a parciális mutatókon keresztül tudnak hatást gyakorolni a vállalati érték alakulására.

Copeland és szerzőtársai [1999] szerint a rendelkezésre álló információkon alapuló mechanikus eljárások és a tisztán pénzügyi megközelítések ritkán alkalmasak az értékteremtő tényezők megtalálására, csak kreatív eljárásban, számos próbálkozáson és hibán át lehetséges. A vállalat értéke a jövőbeni teljesítményben van. A jelenlegi teljesítmény csupán kiindulópontot jelenthet a jövőbeni teljesítmény megítéléséhez, a vállalat értékében egyre nagyobb szerepet töltenek be az eszmei javak (márkanév, fogyasztói hűség, alkalmazottak tudása, elkötelezettsége, szervezeti kultúra stb.) A tulajdonosi érték és értékteremtő tényezők kapcsolatát mutatja a 6. ábra, míg a 3. tábla azt szemlélteti, hogy a nem pénzügyi értéktényezők hogyan hatnak a pénzügyi értéktényezőkre.

A kulcsfontosságú értékteremtő tényezők azonosítása, illetve a nem pénzügyi értékteremtő tényezők hozzákapcsolása a vállalati érték alakulásához, komoly kihívást jelent. Ittner C. D. – Larcker D. F. [2004] a vállalatvezetők számára az alábbi folyamatot javasolja:

1. Első lépésben egy okozati modellt kell kifejleszteni a stratégiai tervben szereplő hipotézisek alapján.
2. Gyűjtsék össze a szükséges adatokat! „Készítsenek leltárt” milyen adatok állnak rendelkezésre. Előfordulhat, hogy nincsenek meg a szükséges adatok az okozati modell kidolgozásához. Jelöljék ki azt a területet, amely véleményük szerint előmozdítja a stratégia megvalósítását, tegyenek konkrét lépéseket a kijelölt terület fejlesztése érdekében, és kezdjék el mérni a lépések hatását.
3. Az okozati modell tesztelésére több statisztikai módszer alkalmazható pl: korreláció vagy regresszió számítás, de kvalitatív elemzések is felhasználhatók. Azt a tevékenységet kívánjuk azonosítani, amely valóban hatással volt a teljesítményre.
4. Folyamatosan tökéletesíteni kell az okozati modellt! A kulcsfontosságú értékteremtő tényezők nem statikusak, folyamatos felülvizsgálatot igényelnek!
5. Értékeljék az okozati modellen alapuló akciók, tevékenységek tényleges értékre gyakorolt hatását. Ezt a fajta utóelemzést nagyon kevés vállalat végzi el, pedig

még a negatív eredménynek is lehet pozitív hozadéka abból a szempontból, hogy az okozati modell átgondolását eredményezheti.

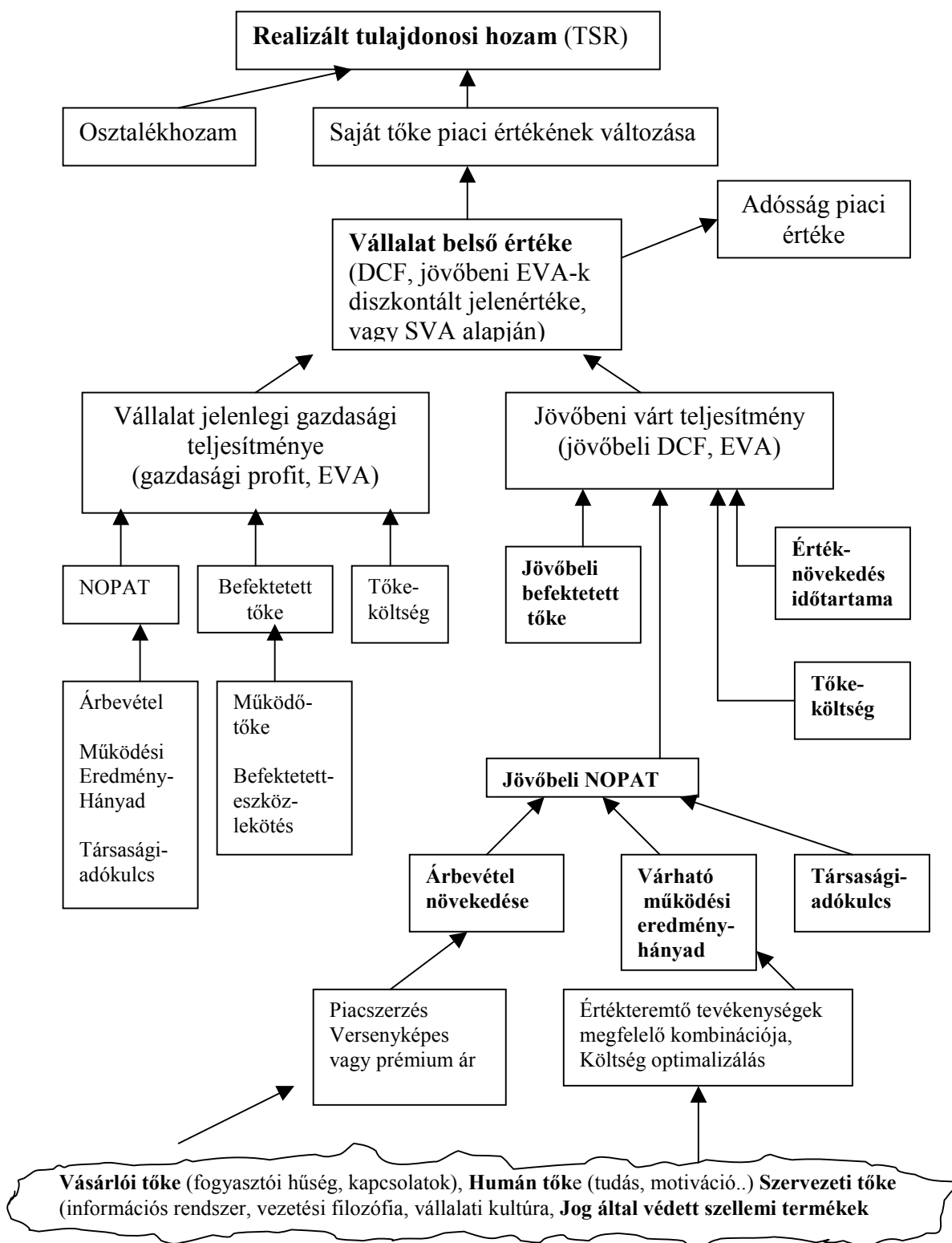
**3. tábla. Nem pénzügyi értéktényezők hatása a pénzügyi értéktényezőkre**

	Fogyasztó (Fogyasztói érték)	Érintettek (humán tőke érték)	Növekedés és innováció	Folyamatok
Árbevétel növekedési üteme	X	X	X	
Működési eredmény ráta		X	X	X
Fizetett adó aránya		X		
Árbevétel-arányos forgótőke	X	X		X
Árbevétel arányos beruházás		X		X
Tőkeköltség		X		

Forrás: Black A. et. al. [1999] 289.old.)

Az eszmei javak mérése komoly kihívást jelent (lásd 2.3.2. fejezet). Egyik oldalról fontos a mérésük, mivel maga a mérés ténye is már hangsúlyozza az értékteremtésben betöltött szerepüket. Másik oldalról megjelenik az az elvárás, hogy a mérés és feldolgozás költségei, – amelybe figyelembe kell venni az alkalmazottak és vezetők idejét, figyelmét is – ne haladják meg a mérésből származó hasznokat. Napjainkban gyakran szembesülnek a vállalatok azzal a problémával, hogy túl sok mindent mérnek. A legtöbb vállalatnál az idő és az erőforrások nagy részét az adatok gyűjtése és jelentések készítése köti le, nem fordítanak elegendő időt arra, hogy az adatokból értékes információt nyerjenek. (Átvéve: Marr B. [2005]) Érdemes szem előtt tartani Itter és Larcker [2004] azon megállapítását is, hogy a nem pénzügyi mutatók ugyanúgy, vagy még jobban manipulálhatóak mint a pénzügyiek. Felmérések azt mutatják, hogy a vezetők tisztában vannak az eszmei javak értékteremtésben betöltött szerepével, ugyanakkor a teljesítménymérést napjainkban is a pénzügyi mutatók uralják.

6. ábra. Tulajdonosi érték és értékteremtő tényezők



Készült: Rappaport [2002, 72.old.] és Burgman B.J. – Roos G. – Ballow J.J. – Thomas R.J. [2005, 599. old.] ábrája alapján.

Sok szerző foglalkozik az értékteremtő tényezők kérdéskörével, különböző nézőpontokból. Az értékközpontú vállalatvezetés képviselői (Rappaport [2002], Copeland T. – Koller T. – Murrin J. [1999]) a tulajdonosi értékből kiindulva keresik azokat a tényezőket, amelyek a legnagyobb hatást gyakorolják a vállalati értékre. Meghatározó napjainkban a szellemi tőke szerepével és mérésével foglalkozó irányzat (Tayles M. et. al. [2002] és Hurwitz. et. al., [2002], Bose S. – Oh K.B. [2004]), amely az eszmei javak és a vállalat pénzügyi, illetve részvénypiaci teljesítménye között próbálnak kapcsolatot kimutatni. A harmadik irányzat jellemzője a formalizálás, ahol a pénzügyi és nem-pénzügyi értékteremtő tényezőket egy összefüggő mutatószámrendszerbe helyezik. Legismertebb teljesítménymérési modellek: Neely A. A. et. al. [2004] teljesítményprizmája<sup>59</sup>, Skandia Navigator rendszere, Kaplan R. S. és Norton D. P. [1997] kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszere. A teljesítménymodellek előnyei, hogy hangsúlyozzák a rendszerben való gondolkodást, a teljesítmény többszemponútú megközelítését, az ok-okozati kapcsolatok feltárását, illetve egy-egy kulcsfontosságú területre irányítják a figyelmet. Az alkalmazott modelleknek meg van az az előnyük, hogy támpontot, iránymutatást adnak a vállalati teljesítménymérési rendszer kialakításához, ugyanakkor ellent kell állni a módszerek formális alkalmazásának csábításának (pl. a megadott keretet feltöltik a már alkalmazott mutatókkal). Nem szabad megfeledkezni arról, hogy a teljesítménymércéket az értékmaximáló stratégiából kell levezetni, a legfontosabb kiválasztási szempont az értékre gyakorolt hatás, és az értékre gyakorolt hatás alapján kell felépíteni az ok-okozati láncolatot.

---

<sup>59</sup> A teljesítményprizma öt nézőpontot alkalmaz a teljesítmény megragadására: érintettek elégedettsége, az érintettek hozzájárulása, stratégiák, folyamatok, képességek. Neely A. A. et. al. [2004] 202. old.

### 3. A magyar szakirodalom áttekintése

Az 1945 előtti hazai számviteli rendszerre a német üzemgazdasági elméletek gyakorolták a legnagyobb hatást. 1945 után a szocialista számviteli rendszer és számviteli elemzés legfontosabb feladata az előírt tervek teljesítésének mérése, értékelése, és a beszámolási kötelezettség teljesítése lett.<sup>60</sup> **1968 után** az új gazdasági mechanizmus hatására a **hatékonyságnövelés központi témává válik**, és megkezdődnek a rendszerszemléletű kutatások. Tanulmányom a hazai teljesítménymérési irodalom fejlődésébe az **1980-as évektől kapcsolódik be**, amikor a legfontosabb kérdés továbbra is a vállalati hatékonyság növelése, a beruházás hatékonysági vizsgálatok. E két témában számtalan cikk, tanulmány született hazai szerzők tollából, melynek teljes körű felsorolása, ismertetése meghaladná tanulmányom kereteit, csupán a kutatásom szempontjából lényeges, előremutató irodalmakat emelem ki. Az 1980-as évek szakirodalmában még viszonylag kevés szerző használja a jövedelmezőség és a gazdaságosság fogalmát. Találkozhatunk ugyanakkor olyan munkákkal is, amelyek napjaink nézőpontjából is korszerű gondolatokat fogalmaznak meg, napjainkban is alkalmazott módszereket mutatnak be.

**Ladó L. [1981]:** Teljesítmények és ráfordítások könyve a **vezetői számvitel alapjait** rakja le. A költségfüggvények elemzése; a fix és változó költségek megkülönböztetésén alapuló fedezet számítások; fedezeti pont elemzés; termékek és szolgáltatások fajlagos fedezetének számítása, s ennek kapcsolata a vállalati szintű fedezettel; a gazdasági döntéseknél a szűk keresztmetszet problémának a figyelembevétele, a kapacitáskihasználás kérdésének tárgyalása, költségtervezés, strandard költségszámítás, terv- tény elemzés mind olyan színvonalon kerül tárgyalásra, hogy napjaink bármelyik vezetői számviteli tankönyvében megállná a helyét. Érdekes módon már 1981-ben, a nyugati szakirodalommal szinte egy időben foglalkozik azzal a kérdéssel, hogy a **hagyományos pótlékoló kalkuláció torzításokhoz vezet**, különösen akkor ha eszközigenyes iparágakban a közvetlen bérek alapján történik az általános költségek felosztása. Megoldásként nem ismerteti a tevékenység alapú költségszámítás alapjait,

---

<sup>60</sup> Bordáné Rabóczki M. [1986] 39.old.

ugynakkor bemutatja az ABC elemzés híres bálna alakú görbáját.<sup>61</sup> Felhívja a figyelmet arra, hogy az értékelemzést, funkcióelemzést célszerű lenne már a termékek tervezésének szakaszában alkalmazni, s nem először hagyományosan tervezni, majd értékelemzéssel az önköltséget csökkenteni. Végezetül még egy megfontolandó gondolat: „...a számvitelnek nem lehet erénye, hogy egyszerű, sem fő bűne, hogy összetett, vagy akár komplikált. Csak a funkció érték-költség szembeállítás hozhat eredményt, ugyanúgy mint számos más tevékenységnél.”( I.m. 227.old.)

Figyelemre méltó **Szűts I. [1983]** munkája, aki egy **többdimenziós hatékonyságfogalom** bevezetését javasolja, amely tartalmazza a célok teljesülését, az eredményeket és ráfordításokat, továbbá a vállalati hatékonyságot befolyásoló minden lényeges összetevőt. Napjaink tendenciáit tükröző gondolatokat fogalmaz meg: „a vállalati nyereség mint egyetlen mutatószám nem képes tükrözni a vállalati hatékonyság rendszerszemléletűen értelmezett fogalmát”<sup>62</sup>, s a vállalati hatékonyság többváltozós statisztikai elemzése során számos nem pénzügyi mércét is alkalmaz, például géppark korszerűsége, marketing/piackutatás hatékonysága, vállalat rugalmassága, a termékek piacképessége, a vállalat hírneve, újítások hatékonysága, szociális klíma, környezetszennyezés. A **nem pénzügyi mutatók szerepének hangsúlyozása** mellett, Szűts I. [1983] másik fontos érdeme, hogy felhívja a figyelmet arra, hogy „a **vállalati hatékonyság mutatószámai mindig csak utólagosan képesek a hatékonyságot regisztrálni**. Ha a hatékonyság romlása már ezekben a mutatókban is tükröződik, akkor már az innovációs ciklus olyan periódusában vagyunk, ahol a tendencia megfordítása már csak többletráfordításokkal lehetséges.”(I.m. 237. old.)

A korszak szakirodalmából kitűnik **Bordáné Rabóczki M. [1986]**, aki Ladó L. [1981] könyvéből megismert vezetői számviteli eszközök ismertetésén túl, a hazai olvasóközönség számára **új fogalmakat** vezet be: management accounting, melyet **vezetési számvitelnek** fordít,<sup>63</sup> a, **felelősség elvű számvitel** (responsibility accounting)

---

<sup>61</sup> Az ABC elemzés azt vizsgálja, hogy hány és mely elemek adják a kiemelt paraméter (vállalati fedezettömeg) hozzávetőlegesen 80%-t. „175 féle termék közül a fedezettömeg 80%-át 20 féle termék hozta” Ladó L. [1981] 171.old.

<sup>62</sup> Szűts I. [1983] 7.old. Szükséges megemlíteni, hogy Szűts munkájában, nagyon domináns a szocialista vállalatfelfogás, a kizárólag nyereségen alapuló értékelést a szocialista vállalat szempontjából bírálja.

<sup>63</sup> Annak ellenére, hogy a vezetői számvitel elméleti alapjai megjelennek a szakirodalomban, a bemutatásra kerülő eszköztár egy része használatos a gyakorlatban, még sokáig nem beszélhetünk hazánkban a számvitel vezetői és pénzügyi ágának elkülönüléséről. (Bordáné Rabóczki M. [1989] 12.old. alapján)

bemutatásán keresztül a **kontrolling rendszer alapjait rakja le**. A beruházás központ értékeléséhez használatos ROI mutató mellett ismerteti a **reziduális eredmény (RI)** mutató számítási módját.<sup>64</sup>

1987-től több kutató foglalkozik a **szervezeti egységek teljesítményének mérésével**, annak fontosságával. (Marosi M. [1987a, 1987b, 1988] Ladó L. [1987]) A multidivizionális szervezetek irányításához szükség van a szervezeti egységek, illetve a menedzserek teljesítményének mérésére, értékelésére. A belső elszámolás fontos feladata, hogy megmutassa egy-egy részleg mennyi nyereséggel járul hozzá a vállalat egészének jövedelmezőségéhez. Marosi [1987b, 31. old.] felhívja a figyelmet arra, hogy „a profit centerben évente kimutatott nyereség önmagában rövid távú gondolkodásra ösztönöz”, a nem megfelelően kialakított belső elszámoló árak, és a divízió vezetők reszortgondolkodása (kizárólag a saját egységükénél kimutatásra kerülő teljesítmény alakulására koncentrálnak) kérdésessé teheti az éves nyereség vállalatirányításban betöltött szerepét. Ladó L. [1987] amellett, hogy hangsúlyozza a vállalaton belüli szervezeti egységek teljesítménymérésének fontosságát, rámutat annak korlátaira is, felhívva a figyelmet a teljesítményt befolyásoló szociológiai, pszichológiai tényezőkre is.<sup>65</sup>

A **kontrolling rendszer alapjait** tárgyalja Lukács [1987], és korát megelőzve foglalkozik Vogler I. [1988] a **bankkontrolling** rendszer jellemzőivel.

Bordáné Rabóczki M. 1986-ban egy bekezdés erejéig foglalkozik a maradványjövedelem számításának módjával, 89-es cikkében bemutatja a **cash-flow számítás és elemzés alapjait**, ennek ellenére a 89-es pénzügyi kimutatásokkal, pénzügyi elemzéssel foglalkozó könyvében csak a „**hagyományos**” pénzügyi mércék számítási módját ismerteti, **nem találkozhatunk sem cash-flow alapú, sem maradványjövedelem jellegű mutatókkal**.

---

<sup>64</sup> RI = Divízió eredmény – (Beruházott álló- és forgóeszközök könyvszerinti értéke\* minimális megtérülési ráta (Bordáné Rabóczki M. [1986] 200.old.)

<sup>65</sup> „... jobb teljesítményeket akkor érhetünk el, ha elsődlegesen számításba vesszük a teljesítmények alakulását befolyásoló szociológiai, pszichológiai, ergonómiai, anyagi, technikai jellegű tényezőket. Ezt követheti annak meghatározása, hogy mit, hogyan célszerű (és egyben lehetséges), valamint érdemes mérni. E közelítés során rádöbbenünk arra, hogy mérési lehetőségeink – beleértve a „vállalati teljesítmény-ráfordítás és hozamszámítás elképzelhető legjobb formáját is – korlátozottak, s már kis hibák esetén is tévesen orientálhatnak.” (Ladó L. [1987] 10.old.)



Az 1990-es évektől egyre nagyobb figyelem irányul a vezetői számvitel kérdéseire, és a kontrolling rendszer kialakításának lehetőségeire.<sup>66</sup> Kiemelendő **Bordáné Rabóczki M. [1993]** cikke, aki nem csupán a kontrolling rendszer lényegét, illetve a felelősségi elven felépített belső elszámolási és beszámolási rendszer alapjait ismerteti, hanem munkájában már megjelenik a **tulajdonosi szemlélet**, foglalkozik a **tőkeköltség számítás és a hozzáadott gazdasági érték (EVA)** mutató számításával is. **Bögel Gy. [1994]** szintén megemlíti a reziduális jövedelem teljesítménymérésben betöltött szerepét, továbbá foglalkozik a **kizárólag számviteli mutatókon alapuló értékelés problémáival, megállapítja, hogy a pénzügyi mércék önmagukban nem elegendők.** A **pénzügyi elemzés** kérdéskörével foglalkozó egyéb cikkek és könyvek (pl: Bordáné Rabóczki M. [1994], Virág M. [1993], továbbra is csak a **hagyományos pénzügyi mutatók számítását mutatják** be, bár Virág M. [1993] tárgyalja a pénzügyi mutatók problémáit, a pénzügyi elemzés korlátait is.)

Fontos mérföldkövet jelent **Koltai T. [1994] tevékenység alapú költség számítás** bemutató cikke. A tevékenység alapú költség számítás hazánkban nem kap olyan nagy visszhangot, mint az 1980-as években a nyugati szakirodalomban, és a vállalati gyakorlatban sem válik dominánssá<sup>67</sup>. Az ABC módszer alkalmazását mutatja be a logisztika és termelés területén Dolgos O. – Wimmer Á. [1995], míg Koltai T. [1996] a jászárokszállási hűtőládagárban bevezetésre kerülő ABC rendszer tapasztalatait ismerteti.

Az 1990-es évek elején a privatizáció megindulásával előtérbe kerül a **vállalatértékelés, üzletértékelés témaköre** (Csécsei R. [1991], Ling R. V. – Nagy J. [1992], Illéssy J. [1992], Ulber J. [1993, 1994a,b, 1995], Bélyácz I. [1992, 1995] Felföldi Gy. [1994]).

A teljesítménymérés irodalmának jellemző fejlődési tendenciája, hogy a **teljesítménymérés kérdésköre beépül más szakterületek ismeretanyagába, érvényesül a multidiszciplináris megközelítés.** Míg az 1993-as Termelésmenedzsment

---

<sup>66</sup> A költség számítási rendszerek vezetést támogató funkciójával foglalkozik Bába Á. [1991], Koltai T. [1992], Bosnyák J. [1993], a kontrolling rendszer alapjait mutatja be: Szabóné Laluk. Cs. [1991], Ladó L. [1992], Salamon K. [1993], Bordáné Rabóczki M. [1993], illetve a logisztika kontrolling kérdéskörét tárgyalja Frankovics A. – Kadocsa Gy. [1993].

<sup>67</sup> Koltai T. 1999-2003 között végzett felmérése szerint a vállalatok többségénél nem került bevezetésre a tevékenység alapú költség számítás, annak költség és időigényessége miatt. Forrás: Koltai T. - Sebestyén L. [2003]

egyetemi jegyzet<sup>68</sup> még nem tartalmaz teljesítménymérési vonatkozásokat, addig az 1999-ben kiadott Értékteremtő folyamatok menedzsmentje (Chikán A. – Demeter K. szerk.[1999]) egyetemi tankönyv Dolgos Olga és Wimmer Ágnes munkássága nyomán már két fejezet erejéig<sup>69</sup> foglalkozik a teljesítménymérés kérdéskörével, amelyben ismertetésre kerül a teljesítménymérés irodalmának korszerű módszerei és nézetei, például átmenőköltség számítás, célköltség számítás, életciklusköltség számítás, tevékenység alapú költség számítás, a hagyományos teljesítménymérési rendszerek bírálata, a nem pénzügyi mutatók szerepének hangsúlyozása, stratégiai teljesítményértékelési módszerek, SMART teljesítmény-piramisa, kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer, ellátási lánc értékelése. A teljesítménymérés és az értékteremtő folyamatok összekapcsolása jelenik meg Wimmer Á. [2000], és Dogos O. [2000] munkájában.

Nem ennyire erőteljesen, de a többi tudományterületen is megfigyelhető hasonló tendencia. A marketing és az érték kapcsolatát vizsgálja Berács J. [2003], Sajtos L [2006] egy marketingszempontról vállalati teljesítményértékelési modellt mutat be, Kovács K. [2008] a márkák pénzügyi értékelésének módszertani kérdéseit tárgyalja. Az információmenedzsment területén Nemeslaki A. és Aranyos M. [2003] az IT beruházások értékelésének kérdéseit vizsgálják. A stratégiával foglalkozó hazai irodalmak különböző mélységig foglalkoznak a teljesítménymérés kérdéskörével. A kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer, mint a stratégiai megvalósítás egyik eszközét ismerteti Mészáros T. [2002], Csath M. [2004], Bartek Lesi M. és szerzőtársai [2007].

Napjaink vállalati teljesítménymérési irodalmának másik jellegzetessége, hogy nagyon szerteágazóak, sokféle megközelítéssel, sok irányzattal találkozhatunk. Továbbra is jelen vannak a kontrolling témájú művek: Bodnár V. [1997a,b,c, 1999, 2001, 2005], Hanyecz L. [2004], Dankó D. [2005]. Előtérbe kerül az immateriális javak értékelésének kérdésköre: Osman P. [1991], Laáb Á. [1994], Malasics A. [1998], Gyökér I. [2004], Juhász P. [2004a, 2005a, b, c], Harangozó T. [2007]. Jelentős publicitást élvez a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer: Lengyel Cs. [2001],

---

<sup>68</sup> (Richard B. Chase és Nocholas J. Aquilano könyvének felhasználásával, szerkesztette Demeter K. [1993])

<sup>69</sup> Chikán A. - Demeter K. szerk. [1999] Költséggazdálkodás: 463-499. old., Teljesítménymérés: 531-567. old.

Hársvölcsi K. et al [2002], Hercz E. [2003], Szegedi E. [2003], Imre Tamás [2004], László Gy. – Orosdy B. [2003], Lindner S. [2004].

A teljesítményméréssel foglalkozó hazai irodalom teljes körű ismertetése meghaladná disszertációm kereteit, ezért továbbiakban csak az értékközpontú vállalatvezetést szolgáló teljesítménymérési rendszer szempontjából releváns irodalmakra térek ki.

Az értékmaximáló stratégia fontosságára irányítja a figyelmet Reszegi L. [1998], és vizsgálja annak létjogosultságát hazánkban. Reszegi L. [2004] a tulajdonosi érték növelés szempontjából mutatja be a hagyományos számveteli értékelés, a mérleg és eredménykimutatás problémáit. Az értékközpontú vállalatirányítással foglalkozik Major B. [2000] és Fiath A. [2001, 2004]. Virág M. [2004] pénzügyi elemzés, csődelőrejelzés könyvébe 7. új fejezetként bekerül az értékközpontú teljesítménymérés (Fiath Attila munkája nyomán). Könczöl E. [2007] a vállalati értéknövelés helyét vizsgálja a magyar stratégiai célrendszerben. Érdemes kiemelni Juhász P. [2004, 2005] munkáit, akinek fő vizsgálódási köre a vállalat piaci és könyvszerinti értéke közötti különbség „megmagyarázása”, a szellemi tőke értékelési technikáinak bemutatása, melyek fontos kiegészítő ismereteket jelentenek témám szempontjából, ezen felül rövid áttekintést ad a különböző teljesítménymérési módszerekről. Kutatásom szempontjából azok a legfontosabb irodalmak, melyek valamilyen mélységig foglalkoznak az értéknövelést támogató teljesítménymérési módszerek bemutatásával. A 4. táblában foglalom össze az értékközpontú teljesítménymérést átfogóan tárgyaló irodalmakat abból a szempontból, hogy az előző fejezetekben bemutatott teljesítménymérési módszerek mely elemeivel foglalkoznak.

#### 4. tábla. Az értékvezérelt teljesítményméréssel átfogóan foglalkozó hazai irodalmak

Néhány esetben a módszerek csupán említésszintjén vannak meg (jelölése: „X”), az egy bekezdésnyit meghaladó részletesebb kifejtést „R”-rel jelöltem.

	Realizált tulajdonosi érték			Vállalat belső értéke						
	TSR	RTSR	MVA	EVA	REVA	EP	ROIC	CFROI	RCF CVA	SVA
Dorgai I. [2003, 2004].	R		R	R			R	R		
Fónagy-Árva P. – Zéman Z. – Majoros Gy. [2003]			X	R		X		R	R	R
Turner A. [2003]	X/R*		R	R	R		R	R		
Tirnitz T. [2004]			R	R				R	R	
Becker-Turner-Varsányi-Virág [2006]	X/R*		R	R	R	X	R	R	X	X

\*TSR a kutatási modellben jelenik meg, s kerül alkalmazásra, elemzésre.

	DCF	Hagyományos számviteli mércék	Hagyományos mércék problémái	Értékteremtő tényezők	Egyéb mutatók
Dorgai I. [2003, 2004].	X	X	X	X	VROI <sup>1</sup>
Fónagy-Árva P. – Zéman Z. – Majoros Gy. [2003]	X	X	X		
Turner A. [2003]	X	X	X	X	
Tirnitz T. [2004]	X				
Becker-Turner-Varsányi-Virág [2006]	X	X	X		

<sup>1</sup>VROI (befektetések megtérülése) = (Posztstratégiai érték – Prestratégiai érték) / Tervezett beruházások jelenértéke (Dorgai I. [2003]. 11.o.)

A 4. táblából látható, hogy a legismertebb módszerek az EVA, MVA, CFROI, DCF modell, melyekkel mindegyik irodalom foglalkozik, továbbá jellemző a hagyományos számviteli mércék problémáinak tárgyalása. A TSR, REVA, RCF/CVA, SVA módszerekkel, illetve az értékteremtő tényezők szerepével néhány irodalom foglalkozik, viszont nem tekinthető általánosnak. Az összefoglaló műveken túl fontos szerepet töltenek be az egy kiemelt módszerre koncentráló, illetve a nem kifejezetten erre a kérdésre választ kereső, de mondanivalójában kapcsolódó irodalmak, melyek összefoglalása az 5. táblában történik hasonló elvek alapján.

**5. tábla. Az értékvezérelt teljesítményméréshez kapcsolódó egyéb irodalmak**

	Realizált tulajdonosi érték			Vállalat belső értéke						
	TSR	RTSR	MVA	EVA	REVA	EP	ROIC	CFROI	RCF CVA	SVA
Laáb Ágnes [1999]				X						
Majoros B. [2000]								X		
Fiath A.[2001,2004]				X						
Juhász P. [2004]			X	X		X	X	X	X	X
Bölöni E. [2004]				R						
Kopányi T. [2005]	X			X		X				X

	DCF	Hagyományos mércék problémái	Értékteremtő tényezők	Egyéb mutatók, módszerek	Vizsgálati kérdés
Laáb Ágnes [1999]					Vállalati érdekeltségi rendszer, EVA alapú ösztönzés
Majoros B. [2000]	X		X	Tobin féle q hányados <sup>1</sup>	Értékközpontú cégirányítás
Fiath A.[2001,2004]	X	X	X	BSC, ABC, ABM Célköltség-számítás	Értékalapú vállalatirányítás
Juhász P. [2004]	X	X	X	EBO, RVM <sup>2</sup>	Piaci és könyvszerinti érték különbségének magyarázata
Bölöni E. [2004]					EVA alapú ösztönzési rendszer
Kopányi T. [2005]	X	X			Vállalati értékmaximalizálást támogató integrált vállalatirányítási rendszereket

<sup>1</sup> A q hányados a tőke piaci és pótlási értéke közötti arány mérőszáma. (Majoros B. [2000] 158.old.)

<sup>2</sup> A maradványjövdelem alapú mutatók német modelljei: EBO (Edwards-Bell-Ohlson modell) amely korrigált könyvszerinti értéket alkalmaz a gazdasági profit számításához, és Herzberg RIVM (Residual Income Valuation Model) modellje. (Juhász P. [2004]. 106. old.)

A 4. és 5. tábla a DCF modell és az EVA mutató dominanciáját mutatja. Azért nem szerepel az ábrában a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer – annak ellenére, hogy meghatározó irányzat a teljesítménymérésen belül, Magyarországon az EVA mellett az egyik legnagyobb publicitást élvező módszer – mert igaz, hogy a koncepció bizonyos feltételek mellett felhasználható egy értékközpontú teljesítménymérési rendszer kialakításakor, de ugyanilyen fontos szerepet tölt be, ha nem fontosabbat a

non-profit szektor teljesítménymérésében, illetve a fenntartható vállalatvezetési modellben.<sup>70</sup>

A hazai teljesítménymérési irodalom áttekintése során az látható, hogy a teljesítménymérés témaköre a 80-as évektől előtérbe került, a szakterület folyamatosan fejlődik, gazdagodik, érvényesül a multidiszciplináris megközelítés. A legfontosabb ismeretek, az uralkodó teljesítménymérési módszerek, technikák ismertek, a legfontosabb nemzetközi tendenciák, kutatási irányok hazánkban is fellelhetők.<sup>71</sup> A hazai irodalom elsősorban egy-egy kiemelt, preferált módszer köré csoportosul (ilyen a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer és a gazdasági hozzáadott érték, EVA mutató). Sok esetben még hiányzik a kritikai hangvétel az új, preferált módszerek esetében. Míg a hazai irodalomban a módszerek bemutatása és az első tapasztalatok megosztása a jellemző, addig az angolszász államokban már felmérésekkel is alátámasztják a módszertani problémákat; a figyelem egyre jobban az emberi tényező, és a rendszerek bevezetésére, a gyakorlati alkalmazásra irányul.

## **4. Nemzetközi és hazai kutatási eredmények**

### **4.1. Nemzetközi teljesítménymérési kutatások az értékközpontú vezetés szemszögéből**

A nyolcvanas évektől kezdődően szinte folyamatosak a kutatások a vállalati teljesítménymérés területén. A kutatások széleskörűek, különböző fókuszpontokkal. Ittner D. C. és Larcker D. F. [2000] az értékközpontú vezetés oldaláról rendszerezik, tekintik át a kutatási eredményeket. A fejezet elején először ismertetek a disszertációm témája szempontjából néhány fontos megállapítást Ittner és Larcker [2000] tanulmányából; összefoglalásukat kiegészítve egy-két, elsősorban 2000 utáni kutatási

---

<sup>70</sup> A fenntartható vállalatnak három fő alappillére van: a gazdaság, társadalmi felelősség vállalás és a környezeti hatások.

<sup>71</sup> A hazai gondolkodásmódra meghatározó hatást gyakoroltak a magyar nyelven megjelenő művek. A teljeskörűség igénye nélkül néhány meghatározó irodalom: Taylor F. W. [1983], Schultz T. W. [1983], Horváth P. [1990], Anthony R. N. [1993], Pratt S. P. [1992], Brealey/Myers [1992], Oksanen [1995], Copeland T. et al. [1999], Black A. et al. [1999], Ehrbar A [2000], Rappaport A. [2002], Kaplan R. S. – Norton D. P. [1996, 1997, 2002, 2005], Kaplan R.S – Cooper R. [2001], Neely A. et. a.[2004].

eredménnyel. Ezt követően részletesebben ismertetek néhány, a kutatási témám szempontjából lényeges empirikus felmérés eredményét.

Ittner D. C. és Larcker D. F. [2000] az empirikus kutatásokat az értékközpontú vezetés öt kulcsfontosságú feladata köré csoportosítják:

**1. Legfontosabb szervezeti célok** kiválasztása, mérése. Az értékközpontú vezetés koncepciója szerint a legfontosabb szervezeti célokat a tulajdonosi érték növeléshez kell kötni. Számos kutatás vizsgálta azt a kérdést, hogy az értékközpontú vezetés preferált mutatói pl: EVA, CFROI jelentik-e a „megfelelő” célkitűzést. A vizsgálatok alapvetően két irányban történtek. Egyrészt **korrelációs számítás, illetve regresszió elemzés segítségével vizsgálták a piaci értékmérők és a belső teljesítménymércék közötti kapcsolat erősségét.** Például: Copeland T. [2002], Biddle G.C., Bowen R.M, Wallace J. S. [1997, 1999], Bacidore J. M. et. al. [1997], Clinton B. D.- Chen S. [1988], Stewart G.B. [1991]. A másik vizsgálati irány, hogy az adott **teljesítménymércére történő koncentrálás milyen vállalati magatartást eredményez** (Kleiman R. T. 1999.). Az eredmények ellentmondásosak. Ittner D. C. és Larcker D. F. [2000] szerint kiemelt vizsgálati kérdés, hogy a különböző alternatív értékközpontú mércék milyen körülmények között (például versenykörnyezet, környezeti bizonytalanság, termék vagy iparági életciklus) bírnak jobb magyarázó erővel a tulajdonosi megtérülés alakulására, mint a hagyományos számviteli mércék, vagy a legismertebb EVA mutató.

**2. Stratégiafejlesztés és szervezeti forma választás.** Egy másik kutatási területet jelent a **teljesítménymérés, vállalati stratégia és a stratégia megvalósítás közötti összefüggések** vizsgálata. Viszonylag új kutatási kérdés, hogy a legfőbb vállalati célok, a stratégia, a szervezeti forma vajon szimultán határozódnak-e meg. Néhány kutató (Brickley et. al., [1997], Milgrom and Roberts [1995], átvéve: Ittner D. C. és Larcker D. F. [2000]) amellett érvel, hogy ezek a tényezők együttesen határozódnak meg, és nem egymást követően. Ennek ellenére a legtöbb kutatás egy vagy több tényezőt független változónak tekint. Legáltalánosabb az a feltételezés, hogy a stratégia, illetve a szervezeti forma határozza meg a vezetői számvitelt és a kontroll rendszereket. Az ok-okozati összefüggés ugyanakkor lehet fordított is, a számviteli rendszer elősegítheti, de gátolhatja is bizonyos stratégiák adaptációját.

**3. Értékteremtő tényezők** azonosítása.

A tevékenység alapú költségszámításnak fontos szerepe van a közvetett költségek viselkedésének megértésében, a „nem értékteremtő” tevékenységek csökkentésében. Több longitudinális elemzés (Anderson, [1995]; Platt, [1996]; Ittner and Ittner; Fisher and Ittner, [1999], átvéve: Ittner D. C. és Larcker D. F. [2000]) mutatott ki szignifikáns pozitív kapcsolatot az általános költségek és a nem mennyiségfüggő **költségokozó tényezők** (cost driver) között. A költségokozó tényezők hatását ugyanakkor nem lehet elkülönítetten vizsgálni.<sup>72</sup> Kapcsolódó vizsgálati kérdés, hogy a **költségokozók alaposabb megértése eredményezi-e a jobb vezetői döntéseket, illetve a jobb szervezeti teljesítményt**. Nincs empirikus bizonyíték arra, hogy az ABC rendszert alkalmazók jobb működési, illetve pénzügyi teljesítményt érnének el, mint a nem alkalmazók. A felmérések egy része ugyanakkor arra mutatott rá, hogy gyakori az ABC rendszer abbahagyása, ami megkérdőjelezi a rendszer hatékonyságát.<sup>73</sup>

Több empirikus kutatás irányult a **kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszerre**. A leggyakoribb vizsgálati kérdés, hogy **a nem-pénzügyi mutatók valóban indikátorai, vezetői-e a jövőbeli pénzügyi teljesítménynek**. Banker et. al. [2000] a szállodaiparban és Behn és Riley [1999] a légitársaságokban mutatott ki pozitív kapcsolatot a fogyasztói elégedettség és jövőbeli számviteli teljesítmény között<sup>74</sup>, míg Newing R. [2006] a dolgozók képzése, motiválása és a jövedelmezőség; alkalmazotti elégedettség és pénzügyi teljesítmény között mutatott ki pozitív kapcsolatot. Lev B. [2001] (idézi: Hurwitz J. et. al.[2002]) 15 éves periódust vizsgálva, azt a következtetést vonta le, hogy iparágtól és stratégiától függetlenül a szellemi tőkéből származó hozam<sup>75</sup> sokkal erősebb korrelációt mutatott a tulajdonosi hozammal (15 év alatt 40-60% között ingadozott) mint a hagyományos számviteli jövedelem, illetve a működési cash-flow. Természetesen a szellemi tőke relatív fontosságát meghatározzák az iparági jellemzők és a vállalati stratégia. A láthatatlan eszközökön belül, vizsgálataik az emberi és szervezeti tőke meghatározó szerepét emelték ki. Ittner és Larcker's [1998b] a fogyasztói elégedettség, fogyasztói vásárlási szokások, számviteli

---

<sup>72</sup> Ittner és MacDuffie [1995] (átvéve: Ittner D. C. és Larcker D. F. 2000) azt találták, hogy a munkarendszerben levő különbségek (például csoportmunka, munka rotáció) nagyobb magyarázó erővel rendelkeztek a japán autó összeszerelő üzemek közvetett bérköltség előnyére, mint a különböző strukturális költségokozók (pl: termékfajták).

<sup>73</sup> Gosselin [1997] kutatása alapján az ABC-t alkalmazó kanadai üzleti egységek 36,4%-a, míg Innes és Mitchell [1991] kutatása azt mutatta, hogy az Egyesült Királyságban az ABC-t alkalmazó vállalatok 60%-a állt el rendszere használatától. Forrás: Ittner D. C. és Larcker D. F. [2000].

<sup>74</sup> Forrás: Ittner D. C. és Larcker D. F. [2000]

<sup>75</sup> A szellemi tőkéből származó hozamot úgy vezette le, hogy a vállalat becsült gazdasági értékéből kivonta a fizikai és pénzügyi eszközök normál megtérülését.



teljesítmény, és az aktuális piaci érték kapcsolatát vizsgálva, azt a megállapítást vonták le, hogy a fogyasztói elégedettség és a jövőbeli teljesítmény közötti kapcsolat nem lineáris, magas elégedettségi szinten kicsi a teljesítményhatás. A vállalati szintű eredmények iparáganként változtak, egyes iparágakban pozitív kapcsolatot mutattak ki, máshol negatív volt a kapcsolat, illetve nem lehetett szignifikáns kapcsolatot kimutatni. Annak ellenére, hogy valószínűsíthető a környezeti tényezők, például stratégia, versenykörnyezet, fogyasztói elégedettség szintjének befolyásoló hatása az értékteremtő tényezők és gazdasági teljesítmény közötti kapcsolatra, ez magyarázatot adna az ellentmondásos eredményekre is, a legtöbb tanulmány nem számol ezekkel a tényezőkkel. Ittner és Larcker [2000] az értékteremtő tényezők „fontossága” és a vállalati stratégia között jelentős összefüggést tudtak kimutatni. A legtöbb tanulmány nem veszi figyelembe az értékteremtő tényezők közötti kölcsönhatást, ugyanakkor Ittner D. C. és Larcker D. F. [2000] a pénzügyi szektorban végzett felmérésük<sup>76</sup> a nem-pénzügyi értékteremtő tényezők közötti erős kapcsolatot (72%) mutatta ki. Tehát érdemesebb a vizsgálatokba az értékteremtő tényezők szélesebb körét bevonni.

Nem csupán elméleti szempontból, de a **vállalati gyakorlat szempontjából is fontos**, hogy **megteremtsék a kapcsolatot a pénzügyi és nem pénzügyi értékteremtő tényezők között**. Ittner D. C. és Larcker D. F. [1998] 27 amerikai felső vezető körében végzett felmérése azt mutatta hogy, bár a vezetők többsége (75%) készletét érez arra, hogy a nem pénzügyi értékteremtő tényezők és a pénzügyi teljesítmény közötti kapcsolatot kimutassák, a minőségre vonatkozó mutatókat kevesebb mint 55 százalékuk tudta közvetlenül a működési hatékonysághoz, 29 százalékuk a számviteli megtérüléshez, és csupán 12 százalékuk a részvényesi megtérüléshez kötni. Ez a probléma napjainkban is él, Ittner D. C. és Larcker D. F. [2004] 157 vállalatot vizsgáltak meg, s közülük csak 23 százalék fejlesztett ki igazolt ok-okozati modellt az értékteremtő tényezők és a pénzügyi teljesítmény között, viszont ez a vállalati kör szignifikánsan magasabb megtérülést ért el.

A kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszerhez kapcsolódó másik kutatási kérdés, hogy maga a **rendszer bevezetése milyen hasznot eredményez a vállalat számára**. Az eredmények ellentmondásosak, nincsenek egyértelmű bizonyítékok. A

---

<sup>76</sup> 148 vállalatvezetőt kértek meg arra, hogy rangsorolják az értékteremtő tényezőket a vállalatuk hosszú távú sikere szempontjából. A kialakult rangsor: fogyasztói „kapcsolat” (pl: piaci részesedés, fogyasztói elégedettség, fogyasztói lojalitás), működési teljesítmény (pl. termelékenység, biztonság, időbeli teljesítés), termék és szolgáltatás minősége, alkalmazotti „kapcsolat” (pl. alkalmazotti elégedettség), rövid távú pénzügyi teljesítmény. Forrás: Ittner D. C. és Larcker D. F. [2000]

Gartner Group felmérése szerint (Forrás: Neely A., Bourne M [2000]) 2000-ig az amerikai nagyvállalatok 40-60%-a vezette be a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszert, de a vállalatok 70%-nál a BSC kivitelezése nem megfelelő, melyet két fő okra vezetnek vissza: a gyenge tervezésre és a bevezetés problémáira.

**4. Akciótervek kidolgozása, mércék, célkitűzések.** Az értékközpontú vezetés negyedik lépése az értékelemzésen nyugvó akciótervek kidolgozása, a megfelelő mércék, célok hozzárendelése annak érdekében, hogy a „siker” nyomon követhető legyen. Az akciótervek kidolgozásán belül a teljesítménymérés, vezetői számvitel irodalma kizárólagosan a tőkeköltségvetés készítéssel foglalkozik. A legtöbb tanulmány arra irányult, hogy vajon a **kifinomult elemzési technikák például DCF modell alkalmazása jobbak-e mint az egyszerű eljárások**. A DCF modell ismertsége magas, Ryan H. E. - Trahan E. A. [1999] 186 amerikai vállalat felmérése alapján 75%-os ismertséget, és 62%-os használati arányt mutatott ki. Az empirikus felmérések egyértelmű teljesítményjavító hatást ugyanakkor nem tudtak kimutatni. Haka [1987] (idézi: Ittner és Larcker [2000]) kontingencia elméleti alapon vizsgálta a DCF modell hatékonyságát. Azt találta, hogy a tulajdonosi megtérülés akkor volt magasabb, amikor a DCF modellt előre jelezhető környezetben alkalmazták, illetve hosszú távú jövedelmezőségi rendszerrel és decentralizált tőkeköltségvetési eljárással alkalmazták együtt. Larcker [1981] arra hívja fel a figyelmet, hogy a nem-pénzügyi és külső információk ugyanolyan fontosak a tőkeköltségvetés elkészítése során mint a pénzügyi modellek. Carr és Tomkin's [1996] (idézi: Ittner és Larcker [2000]) 51 stratégiai befektetést vizsgáltak az autóiparban és azt állapították meg, hogy a „sikeres” vállalatok ötször több figyelmet fordítottak a versenycélokra, majdnem háromszor többet az értékláncre, és kétszer annyit az alapvető költségközpontokra, mint a kevésbé sikeres vállalatok, míg a pénzügyi számításokra csupán 25%-kal fordítottak többet.

A teljesítménymércék vizsgálatára jelentős figyelem irányul. A **legtöbb vizsgálat közvetlen kapcsolatot keres a szervezeti forma, stratégia, technológia és a mérési rendszerek között**. Mind az elmélet mind a felmérések alátámasztják a stratégia meghatározó hatását a teljesítménymérési rendszerekre.<sup>77</sup> A termelési stratégia és a teljesítménymérési rendszerek között is kimutatható szisztematikus kapcsolat. Számos felmérés<sup>78</sup> pozitív kapcsolatot mutatott ki a TQM, JIT, rugalmas gyártási rendszerek és

---

<sup>77</sup> pl: Simons [1987] Guilding C. [1999], idézi: Ittner és Larcker [2000]

<sup>78</sup> pl: Daniel and Teitsperger 1991, Banker et. al. 1993, Abernethy and Lillis 1995, Perere et al. 1997, idézi: Ittner D. C. és Larcker D. F. [1998]

a nem pénzügyi mutatók szerepe között. A rugalmas gyártási eljárásoknál, a JIT rendszereknél, a nem pénzügyi mércéken sokkal nagyobb hangsúly van, ugyanakkor egyértelmű hasznosságot nem tudtak kimutatni.

Kedvelt kutatási terület a vállalat **kompenzációs rendszere**. Ernst & Young 1991-es felmérése<sup>79</sup> az alkalmazott kompenzációs rendszer sikerkritériumait vizsgálva, azt találta, hogy felsővezetői szinten a legfontosabbnak a profitot vagy CF-t tekintették a vállalatok, ezt követte a minőség, piaci részesedés, illetve negyedik helyen a részvényérték. Minden egyes tényező fontosságát növekvőnek értékelték 1988-ról, 1991-re, illetve várhatóan tovább fog nőni 1994-re. Alsóbb szintű vezetőknél 1994-re várhatóan a legfontosabb a minőség lesz és a profit vagy CF érték. Növekvő hangsúly tapasztalható mind a pénzügyi, mind a nem pénzügyi mutatókon. Ryan H. E. - Trahan E. A. [1999] az értékközpontú vezetés jellemzőit, korszerű mércéinek használatát, szerepét vizsgálták. Felmérésük szerint a legtöbb vállalat az EVA-hoz köti a javadalmazási rendszerét, második leggyakoribb a ROIC, és ezt követik az egyéb módszerek. Ely K.[1991] (idézi: Ittner és Larcker [2000]) az iparág meghatározó voltát emeli ki. A mérce választás az iparág függvényében változott, ami azt támasztja alá, hogy a mércéknek igazodniuk kell az iparág specifikus értékteremtő tényezőkhöz és a versenykörnyezethez. Több kutatás<sup>80</sup> támasztotta alá, hogy a magas növekedési rátával rendelkező nagy vállalatok kompenzációs rendszerükben nagyobb hangsúlyt helyeznek a hosszú távú ösztönzőkre. Érdemes megemlíteni Biddle G. C. et. al. [1999] kutatását, akik arra találtak „bizonyítékot”, hogy amit mérnek a vállalatok, arra törekednek, az EVA-t alkalmazó vállalatok szignifikánsan magasabb EVA megtérülést érték el, míg a hagyományos számviteli mércéknél ezt nem lehetett kimutatni.

**5. Teljesítményértékelés, szervezeti célok és tervek átértékelése.** A tanulmányok arra utalnak, hogy az alkalmazott eljárás nagymértékben függ a környezeti tényezőktől. Fiegner [1997] (idézi: Ittner és Larcker [2000]) azt tapasztalta, hogy a költségvető stratégiát folytató vállalatok a stratégiai kontroll rendszerük hatékonyságát magasabbra értékelték, mint a differenciáló stratégiát folytató vállalatok. A szoros stratégiai kontroll növelte az észlelt hatékonyságot a költségvetőknél, ugyanakkor akadályozó volt a differenciálóknál. Ittner és Larcker [1997] azt tapasztalták, hogy a dinamikusan fejlődő számítástechnikai iparágban a formális

---

<sup>79</sup> A felmérés 584 vállalatot vizsgált négy országból: Kanada, Német o., Japán és USA, és négy iparágból: autógyártás, pénzügyi szolgáltatás, számítástechnika, egészségügy. Forrás: Ittner D. C. és Larcker D. F. [1998]

<sup>80</sup> pl: Bijzak et al. [1993], Clinch [1991] forrás: Ittner D. C. és Larcker D. F. [2000]

stratégiai tervezéssel és formális visszacsatolási eljárással alacsonyabb teljesítmény járt együtt; az autóiparban nem tudtak statisztikailag szignifikáns megállapítást levonni. Az ellentmondásos eredmények a formális stratégia kontroll rendszer alkalmazhatóságára irányítják a figyelmet. Lorange and Murphy [1984] és Goold and Quinn [1993] szerint az informális stratégia kontroll gyakorlat alkalmasabb a gyorsan változó környezetben, mivel nehéz előre specifikálni a stratégiai akciókat, terveket, célokat, teljesítmény mércéket.<sup>81</sup>

Ittner D. C. és Larcker D. F. [2000] tanulmányának áttekintéséből látható, hogy az értékközpontú vállalatvezetés teljesítményértékelési vonatkozásaival kapcsolatban nagyon sok szerteágazó kutatást végeztek. Külön ki kell emelni, hogy szinte minden vizsgálati területen (piaci és belső teljesítménymércék közötti kapcsolat erőssége; nem piaci értékteremtő tényezők és pénzügyi teljesítmény, illetve részvénytőke teljesítmény közötti kapcsolat; DCF modell „hasznossága”; kompenzációs rendszer; stratégiai visszacsatolás) **meghatározó volt a környezeti kontextus szerepe**. Nem lehet az iparág, és a vállalat sajátosságaitól független általános megállapításokat levonni.

Kutatási témám szempontjából az egyik „legfontosabb” kérdés, hogy **melyik mutató korrelál legjobban a részvényesi megtérüléssel**. Az eredmények ellentmondásosak. A felmérések szerint az MVA az EVA-val korrelál legerősebben, kapcsolatuk erős (lásd: Stewart G.B. 1991., Lehn K. – Makhija A. K. 1999). Amikor a különböző belső teljesítménymércék részvényesi megtérüléssel való együttmozgását vizsgálják, sok esetben nem tudnak kimutatni korrelációt, a korreláció erőssége évről-évre változik, illetve meglepő módon egyes esetekben a hagyományos mércék pl: számviteli nyereség vagy az egy részvényre jutó korrigált adózás utáni működési jövedelem erősebb korrelációt mutat, mint például az EVA (lásd: Biddle G.C. et al 1999, 1997, Clinton B. D. – Chen S. 1998., Copeland T. 2002.). Általános következtetést nem lehet levonni a kutatások eredményeiből, nincs „egyetlen jó megoldás”, a mércéket a vállalat sajátosságainak megfelelően kell kialakítani. Néhány kiemelt kutatás legfontosabb megállapításai foglalja össze a 6. tábla. Annak ellenére, hogy a legtöbb irányzat a preferált mutatójának „jóságát” a részvényárfolyammal, vagy a tulajdonosi hozammal

---

<sup>81</sup> Forrás: Ittner D. C. és Larcker D. F. [2000]

való együttjárással kívánja igazolni, a vállalat belső értékét kifejező mutatószámot a piaci értékkel veti össze; az eltérések hátterében mindig ott áll - hatékony tőkepiacot feltételezve is - a vállalat belső értékének és piaci értékének rövid távú eltérései. A vállalat piaci értékét többek között a tulajdonosi elvárások befolyásolják. A vállalat belső értékének növekedése mellett is csökkenhet a piaci érték, ha az érték növekedés elmarad attól a tulajdonosi várakozástól, amely előzetesen beépült a részvényárfolyamba.

**6. tábla. Teljesítménymércék közötti kapcsolat erősségét vizsgáló néhány empirikus kutatás eredményének összefoglalása**

<b>Forrás</b>	<b>Kutatás leírása</b>	<b>Kutatás eredménye</b>
<b>Stewart G.B. [1991]</b>  (Al Ehrbar [2000])	589 vállalatot sorolnak be 25 csoportba az 1987-88-as EVA értékük alapján, EVA és MVA szorosságát vizsgálják. Stern Stewartnál a Performane 1000 adatbázison végzett további empiriák.	Egyértelműen <b>szoros kapcsolatot</b> mutatnak ki az <b>MVA és EVA között</b> (A csoportok MVA és EVA változása 97%-ban korrelált.)  Az EVA sokkal jobban korrelál (50%) az MVA-val, mint a többi mérce (pl: ROE, pénzáramlás, EPS). Egyes vállalatok esetében a számviteli korrekciók elvégzése után a korreláció meghaladta a 70%-ot.
<b>Biddle G.C., Bowen R.M, Wallace J. S. [1999, 1997]</b>	Regresszió számítás segítségével vizsgálták a különböző teljesítménymércék és a részvényesi megtérülés közötti kapcsolatot 6174 vállalat esetében 1984 és 1993 között.  Regresszió elemzés segítségével vizsgálták a teljesítménymércék és a vállalati érték kapcsolatát, oly módon, hogy a regresszió függvényt kiegészítették a méretet és az iparágot jellemző segédváltozókkal.	<b>A felmérések nem támasztották alá, hogy az EVA nagyobb magyarázó erővel bírna, mint a számviteli jövedelem.</b> A részvényesi megtérüléssel a legerősebb kapcsolatot a számviteli nyereség mutatta ( $R^2 = 13\%$ ), ezt követte a maradványjövedelem <sup>82</sup> (7%), EVA (6%) és a működési CF (3%). Öt éves időtartamra elvégezve a regresszió számítás, a korreláció erősebb, viszont még mindig a számviteli jövedelem vezet (31%), működési CF (19%), EVA (14%), maradványjövedelem (11%)  Kapcsolat erőssége: számviteli jövedelem esetében: 53%, EVA: 50%, NOPAT 49%

<sup>82</sup> A maradványjövedelem csupán annyiban különbözött az EVA-tól, hogy számviteli korrekciókat nem alkalmaztak a számításuk során.

## 6. tábla folytatása

### Teljesítménymércék közötti kapcsolat erősségét vizsgáló néhány empirikus kutatás eredményének összefoglalása

Forrás	Kutatás leírása	Kutatás eredménye
Bacidore J. M, Boquist J. A., Milbourn T. T., Thakor A. V. . [1997]	Stern Stewart Performance adatbázis alapján 1982 és 1992 között véletlenül kiválasztott 600 vállalat éves EVA, REVA, TSR, és az elvárt megtérülés feletti piaci hozam közötti kapcsolatot vizsgálták. Két új mutatót vezettek be: EVARET= EVA / piaci érték, REVARET = REVA / piaci érték	<b>Pozitív korrelációt mutattak ki a piaci hozam és az EVARET és REVARET között,</b> 1%-os változás az EVARET-ben, 0,27%-os növekedést jelentett az abnormális hozamban, REVARET esetében a növekedés 0,58% volt.
Clinton B. D.- Chen S. [1998]	325 vállalat (Standard & Poor's 500 és Stern Stewart 1996 Performance 1000 adatbázisából) 1991 és 1995 közötti időszak alatt vizsgálták a részvényárfolyam, illetve a részvényesi megtérülés és a különböző pénzügyi mércék közötti korreláció erősségét.	<b>A maradvány cash-flow mutató (RCF) erősebb korrelációt (38%)</b> mutatott a részvényárfolyammal, és a részvényesi megtérüléssel, mint a CFROI (10%) és a nem cash-flow alapú maradványjövedelem mutatók. <b>(RI és EVA esetében több évben nem tudtak szignifikáns kapcsolatot kimutatni.) Legerősebb korreláció</b> a részvényárfolyam és az egy részvényre jutó <b>korrigált adózás utáni működési jövedelem (55,8%),</b> illetve az <b>egy részvényre jutó működési CF (55%)</b> között volt. A részvényesi megtérüléssel való együttmozgás évről, évre változott, a legerősebb korrelációt 1992-ben mutatták ki, a mércék „sorrendje”: egy részvényre jutó működési CF (56,2%), RCF (49,6%), korrigált NOPAT (35,1%), EPS (22,6%), CFROI (14,3%), RI, EVA, ROI esetében nem lehetett szignifikáns kapcsolatot kimutatni. 91-ben a második legmagasabb pozitív korrelációt a CFROI mutatta (28,2%)
Lehn K. Makhija A. K. [1999]	452 nagy amerikai vállalat 1985-1994 közötti adatait elemezték, a minta alapja Stern Stewart Performance 1000 adatbázisa. A vizsgálati kérdés, a vezetőváltás és a pénzügyi mutatók alakulásának összefüggése volt, számunkra a kutatásuk egyik „mellékterméke” az érdekes.	Kiszámolták az EVA, MVA, ROA, ROE, ROS közötti korrelációs együtthatókat. Mindenhol <b>erős (45% feletti) korrelációt mutattak ki.</b> MVA legerősebben az EVA-val korrelál (75,9%) ezt követi ROA (73,9%), majd ROE (63,2%). EVA erősen korrelál a ROA-val (73,1%) és ROE-vel (76,3%)
Copeland T. [2002],	S&P 500 vállalata 1992 és 1998 közötti adatai alapján végzett elemzést a Monitor Corporate Finance	Vagy <b>nem volt, vagy csak nagyon alacsony korrelációt lehetett kimutatni</b> a TSR és az egy részvényre jutó nyereség, a nyereség növekedés, EVA és az EVA %-os változása között. A legnagyobb hatást a hosszú távú várakozásokban bekövetkező változás okozza.
Best practice technique: Focus on CFROI...[2003]	<b>Holt Value Associates,</b> Chicago-i tanácsadó cég felmérése	<b>A részvényárfolyam és a CFROI közötti korreláció 70% volt,</b> míg ROIC esetében 31%, és ROE esetében 44%.

Az ellentmondásos eredményekkel kapcsolatban **Kleiman R. T. [1999] is azt emeli ki, hogy az EVA alkalmazásának nem az a célja, hogy a részvényárfolyammal szoros korrelációt mutasson, hanem egy olyan pénzügyi mércét jelentsen, amelynek alkalmazása elősegíti az egész szervezetben az értéknövelő viselkedés megvalósulását.** Jim Wallace (idézi: Kleiman R. T. [1999]) összehasonlította azon vállalatok teljesítményét, akik a kompenzációs rendszerüket valamely „értékvezérelt” mutatóhoz kötik (EVA, SVA, CFROI) azon vállalatok teljesítményével, akik a hagyományos számviteli nyereségen alapuló ösztönzőket alkalmazták. Jelentős különbséget talált a befektetés, működés és pénzügyi viselkedés tekintetében. Az EVA-n vagy egyéb maradványjövedelmen alapuló ösztönző javadalmazási rendszert alkalmazó vállalatoknál szignifikánsan magasabb volt az eszköz megtérülés, alacsonyabb volt a beruházások szintje, magasabb volt a részvény visszavásárlás aránya és magasabb maradvány jövedelmet értek el. Kleiman [1999] felmérése azt mutatta ki, hogy az EVA-t alkalmazó vállalatok részvénypiaci teljesítménye jelentősen jobb volt, mint az iparági versenytársaiké. (28,8 százalékos többlet megtérülést értek el azok a vállalatok, akik négy éve alkalmazzák az EVA-t szemben az iparági medián versenytársakkal. A különbség statisztikailag is szignifikáns volt.) Az EVA-t alkalmazó vállalatok 73 százaléka ért el magasabb részvénypiaci megtérülést. Az EVA bevezetése előtti időszakot vizsgálva, viszont nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni a két vállalatcsoport között. A kitűzött mérce fontosságát támasztja alá Biddle G.C. et. al. [1999] felmérése is.

Érdeemes röviden kitérni a McKinsey 2004-2005-ben több mint 1000 vállalatot érintő nemzetközi felmérésének<sup>83</sup> (amely az igazgatóság munkájába, felelősségébe kívánt mélyebb bepillantást nyerni) a vállalati teljesítményméréssel kapcsolatos néhány érdekes megállapítására. Annak ellenére, hogy a felmérés szerint az igazgatók a pénzügyi teljesítményre koncentrálnak, amely a vállalat rövid távú teljesítményét tükrözi, sokkal többet szeretnének tudni a vállalat hosszú távú teljesítményét befolyásoló tényezőkről. Az igazgatók 70 százaléka többet szeretne tudni piaci jellemzőkről: a fogyasztókról, versenytársakról, szállítókról, piaci részesedésről, márka erősségről. 55 százalék többet szeretne tudni a szervezet „egészségéről” (amely felöleli

---

<sup>83</sup> 4200 vállalatot kerestek meg, 24%-os válaszadási ráta mellett, 1016-os vállalati mintával dolgoztak, amely vállalatok reprezentálták Ázsiát, Európát, Észak-Amerikát, a fejlődő piacokat, és a különböző iparágakat. Forrás: Felton F. F. , Fritz P. K. [2005]

többek között a szaktudást, az alkalmazottak lehetőségeit, képességeiket, szervezeti struktúrát, szervezeti kultúrát, értékeket). A pénzügyi teljesítményről csupán 31 százalék szeretne több információt. Ahhoz, hogy a vállalat hosszú távú „egészségét” (vállalat „egészsége” alatt a hosszú távú túlélési és fejlődési képességet értik) meghatározó tényezőket megértsék, az igazgatóknak nem csak az aktuális pénzügyi adatokra kell odafigyelniük, hanem a hosszú távú befolyásoló tényezőkre is.

### **Nemzetközi felmérések összefoglalás**

A nemzetközi felmérésekből levonható egyik fontos megállapításként, a teljesítménymérés környezeti kontextusának meghatározó szerepét kell kiemelni. A teljesítménymérés fontos szerepet tölt be az értékközpontú vállalatvezetés megvalósítása során, ugyanakkor a konkrét módszerek, eszköztár kiválasztása során a vállalat sajátosságainak (vállalati stratégia, kultúra, szervezeti felépítés, technológia, versenykörnyezet) megfelelően kell eljárni. A disszertációm szempontjából a nemzetközi empirikus kutatásokból három fő irányt érdemes kiemelni. Az értékvezérelt teljesítménymérési rendszer kialakítása során az egyik fő kérdés (ekörül folyt a legtöbb vita), hogy mi legyen a legfőbb belső teljesítménymérce. A teljesítménymérce „jóságát” a legtöbb esetben a belső teljesítménymérce és részvényesi megtérülés közötti szignifikáns korrelációs kapcsolat meglétével kívánták alátámasztani. Több esetben nem lehetett szignifikáns kapcsolatot kimutatni. Az ellentmondásos eredményekre magyarázatot ad a vállalat piaci értékének és belső értékének rövid távú eltérése. A vállalat piaci értéke és belső értéke nem mindig mozog együtt. Fontosabbnak tekintem azt a kutatási irányzatot, amely a mutatók „jóságát” azzal teszteli, hogy egy adott pénzügyi mérce alkalmazása elősegíti-e az értéknövelő viselkedés megvalósulását, és végsősoron hozzá járul-e a jobb tőkepiaci teljesítményhez. A harmadik fő kutatási irány a nem pénzügyi értékteremtő tényezők vizsgálata. A nem pénzügyi értékteremtő tényezők és a részvényesi értékteremtés között nem minden esetben lehetett szignifikáns kapcsolatot kimutatni. Általánosságban azt lehet mondani, hogy a nem pénzügyi értékteremtő tényezők fontosságát érzékelik a vezetők, ugyanakkor problémás a mérésük. Felmérések azt mutatták, hogy azok a vállalatok, akik „értékvezérelt” mutatót alkalmaznak a teljesítményük mérésére, illetve meghatározzák, és kimutatják az értékteremtő tényezők közötti ok-okozati összefüggést általában jobb teljesítményt érnek el, mint iparági versenytársaik.



## 4.2. Hazai kutatási eredmények

A hazai kutatások többsége a vallott vezetési filozófiától függetlenül vizsgálja a magyarországi vállalatok teljesítménymérési gyakorlatát. A legelső **Versenyképességi kutatási felmérést** a Budapesti Corvinus Egyetem (1996-ban BKE) Vállalatgazdaságtan tanszéke végezte 1996-ban, majd a felmérést megismételték 1999-ben és 2004-ben. A versenyképességi kutatások az 50 főnél többet foglalkoztató önálló jogi személyiséggel rendelkező cégeket célozták meg. (1996-ban 325, 1999-ben: 321, 2004-ben 301 vállalatból álló adatbázis áll rendelkezésre.)<sup>84</sup> A versenyképességi kutatások egy átfogó képet adnak a hazai teljesítménymérési rendszer állapotáról.

**1996-ban a költséggazdálkodás alprojekt** megállapításaiból (Csányi T.- Dolgos O.- Wimmer Á. 1997.) kiemelendők az alábbi megállapítások: 1996-ban a vállalati költséggazdálkodás elsődleges célja, főleg a kis és a multinacionális cégeknél az adóminimalizálás volt. A közepes és nagy vállalatoknál a költséggazdálkodást gyakran alkalmazták döntéstámogatásra. A költségek nyilvántartásában általában a hagyományos számviteli szemlélet érvényesült, a költségeket elsősorban termékekre, üzemekre, tevékenységekre osztották szét. Vannak hiányos területek, pl. gazdaságos sorozatnagyság számításra legtöbb esetben nincs lehetőség, a sorozatszintű költségek sem analitikából, sem szintetikából nem nyerhetők ki, és a logisztikai költségek sem követhetők az esetek nagy részében. A vállalati teljesítménymérést a pénzügyi és költségalapú mutatók dominálták, a pénzügyi kimutatások elemzése a meghatározó, de a vállalatok már érzékelik a nem pénzügyi mutatók jelentőségét. Az **1999-es** állapotról Wimmer Á. [2002] alapján azt mondhatjuk, hogy a teljesítménymérés orientációját tekintve az ellenőrzés és a beszámoltatás dominál (vállalatok 75,3% érzi segítőnek), ezt követi a jövedelmezőség számítás (67%), majd a költségcsökkentési lehetőségek feltárása (64,2%). A minőség kiemelt versenytényezővé vált, a késztermékek minőségének mérését tartják a legfontosabbnak a válaszadók, s több mint 80%-uk használ rá valamilyen mérőszámot (1996-ban ez az arány még csak 50% volt). A pénzügyi elemzés továbbra is meghatározó (vállalatok 80%-a használ CF kimutatást, fix és változó költségek elkülönítése 74%-ra jellemző), alkalmazásukban nem figyelhető meg növekedés. Előrelépés történt viszont több működéshez kapcsolódó

---

<sup>84</sup> Versenyképességi kutatások eredményeiről összefoglalást ad: „Versenyben a világgal” 1995-1997; Arccal a piac felé - gyorsjelentés az 1999. évi kérdőíves felmérés eredményeiről, Chikán A.- Czakó E. – Kazainé Ónodi A. [2006] 2004-es felmérés zárótanulmánya.

teljesítménymutató alkalmazásában (pl: vevői reklamációk száma 73,9%, rendelésteljesítés késése: 67,7% időtartama: 60,9%, nyersanyag minősége: 66,3%). A termelékenységet 72,3%, a tőkeköltséget a beruházási döntéseknél: 55,7%, a vásárlói elégedettséget a vállalatok 48,7% méri, költségérzékenységi vizsgálatokat 51,5% végez. **2004-ben** is vezetnek a pénzügyi elemzések (pénzügyi mutatószámok elemzése: 88,1%, CF kimutatás: 85,8%) a vevői reklamációk számának mérése továbbra is nagyon jellemző: 77,9%, és növekedett a vásárlói elégedettség mérése (65,2%) (Wimmer Á. 2004 és 2005b alapján). **Wimmer Á.** [1997, 2000, 2002, 2004, 2005] versenyképességi kutatás adatbázisán végzett elemzéseiből kiemelendő az a vizsgálati kérdése, hogy konzisztens-e a különböző mutatószámok vélt hasznossága és használati aránya egymással. Összességében a vállalatvezetők az elterjedtebb módszereket hasznosabbnak tartják, de vannak kilógó módszerek pl: a vásárlói elégedettség, az alkalmazotti lojalitás mérésének kinyilvánított hasznossága meghaladja az alkalmazásuk arányát, illetve a CF kimutatás és pénzügyi mutatószámok elemzésénél túlmérés áll fenn.

**Bodnár V. [1999]** a magyarországi vállalatoknál bevezetett kontrolling rendszerek jellemzőit vizsgálta. (Több mintával dolgozott, több mint 400 vállalat kontrolling rendszeréről gyűjtöttek adatokat.) Megállapítása szerint a legtöbb vállalatnál kialakították és használták az operatív kontroll alapvető eszköztárát. A kontrollingot leginkább a költséghatékonyság és eredményesség fokozásának eszközünek tekintették. A legtöbb vezető, illetve döntéshozó a kontrolling kapcsán a költséggazdálkodás, költségelszámolás, üzemgazdasági, pénzügyi-számviteli elemzésekre és beszámolókra asszociált, és nem a decentralizált érték- illetve teljesítményorientált irányítás lehetséges eszközére.

**Lázár L. [2002]** 500 elemű vállalati mintán vizsgálta, hogy a vállalatvezetők mit tekintenek az 5 legfontosabb erőforrásnak a vállalati célok megvalósítása során. Megállapítása szerint a hazai vállalatok többségükben a nem tárgyiasult tényezőket tekintik a stratégiai szempontból kritikus erőforrásaiknak, de emellett fontos szerepet töltenek be a fizikai eszközök és a pénzügyi eszközök is. A stratégiailag kritikus erőforrások számba vétele, megtartása és fejlesztése felsővezetés felelőssége, ennek a mérését nem tekintik a számvitel feladatának, de igényt tartanak formális, nem számviteli mérő és értékelő eszközökre. Sok esetben viszont ilyen rendszerek nem léteznek. Lázár L. [2003] kutatása a kis és középvállalatok költségszámítási/elemezési

rendszerének vizsgálatára irányult<sup>85</sup>. Eredményei szerint a kis és közepes méretű hazai vállalatok költségszámítási és –elemzési rendszereiket alapvetően az üzleti döntések támogatására alkalmazzák, a motiválást elsősorban más vezetői eszközökkel valósítják meg. A kapott költséginformációkkal a vezetők 55%-a elégedett volt, és 26% szeretne javítani a rendszerén.

A kvantitatív elemzéseken túl, a hazai teljesítménymérési gyakorlat megismerésében fontos szerepet töltenek be a vállalati esettanulmányok. Hercz E. [2004] a Westel Molil Távközlési Rt-nél kialakított BSC rendszert mutatta be. Wimmer Á. – Tarcali E. – Pecze K. [2004] a Béres Rt (EVA rendszer), MATÁV (folyamatmenedzsment, tevékenység alapú költségszámítás, Board Scorecard mutatószámrendszer), Graphisoft (teljesítményértékelési rendszere nagyrészt informális módon működik) és Sunbooks (vizsgálat ideje alatt a kontrolling rendszer fejlesztés alatt állt, a mérési és értékelési elvek még nem voltak letisztulva) hazai vállalatok teljesítménymérési gyakorlatát foglalták össze. Szegedi E. [2003] a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer hazai adaptációjának tapasztalatait összegzi (MATÁV, Pénzjegynyomda Rt., MOL Rt.).

Külön ki kell emelni azokat az esettanulmányokat, amelyek már az értékközpontú vállalatirányítás nézőpontjából készültek. **Fiath A. [2004]** a MOL Rt-nél az értékközpontú vállalatvezetés jellemzőit és a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer bevezetésének folyamatát mutatja be. Az értékközpontú szemlélet egyértelműen megjelent a MOL Rt. kommunikációjában, a beruházási és döntési kritériumrendszerében. (Stratégiai modelljének értékelése és a részvényárfolyam alakulása között nem lehetett korrelációt kimutatni. Olyan külső tényezők befolyásolták a MOL tőzsdei szereplését, melyek „függetlenek” a stratégiai modelltől, pl. dollárárfolyam alakulása). A BSC rendszer kialakítása több fázisban történt. 2001-től a központi mutatók: az EVA és az EVA változás. A rendszer a MOL Rt. teljes tevékenységkörét lefedi, 140 *scorecardot* és mintegy 1000 mutatót használ, megfelelő információkat szolgáltat a stratégiaalkotáshoz, és a vezetői teljesítménymérés szerves részévé vált. A mutatók közötti korrelációs kapcsolat rendszerszintű kidolgozása nem valósult meg.

---

<sup>85</sup> BCE Vezetés- szervezési intézete 2002 tavaszán „Költségek a vezetés szolgálatában” címmel bonyolított le kutatást, ennek eredményeit mutatja be Lázár L. [2003].

**Turner A. [2003]** is foglalkozik a MOL Rt. teljesítménymérési rendszerével, kiemeli az EVA és az értékteremtő tényezők szerepét; a problémát az jelenti hogy az értékteremtő tényezők kapcsolódása a vállalati értékhez nem világos. Az értékteremtő tényezőket nem azon az alapon határozták meg, hogy mennyire érzékeny változásukra a vállalati érték, nincsenek súlyozva a célok. Turner A. [2003] bemutatja továbbá a Wallis Rt sikeres rendszerét, ahol a DCF modell és a kulcsfontosságú értékteremtő tényezők központi szerepet töltenek be, illetve elemzi a Zwack Rt.-nél 1995-ben bevezetésre kerülő EVA alapú értékelés 2001-től történő beszüntetésének okait.

**Könczöl E. [2007]** a vállalati értéknövelés szerepét vizsgálja a magyar középvállalatok stratégiai célrendszerében. Felsővezetőség körében készített interjúk alapján azt állapította meg, hogy bár gyakran fogalmazzák meg a vezetők és tulajdonosok hosszú távon kiegyensúlyozott stratégiai célrendszert, a vállalati sajátosságok következtében gyakoribb, hogy egyértelműen versenysztratégiai, vagy egyértelműen tulajdonosi hozamelvárású célok dominálnak az általuk megfogalmazott stratégiai célok között. Azoknál a vállalatoknál, ahol a tulajdonosi és menedzseri szerepkör összekapcsolódott, erősebbek voltak a versenysztratégiai célok, míg azoknál a vállalatoknál, ahol a tulajdonosi és menedzseri szerepkörök szétváltak, vagy elválasztás előtt álltak, jellemzőbb volt az értéknövelési célok dominanciája.

Az értékfókuszú vezetéssel kapcsolatban készült néhány kvantitatív elemzés is. **Dorgai I. [2004]** 38 magyar tőzsdei vállalat 1997-1999 közötti teljesítményét vizsgálta. Célja a mutatók közötti kapcsolatok feltárása volt. Nagyon erős korrelációs kapcsolat talált a jövedelmezőségi mércék között: ROIC, NOPLAT, ROE, ROI, ROA. A hagyományos piaci mutatók (piaci érték/könyvszerinti érték, P/E), és a hozammutatók közötti kapcsolatot gyengének, illetve nem kimutathatónak ítélte. Ha megnézzük számításait, akkor a nemzetközi kutatásokkal hasonló eredményt látunk, évenként változik a korreláció megléte, illetve mértéke. A legfontosabb piaci mércének tekintett teljes részvényesi megtérüléssel közepes erősségű kapcsolatot mutatott ki a ROI, ROE, ROA, ROIC esetében, viszont további vizsgálatot igényelne, hogy a szabad CF alapú mutatókkal miért áll fenn közepes erősségű negatív kapcsolat. Tanulmányában azt a következtetést vonta le, hogy Magyarországon megjelent az értékfókuszú szemlélet. Turner A. [2003] a Budapesti Tőzsde A” kategóriában levő vállalatainak mutatóit elemezte 1997- 2002 között. Negyedéves adatok alapján nem tudott a TSR és EVA

között szignifikáns kapcsolatot kimutatni. A kapcsolat szorossága vállalatonként jelentősen eltért, pl. a MOL Rt. esetében erőteljes negatív kapcsolatot talált. Legszorosabb kapcsolatot az éves EVA% és TSR% között talált, a legmagasabb korreláció 1998-ban volt: 71%.

A hazai kutatások eredményei nem állnak ellentmondásban a nemzetközi tapasztalatokkal. A vizsgálatok többsége a hazai vállalatok teljesítménymérési gyakorlatának megismerésére irányult. Kiemelendő a versenyképességi kutatások megállapításai: a pénzügyi mutatószámok a dominánsak, de a vállalatvezetők felismerték a nem-pénzügyi mutatók jelentőségét, és folyamatosan növekszik az arányuk. Fontos szerepet töltenek be a vállalati esettanulmányok: EVA, illetve BSC rendszerek kialakítása, tapasztalatai magyarországi vállalatoknál; megállapíthatjuk, hogy az értékközpontú szemlélet és a teljesítménymérési módszertan jelen van a vállalati gyakorlatban.

## **5. Empirikus kutatás**

### **5.1. A kutatás célja**

Kutatásomban két, egymáshoz közvetett módon kapcsolódó kérdéskört vizsgálok. Egyrészt a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok teljesítménymérési rendszerének jellemző vonásait igyekszem feltárni, másrészt vizsgálom ezen vállalatcsoport pénzügyi teljesítményét.

A vállalati teljesítménymérési rendszer vizsgálata során különböző megközelítések alkalmazhatók. Jellemző közelítési mód, amikor a tény állapotot a szakirodalom által leírt „kívánatos” állapottal hasonlítjuk össze, vonjuk le a következtetéseket (leíró típusú kutatások<sup>86</sup>), és próbálunk magyarázatot adni az esetleges eltérésekre (magyarázó típusú kutatások). A teljesítménymérési kutatásokban gyakori kérdésfeltevés, hogy a vezetők elégedettek-e teljesítménymérési rendszerükkel, illetve milyen területeken érznek hiányosságot. Ezek a felderítő típusú kutatások a vállalati gyakorlat szempontjából

---

<sup>86</sup> A leíró, magyarázó, és felderítő típusú kutatásokat lásd Babbie E. [2003].

releváns problémákra irányítják a figyelmet, ezzel nagymértékben hozzájárultak a teljesítménymérési rendszerek, módszerek fejlesztéséhez. A teljesítménymérési rendszerek vizsgálata során nem szabad arról elfeledkezni, hogy a teljesítménymérés eszköz a vállalati célok megvalósítása, a tulajdonosi érték növelése érdekében. A kutatások egy része arra irányul, hogy egy kiemelt módszer, vagy koncepció alkalmazása hozzásegíti-e a vezetőket a jobb döntéshozatalhoz, az alkalmazottak jobb motiválásához, s ezen keresztül hozzájárul-e egy magasabb tulajdonosi értékhez. Kutatásomban mindhárom közelítésmódot fogom alkalmazni bizonyos szintig, de a legmeghatározóbb az összehasonlítás lesz. Azt vizsgálom, hogy **a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok teljesítménymérési rendszere jobban megfelel-e a szakirodalom „elvárásainak”, a vezetők elégedettebbek-e, illetve jobbe a pénzügyi teljesítményük, mint a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett magyarországi vállalatoknak.**

## **5. 2. A kutatás hipotézisei**

A nemzetközi szakirodalom, és a teljesítménymérés területén végzett empirikus kutatások eredményei alapján két fő hipotézist fogalmaztam meg.

### **1. hipotézis:**

**A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok nagyobb figyelmet fordítanak a teljesítmény mérésére, nagyobb arányban alkalmazzák az új teljesítménymérési módszereket, mint a tulajdonosi értékteremtésre nem koncentráló hazai vállalatok.**

Az első hipotézis a magyarországi értékvezérelt vállalatok teljesítménymérési gyakorlatának feltárását célozza. A teljesítménymérés az értékközpontú vezetés fontos eleme, ebből adódóan azt tételeztem fel, hogy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok jelentős figyelmet, illetve nagyobb figyelmet fordítanak a teljesítmény mérésére, mint a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett hazai vállalatok. További vizsgálati kérdések, hogy milyen módszereket alkalmaznak a teljesítmény mérésére, ez mennyire van összhangban a szakirodalom „javaslataival”, a vállalat információs rendszere mennyire támogatja a teljesítmény mérését, kiegészítve

azzal, hogy a vállalatvezetők mennyire elégedettek teljesítménymérési rendszerükkel. Ezt az összetett hipotézist **több alhipotézisen keresztül ellenőriztem.**

**H1a:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok szignifikánsan magasabb arányban alkalmazzák: a gazdasági hozzáadott érték (EVA) mutató elemzését, a költségérzékenységi vizsgálatokat, a vállalati tőkeköltség elemzését beruházási döntéseknél.

**H1b:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett összes magyarországi vállalat alkalmazza a pénzügyi mutatószámok elemzését, a CF kimutatást, a fix/változó költségek elkülönítését és a fedezetipont-számítást.

A felsorolt módszerek esetében azért a százszázalékos alkalmazást, és nem a szignifikáns különbséget fogalmaztam meg, mivel a magyarországi vállalatokra általánosságban is jellemző a pénzügyi mutatók dominanciája, - Wimmer Á. 2005b alapján, lásd 4.2. fejezet – továbbá az értékvezérelt teljesítménymérésben fontos, bár nem kizárólagos szerepet töltenek be a pénzügyi elemzések.

**H1c:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok (meghatározott feltételek mellett) szignifikánsan magasabb arányban alkalmazzák a vállalat piaci értékére vonatkozó mutatók elemzését, a tevékenység alapú költség számítást, a célköltség számítást, a készletforgási mutatók elemzését.

**H1d:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok esetében nagyobb konzisztencia mutatható ki a teljesítménymérési módszerek alkalmazása és a kinyilvánított hasznossága között.

**H1e:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok információs rendszerei szignifikánsan magasabb arányban támogatják az üzleti döntéseket, a tervezést, a tervtől való eltérések elemzését, az ellenőrzést, a beszámoltatást, a vállalat teljesítményének értékelését, a belső vállalati folyamatok fejlesztését, a költségcsökkentési lehetőségek feltárását, a beruházási döntéseket, az árképzési döntéseket, a termékek/termékcsoportok jövedelmezőségének számítását.

**H1f:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok információs rendszerei szignifikánsan magasabb arányban támogatják a nem pénzügyi értékteremtő tényezők mérését, a pénzügyi értékteremtő tényezők mérése mellett.

Az értékteremtő tényezők meghatározása és mérése lényegi részét jelentik az értékvezérelt teljesítménymérési rendszernek. Mivel a kulcsfontosságú értékteremtő tényezőket egyedileg lehet meghatározni minden vállalat esetében, ezért ez az alhipotézis csak közvetett módon ellenőrizhető. A pénzügyi értékteremtő tényezők vizsgálata során fontos a pénzügyi mutatószámok elemzése (H1b); a költségérzékenységi vizsgálatok (H1a); és hogy az információs rendszer megfelelő módon támogassa a tervezést, ellenőrzést, beszámoltatást, a teljesítménymérést, a belső vállalati folyamatok fejlesztését, a költségcsökkentési lehetőségek feltárását, a termékek/termékcsoportok jövedelmezőségének számítását (H1e). A nem pénzügyi értékteremtő tényezőket (vevői elégedettség, kiszolgálási színvonal, munkatársak teljesítménye) feltételekhez kötve érdemes vizsgálni.

**H1g:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok kontrolling jelentéseiben nagyobb arányban jelennek meg az értékteremtő tényezők.

**H1h:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok kontrolling jelentéseiben a pénzügyi kimutatások mellett nagyobb arányban támaszkodnak más információs forrásokra.

## **2. hipotézis:**

**A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok működésére szignifikánsan magasabb hatékonyság és jobb pénzügyi teljesítmény a jellemző, mint a tulajdonosi értékteremtésre nem koncentrááló hazai vállalatokra.**

A második hipotézis közvetett módon kapcsolódik az első hipotézishez. Feltételezem, hogy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok nagyobb figyelmet fordítanak a teljesítménymérésre és magasabb hatékonyságot érnek el. A jobb pénzügyi teljesítmény és a teljesítménymérési rendszer színvonala között közvetlen ok-okozati összefüggést nem fogalmazok meg, csupán azt állítom, hogy a tulajdonosi értékre



koncentrálás jobb pénzügyi eredményhez vezet (okozat a jobb pénzügyi eredmény) továbbá a tulajdonosi értékre koncentrálás feltételezi a megfelelő teljesítménymérési rendszert, tehát a teljesítménymérést nem oknak, hanem egy szükséges feltételnek tekintem. A második hipotézist is több alhipotézisen keresztül fogom ellenőrizni.

**H2a:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok pénzügyi teljesítménye magasabb befektetett tőke arányos hozamban (ROIC) mérve, mint iparági versenytársaiké.

**H2b:** A hagyományos számviteli mércék alapján (ROE, ROA) nem lehet szignifikáns különbséget kimutatni a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok és iparági versenytársaik teljesítménye között.

H2a, és H2b hipotéziseimet Biddle G. C. és szerzőtársai [1999] kutatási eredményei alapján fogalmaztam meg, akik azt tapasztalták, hogy a vállalatok arra törekednek, amit mérnek; az EVA mutatót alkalmazó vállalatok szignifikánsan magasabb EVA megtérülést érték el, míg a hagyományos számviteli mércéknél ezt nem lehetett kimutatni.

**H2c:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok jobb pénzügyi teljesítményének háttérében „működési kiválóság” áll. A jobb pénzügyi teljesítménnyel összhangban a vállalatvezetők jobbnak ítélik meg saját tevékenységüket számos területen versenytársaikhoz viszonyítva (például költséghatékonyság, jövedelmezőség, technikai színvonal, termékminőség, kapacitáskihasználás, alkalmazottak képzettsége).

**H2d:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok nagyobb teljesítményjavulást érték el 1992 és 2002 között.

### 5.3. A kutatás módszertana

A tudományos kutatás módszertanának szerteágazó megközelítései, különböző módszerei ismeretesek, melynek bemutatása nem képezi tárgyát disszertációmnak (lásd pl. Lakatos I 1997., Kieser A. 1995., Popper K. 1976.) A továbbiakban csak a jelenlegi kutatásom elméleti háttérét jelentő néhány meghatározó gondolatot emelem ki.

Kutatásom során magyarázat-orientált megközelítést alkalmazok<sup>87</sup>, a kutatás előtt kialakított előzetes hipotézisrendszer „helyességét” empirikus adatok segítségével ellenőrzöm le.<sup>88</sup> A hipotézisek ellenőrzése során két fontos dilemmával kell szembe nézni; egyrészt lehet-e egy hipotézist véglegesen elfogadni vagy elvetni; másrészt a tudományos igazolás során milyen megközelítést alkalmazzunk: próbáljuk igazolni, vagy próbáljuk cáfolni az előzetes hipotéziseket. Friedman [1986] álláspontja szerint; a hipotézist elvetjük, ha előrejelzéseinek a tények „sokszor” (de legalábbis gyakrabban, mint más hipotézisekből származtatott előrejelzéseknek) ellentmondanak, és igen megbízhatónak tartjuk, ha számtalan ilyen próbát „túlél”. Tehát, ha az empirikus tesztelés megerősíti az elméletünket, akkor azt ideiglenesen fogadhatjuk el.

Az előzetesen megfogalmazott hipotéziseim ellenőrzése során nem elégszem meg azzal, hogy empirikus adatokon nyugvó statisztikai számításokkal alá tudom támasztani hipotézisem helyességét, hanem bizonyos szintig vizsgálom cáfolásának lehetőségét is.<sup>89</sup> Amennyiben az empirikus tapasztalatok alátámasztják a hipotézisem helyességét, illetve az elvégzett kontrollszámítások nem cáfolják meg, akkor a hipotéziseket a vizsgált vállalati mintára elfogadom, amely a sokaságra vonatkozóan ideiglenes elfogadást jelent (természetesen előtte szükséges vizsgálni azt a kérdést, hogy a mintából levont következtetéseket lehet-e általánosítani a sokaságra).

---

<sup>87</sup> Magyarázat-orientált és megértés-orientált megközelítésről lásd Kieser A. [1995]

<sup>88</sup> Friedman M. [1986] bár nem veti el a logikai tesztelés lehetőségét, az empirikus tesztelést tekinti meghatározónak. Popper 1976. a logikai síkon történő cáfolást hangsúlyozza.

<sup>89</sup> A hipotézisek cáfolása során nem törekszem a teljes körűségre, hiszen a végső célom a hipotézisek alátámasztása és nem a megcáfolása.

### 5.3.1. Adatbázis

Hipotéziseim ellenőrzéséhez a magyarországi „**Versenyképességi kutatások**” adatbázisát használtam fel. Az 1999-ben megalakult Versenyképesség Kutató Központ 2004-ben egy hároméves kutatási programot indított el, „Versenyben a világgal 2004-2006. Gazdasági versenyképességünk vállalati nézőpontból” címmel. (A kutatás tervtanulmányát lásd Chikán A. – Czakó E. [2005]). A magyarországi versenyképességi kutatások sorában ez a harmadik. A kutatási program központi eleme a vállalati versenyképességi adatbázis, amelynek alapját az 1996-os, 1999-es versenyképességi kutatások után a 2004-es kérdőíves felmérés jelenti. Kutatásomban elsősorban a 2004-es felmérés adataira támaszkodtam, az 1996-os és 1999-es felmérés adatbázisa a longitudinális vizsgálatoknál töltött be fontos szerepet.

A versenyképességi kutatások eredményeinek megfelelő értelmezéséhez fontos figyelembe venni a gazdasági környezetet. **A kérdőívek kitöltésére 2004. márciusa és júniusa között került sor, Magyarország az Európai Unióhoz való csatlakozása pillanatában.** A kérdőív eredményei egy pillanatfelvételt mutatnak (a hazai vállalati szféra milyen felkészültséggel vált EU-taggá), amely a későbbi felmérések során fontos összehasonlítási alapot fog jelenteni, a hazai vállalati szféra fejlődésének megítéléséhez az Európai Unióban. Másrészt a 2004-es kérdőív a 2000-2004 közötti időszak vállalati jellemzőire kérdez rá.

**A három versenyképességi kutatás együttesen jellemzi a magyar vállalati szféra fejlődését, az 1990. évi politikai rendszerváltást követően az Európai Unióhoz történő csatlakozásig.** Az első, az 1996-os felmérés, egy éppen konszolidálódásnak indult piacgazdasági feltételrendszer között zajlott. Az 1990-es évek második felére lezárult a privatizáció. A magyar gazdaság nyitottsága növekedett, megnőtt a külföldi érdekeltségű vállalatok száma, és a működőtőke-befektetések aránya. A regisztrált vállalatok száma 1989 és 2000 között több mint tízszeresére nőtt. A transzformációs visszaesés után<sup>90</sup> a GDP 1994-től növekedésnek indult. 2000-ben érte el a magyar gazdaság a legmagasabb gazdasági növekedést az előző évhez képest (5,2%), majd 2000-től a növekedés üteme lassuló tendenciát mutatott, melynek alapvető oka a világgazdasági dekonjunktúra (a gazdasági növekedés 2004-ben 4,2%) volt.

---

<sup>90</sup> 1990 és 1993 között a GDP mintegy 20%-kal csökkent.

A magyarországi vállalkozásoknak meg kellett birkózniuk a bizonytalan makrogazdasági tényezőkkel, az árfolyamváltozások hatásával, a hullámzó inflációval (1995-ben 24%-os, majd 1996-tól folyamatosan csökken az infláció mértéke, 2000-ben 10% alatt van, s 2002-ben már csak 5,3%).

**A vizsgált időszakban a gazdasági átrendeződés megtörtént, a privatizáció lezajlott, meghatározó a gazdaság nyitottsága; ugyanakkor a szemléletváltás, az új, kiélezett gazdasági versenykörnyezethez való alkalmazkodás egy tanulási folyamat, melynek állomásai nyomon követhetők a versenyképességi kutatások eredményein keresztül**

Mindhárom „Versenyképességi kutatás” felmérésnél a **vállalati minta** kialakítása során alapelveként az **50 főnél többet foglalkoztató önálló jogi személyiséggel rendelkező cégeket** célozták meg, szem előtt tartva a minta megfelelő reprezentativitását (létszám szerinti méret, területi elhelyezkedés, iparági hovatartozás). **2004-ben összesen 1300 vállalatot kerestek meg, 23%-os válaszadási ráta mellett végül 301 vállalatból** sikerült összegyűjteni értékelhető kérdőívet. 1996-ban: 325, 1999-ben: 321 elemű minta áll rendelkezésre. 2004-ben felmért cégek főbb dimenziók szerinti megoszlása hasonló az előző, 1999-es kutatás során kialakult minta összetételéhez. (A megcélzott vállalati minta kiválasztásáról lásd Czakó E. - Zoltayné Paprika Z. 2002. A kérdőíves felmérés 2004-es mintájának jellemzéséről lásd Lesi M. 2005. és Wimmer Á. – Csesznák A., 2005. Az adatbázis jellemzését lásd 2. sz. CD melléklet. Az adatbázis elemzése során Wimmer Á. - Csesznák A. 2005 által kialakított egységes kategória rendszert alkalmazom.) Létszám alapján a vállalatok többsége (57,2%) a középvállalati kategóriába tartozik, míg a nagyvállalatok (250 fő fölötti) aránya 37,7%. Árbevétel és eszközérték alapján vizsgálva a vállalati mintát, a kis- közép- és nagyvállalati értékkategóriák szerinti megoszlás sokkal kiegyenlítettebb. A minta gazdasági ágak szerinti összetétele a magyarországi 50 fő feletti vállalkozások összetételéhez hasonló, bár a sokasághoz képest nagyobb arányban tartalmaz feldolgozóipari, energia- és közösségi szolgáltatásokat nyújtó cégeket, míg a kereskedelem, az építőipar és a nem közösségi szolgáltatás szektoraiba tartozó szervezetek valamelyest alulreprezentáltak. A felmért vállalati kör több mint fele a feldolgozóiparban működik. Tulajdonosi szerkezetet tekintve a minta 25,7%-a közösségi többségi tulajdonú, 21,3%-a külföldi tulajdonú, és 53%-a belföldi többségi magántulajdonban van. (A közösségi tulajdon, és külföldi tulajdon aránya felülreprezentálja a sokasági arányt, míg a belföldi tulajdonnál

alul reprezentáció áll fenn.) Területi elhelyezkedést vizsgálva a sokasághoz képest kisebb arányban (24,3%) kerültek budapesti és pest megyei vállalatok az adatbázisba, a többi régió cégei magasabb arányban szerepelnek a mintában, főként az alföldi vállalatok (34,6%) mutattak nagyobb válaszadási hajlandóságot.

**A vállalati minta kialakítása során törekedtek a reprezentativitásra.** A vállalati minta és a sokaság jellemzőit összehasonlítva, **egyres területen alul- illetve felül reprezentációt tapasztalhatunk.** Babbie E. [2003, 212. old.] szerint nem fontos, hogy egy minta minden szempont szerint reprezentatív legyen, a reprezentativitást a kutatás szempontjából fontos jellemzők szerint kell vizsgálni. Kutatásom elvégzése előtt nem kerültek publikálásra olyan felmérések, melyek a tulajdonosi érték iránti elkötelezettség, és a vállalati méret, tulajdonosi szerkezet, ágazati hovatartozás, területi elhelyezkedés viszonyát vizsgálták volna. Ebből adódóan a tulajdonosi értékteremtés szempontjából a vállalati minta reprezentativitásáról csak a kutatási folyamat végén lehet következtetéseket levonni.

A kvantitatív kutatások eredményeinek megbízhatóságának egyik alapfeltétele, hogy az **adatbázis megbízható, „valóságot” tükröző adatokat tartalmazzon.** A visszaérkezett, kitöltött kérdőívek az adatok rögzítése előtt előzetes szűrővizsgálaton mentek keresztül, melyet a Vállalatgazdaságtan Intézet munkatársai végeztek (maga a szerző is részt vett benne). Vizsgáltuk a megfelelő kitöltést és a válaszok konzisztenciáját. A problémás válaszokat tartalmazó kérdőívek visszakerültek a kérdezőbiztosokhoz, akik a kérdőívet kitöltő vállalati személyhez fordulva javították a hibákat. Az előzetes ellenőrzés során részletekbe menő konzisztencia vizsgálatot nem végeztünk, ezért az adatok megbízhatósága érdekében további ellenőrzéseket kellett végezni az egyes elemzések előtt. Az inkonzisztens válaszokat a kérdés jellegétől függően különbözőképpen kezeltem.

**A mérés megbízhatósága** abban fejeződik ki, hogy ha megismétlünk valamely eljárást ugyanazon tárgyra, mindig ugyanazon eredményt kapjuk. A versenyképességi kutatás felmérés 4 kérdőívből állt (összesen 122 oldal) melyet a felsővezetőség, pénzügy, kereskedelem, termelés egy-egy vezető képviselője töltött ki önbevallással. A kérdőívben meghatározóak voltak a vezetői **önértékelések**, szubjektív értékítéletek, melyek megbízhatósága kérdéses. Egy kérdésblokkon belül a vezetők viszonylag

konzisztens válaszokat adtak, viszont ugyanazon kérdésekre eltérő értékelések születtek, amikor a kérdések elhelyezése a kérdőívben viszonylag távol esett egymástól (50-60%-os korreláció állt fenn csupán ugyanazon kérdésekre adott válaszok között). A korreláció még alacsonyabb volt, amikor ugyanazon kérdésre a vállalat különböző területein dolgozó vezetők adtak választ. Ebben az esetben az eltérést két tényező is okozhatta. Egyrészt ugyanaz volt-e az értékelés tárgya, pl. az információs rendszer értékelésénél minden terület a vállalati információs rendszer különböző területeit használja, így az információs rendszer más-más alrendszerére vonatkozott az értékelésük. (Ezt a problémát úgy kezeltem, hogy kérdéscsoportonként végeztem el az összehasonlítást, majd átlagszámítás és klaszterelemzés segítségével jellemeztem a vállalati mintát). Másrészt kérdés, hogy az értékelésnél ugyanazt a „mérési skálát” alkalmazták-e. Az egyén korábbi tapasztalatai, motivációja, habitusa befolyásolja azt, hogy mit tekint elégségesnek, segítőnek, vagy igen hatékornynak.

Az adatok megbízhatóságán túl, fontos hogy a **mérés hiteles, helytálló eredményt adjon** (lásd Babbie E 2003, 155. old.). Az eredmények értékelése során nem szabad megfeledkezni arról, hogy legtöbb esetben nem objektív tény információk képezik elemzésem alapját, hanem a vezetők által megadott, torzításoktól nem mentes szubjektív információk. Az értékelést számtalan tényező torzíthatja, pl. a kognitív disszonancia jelensége, az elvárásoknak való megfelelés befolyásolhatja a válaszokat; a pozitívnak ítélt jelenségek esetében hajlamosak a vezetők felülértékelni saját teljesítményüket, illetve nem feledkezhetünk meg arról, hogy mindenki rendelkezik egy saját szubjektív mérési skálával (mi az elégséges, mi a hatékony).<sup>91</sup> A torzított adatoknak is meg van a maguk fontos információ tartalmuk, viszont nagy figyelmet kell fordítani az elemzések eredményeinek megfelelő értékelésére. Az adatok hitelességét továbbiakban az is ronthatja, ha a válaszadók nem megfelelően értelmezik a kérdéseket.

---

<sup>91</sup> A versenyképességi kutatás eredményeinek alátámasztásához, értelmezéséhez 30 vállalatvezetővel készítettek interjút (lásd Chikán-Czakó 2008), amelyben többek között azt a kérdést is feltették, hogy mi lehet az oka annak, hogy a vállalatvezetők gyakran vélelmezhető ok nélkül jobbnak értékelték saját teljesítményüket az iparági versenytársaiknál. A megkérdezett vállalatvezetők több mint fele szerint ennek az optimizmus az oka: „ha én nem hiszem el, hogy jobb vagyok a konkurens vállalatnál, akkor hogy hitetem el az alkalmazottaimmal és a vezetőikkel... .kell hogy ennyi pozitív elfogultság jellemezze a menedzsert, vagyis meggyőződéssel vallja, hogy cége jobb, mint az iparági átlagos vállalat.” (I. m. 32.old.) Többen az információ hiányra hívták fel a figyelmet: kevés az iparági adat, csak informális adatok vannak. Néhányan a nem megfelelő felkészültségnek tulajdonítják a túlzott optimizmust. A megkérdezettek kevesebb mint 10%-a gondolta úgy, hogy a válaszokban az őszinteség hiánya, a kifelé pozitív kép mutatása jelentkezett.

A mérés megbízhatóságának és hitelességének biztosításához különböző módszereket javasolnak (lásd Babbie E 2003, 153-162. old). Kutatásom során fontosnak tartottam a konzisztencia vizsgálatokat (a konzisztencia vizsgálatok körét behatárolta az, hogy egy nagyon sok vizsgálati kérdést felölelő általános kérdőív adatbázisát elemeztem). Kiemelt szerepet tulajdonítottam az elemzések megismétlésének különböző almintákra, ugyanakkor a vállalati minta almintákra bontása során nem a véletlenre hagyatkozok, hanem tudatosan alakítottam ki azokat. (lásd Lazarsfeld-modell 5.3.3. alfejezetben)

Fontos kérdés a **pénzügyi adatok megbízhatóságának és hitelességének** ellenőrzése is. A válaszadási hibát (kérdőív hibás kitöltését) logikai szűrő segítségével igyekeztem kiszűrni, alapvető pénzügyi-számviteli összefüggéseket ellenőriztem<sup>92</sup> További torzító tényezőt jelentettek a logikai szűrőn átment **kiugró jövedelmezőségi adatok** kezelése (az egyik vállalat 2002-ben a befektetett tőkéjének több mint kétszeres megtérülését mutatta ki, amely érték jelentős mértékben módosította felfelé a csoportátlagokat). Két módszerrel csökkentettem a kiugró tételek átlagtorzító hatását. Egyrészt 6 jövedelmezőségi csoportot hoztam létre (lásd 5.4.2.1. alfejezet), és az átlagok összehasonlítása helyett a jövedelmezőségi csoportba tartozás arányát elemeztem. Másrészt a kiugró tételeket szükség esetén figyelmen kívül hagytam, különösen az alacsony elemszámú csoportok vizsgálata során.<sup>93</sup> A pénzügyi adatok nem mentesek az adott év speciális hatásától, adattisztításra nem volt lehetőség, de mivel viszonylag nagy elemszámú (301) mintával dolgozom, a lehetséges torzító hatást még elfogadható mértékűnek tekintem.

---

<sup>92</sup> Ellenőrzött pénzügyi-számviteli összefüggések: árbevétel  $\geq$  export árbevétel; üzemi eredmény + pénzügyi eredmény + rendkívüli eredmény  $\geq$  adózott eredmény; adózott eredmény  $\geq$  mérleg szerinti eredmény; illetve vizsgáltam az eszközök és források összhangját. A pénzügyi-számviteli logikai szűrőn át nem ment tételeket nem vettem ki az adatbázisból, hanem bevezettem a megbízhatóság mérésére egy új változót (0 érték jelenti a nem megbízható, 1 érték a megbízható pénzügyi adatokat). Így ezen segédváltozó segítségével a pénzügyi elemzéseket le tudtam futtatni a teljes adatbázisra, illetve az alap pénzügyi-statisztikai összefüggések alapján megbízhatónak tekinthető pénzügyi adatokra is.

<sup>93</sup> Kerékgyártó Gy. et al. [2008] is felhívja a figyelmet a statisztikai elemzések során a kiugró tételek kezelésére. Javaslatára szerint, a számításokat végezzük el a kiugró tételekkel és anélkül is.

### 5.3.2. Tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok azonosítása

Kutatásom szempontjából kritikus kérdés volt a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok azonosítása. A versenyképességi kutatás felmérés a tulajdonosi értékteremtés szerepére több kérdésen keresztül, közvetett módon kérdez rá. **A vállalati kategóriák kialakítását több lépésen keresztül, különböző statisztikai módszerek (klaszterelemzés, faktorelemzés, korrelációelemzés) segítségével végeztem el.** A vállalatokat először három kérdésre adott válasz alapján 4 kategóriába soroltam (erre továbbiakban mint alapbesorolásra fogok hivatkozni).

A vállalatok alapbesorolásához alkalmazott kérdések (5 fokozatú Likert-skálán mérve: 1 - egyáltalán nem, 5 - meghatározó mértékben)<sup>94</sup>

- A tulajdonosok érdekeit, jogait, elvárásait milyen mértékben kell figyelembe venni a döntéshozatal során? (V117a)
- Vállalatunk teljesítménye pénzügyi szempontból akkor megfelelő, ha a tulajdonosok elégedettek. (P49a)
- A magas tulajdonosi (részvényesi) hozam milyen prioritást kap a vállalati pénzügyi stratégia alakítása, és a pénzügyi teljesítmény értékelése során? (P48m) (1- nincs kiemelt szerepe, 5- kiemelkedő fontosságú, elsődleges szempont)

A kérdésekre adott válaszok alapján a vállalatokat az alábbi négy alapkategóriába soroltam be (besorolást lásd 7. tábla):

- **„Értékvezérelt vállalatok”** azok a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok, ahol meghatározó mind a felsővezetői mind a pénzügyi vezető elkötelezettsége a tulajdonosi érdekek mellett, és a pénzügyi stratégia kialakítása, illetve a pénzügyi teljesítmény értékelése során prioritást élvez a magas tulajdonosi hozam.
- A **„kinyilvánítás szintjén elkötelezett vállalatok”** esetében fontos a tulajdonosi érték (V117a és P49a kérdésre adott válasz 4 vagy 5), de a pénzügyi stratégia kialakításánál nem kap jelentős prioritást a magas tulajdonosi hozam

---

<sup>94</sup> A besoroláshoz használt kérdéseket lásd 5. sz. mellékletben



- A „tulajdonosi érdek szűk körű érvényesülése” esetén a felső vezetés szintjén megjelenik, legalább is kinyilvánítás szintjén a tulajdonosi érdek fontossága, de a pénzügyi vezetés szintjén nem kap prioritást a tulajdonosi értékteremtés.
- „Tulajdonosi személet hiánya”: nincs meg a felsővezetői elkötelezettség a tulajdonosi érték növelése mellett.

**7. tábla. A versenyképességi kutatások vállalatainak alapbesorolása a tulajdonosi értéknöveléshez való viszonyuk alapján**

Vállalati kategóriák	Kategória leírása (5 fokozatú Likert-skálán mérve)	vállalatok száma	
		db	%
<b>„Értékvezérelt vállalatok” 4-es</b>	Felsővezetői elkötelezettség: 4, 5 Pénzügyi vezető elkötelezettség: 4, 5 Pénzügyi stratégiában a prioritása: 4, 5	<b>58</b>	<b>19,46%</b>
<b>A „kinyilvánítás szintjén” elkötelezett vállalatok 3-as</b>	Felsővezetői elkötelezettség: 4, 5 Pénzügyi vezető elkötelezettség: 4, 5 Pénzügyi stratégiában a prioritása: -,1,2,3	<b>172</b>	<b>57,72%</b>
<b>„Tulajdonosi érdek szűk körű érvényesülése” 2-es</b>	Felsővezetői elkötelezettség: 4, 5 Pénzügyi vezető elkötelezettség: -,1,2,3 Pénzügyi stratégiában a prioritása: nincs szűrés	47	15,77%
<b>„Tulajdonosi személet Hiánya” 1-es</b>	Felsővezetői elkötelezettség: 1, 2, 3  Pénzügyi vezető elkötelezettség: nincs szűrés Pénzügyi stratégiában a prioritása: nincs szűrés	21	7,05%
Összesen		298	100,00%

Az alapbesorolás megbízhatóságát, relevanciáját **klaszterelemzés** segítségével ellenőriztem. A klaszterelemzés során igyekeztem bevonni az összes olyan tényezőt, melyek jellemzik a vállalatok tulajdonosi értékteremtéshez való viszonyát, ugyanakkor igyekeztem a minimális változószámot alkalmazni az eredmények áttekinthetősége miatt, kiküszöbölve a redundanciát. Adatszűkítés érdekében a klaszterelemzés előtt **faktorelemzést** végeztem. A faktorelemzés a teljes adatbázisra nem volt sikeres a sok változó, összetett struktúra, az erős, illetve a nem létező korreláció miatt. Egy-egy kérdésblokk, egy-egy részterület esetén ugyanakkor hasznosnak bizonyult a faktorelemzés alkalmazása a látens struktúra feltárásához.

Az alapbesorolásból kiderült, hogy az egyik **kritikus kérdés a magas tulajdonosi hozam szerepe a pénzügyi stratégiában**, amely indokoltta a pénzügyi stratégia (P48) kérdésblokk részletes vizsgálatát a klaszterelemzés előtt. Az elvégzett faktorelemzés azt mutatta, hogy a pénzügyi stratégia kialakítása, és a pénzügyi teljesítmény értékelésekor két domináns prioritás van: a magas tulajdonosi hozammal, és a likviditással kapcsolatos célok (lásd 6. sz. melléklet). A magas tulajdonosi hozam prioritás és a likviditás megőrzése prioritás között gyenge negatív (-17%) korrelációt lehetett kimutatni. További vizsgálatok azt mutatták, hogy a likviditási problémák nem magyarázzák a likviditás fontosságát a pénzügyi stratégiában, ugyanakkor egy gyenge negatív (-12,6%-os), szignifikáns kapcsolatot lehetett kimutatni a likviditási problémák és a tulajdonosi értéknövelésre törekvés között. (Lásd 7. sz. melléklet) Tehát a **likviditási problémák léte kis mértékben, de szignifikánsan csökkenti a tulajdonosi értéknövelésre törekvést a pénzügyi stratégiában.**

Kutatásom szempontjából fontos kérdés volt, hogy **megbízhatónak tekinthetjük-e a pénzügyi stratégiában a magas tulajdonosi hozam szerepére (P48m) adott válaszokat.** A részvénytársaságok tartották legfontosabbnak a magas tulajdonosi hozamot: 33,3%, ez az arány kisebb volt Kft esetén 11,9%, s szövetkezeteknél csupán 3,45%. A válaszadási arány a Kft-k és szövetkezetek esetén nem érte el az 50%-ot, ami arra utalt, hogy a **válaszadóknak problémás volt ennek a kérdésnek az értelmezése** vállalatukra (lásd 8. sz. melléklet). A vizsgálatot elvégeztem a tulajdonosi hozammal kapcsolatos többi kérdésre<sup>95</sup> is (lásd 4. sz.. CD melléklet) ami arra a problémára világított rá, hogy a vállalatra nem értelmezhető kérdések szerepét (pl. részvényárfolyam emelkedése szövetkezetek vagy kft-k esetében) a pénzügyi stratégiában elhanyagolhatónak tekintették és 1-es értéket adtak rá.

A magas tulajdonosi hozam szerepét a pénzügyi stratégiában ugyanakkor nem csak a szervezeti forma befolyásolta, hanem a vállalati méret is. A 8. tábla mutatja a vállalati méret meghatározó szerepét az egyes szervezeti formákon belül.

---

<sup>95</sup> Magas, ill. rendszeres osztalékfizetés, magas részvényárfolyam, folyamatos részvényárfolyam-emelkedés szerepe a pénzügyi stratégia kialakítása során.

**8. tábla. Magas tulajdonosi hozam szerepe a pénzügyi stratégiában vállalati méret és szervezeti forma szerinti bontásban (többségi állami tulajdonú vállalatok nélkül)**

	Részvénytársaság			KFT		
	Kis	Közép	Nagy	Kis	Közép	Nagy
Tulajdonosi hozamot nem tartja fontosnak (1,2)	<b>57,1%</b>	<b>55,5%</b>	26,4%	<b>36,30%</b>	<b>56,60%</b>	20%
Tulajdonosi hozam semleges (3)	28,6%	10,0%	11,8%	27,3%	13%	30%
<b>Tulajdonosi hozamot fontosnak tartja (4,5)</b>	<b>14,3%</b>	<b>37,5%</b>	<b>61,8%</b>	<b>36,40%</b>	<b>30,40%</b>	<b>50%</b>

A 8. tábla készítése során kihagytam az adatbázisból a többségi állami tulajdonú vállalatokat, mivel a nagy állami tulajdonú vállalatok jellemzői jelentős mértékben eltérhetnek a nem állami tulajdonú vállalatokétól.

A 9. táblából látható, hogy a nem részvénytársaságok, illetve a kis és középvállalatok esetében a magas tulajdonosi hozam hangsúlyozása helyett az árbevételarányos illetve az eszközarányos hozam növelése kap meghatározó szerepet a pénzügyi stratégia kialakítása során.

**9. tábla. A jövedelmezőség szerepe a pénzügyi stratégiában társasági forma és méret szerinti bontásban.**

	P48max <sup>96</sup> (4-5) Tulajdonosi hozamot fontosnak tartja %	P48e (4-5) Árbevétel arányos hozamot fontosnak tartja %	P48f (4-5) Eszközarányos hozamot fontosnak tartja %
<b>Rt</b>	<b>56,41</b>	80,31	60,63
Kft	36,84	<b>86,26</b>	<b>66,41</b>
Szövetkezet	20,00	<b>86,21</b>	<b>67,86</b>
Egyéb	0,00	60,00	60,00
<b>nagyvállalat</b>	<b>54,76</b>	78	65,66
középvállalt	42,00	<b>87,90</b>	65,04
kisvállalt	32,69	<b>80,28</b>	59,70

Klaszterelemzés segítségével vizsgáltam tovább a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettséget, az eredeti három változó mellé bevontam két új változót. A P48m értelmezési problémái miatt került be a jövedelmezőség szerepe a pénzügyi stratégiába. Mivel a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség fontos eleme, hogy a vállalatok megfelelő eszköztárral rendelkezzenek a tulajdonosi érték „mérésére”, ezért bevezettem a mérési eszközökre egy új P1mér változót. **P1mér** változó értékét 5

<sup>96</sup> A P48max a P48i-m változók közötti maximális értéket tartalmazza. A P48max és P48m közötti korreláció nagyon erős (80%), átlaga kicsit magasabb.

kiemelt teljesítménymérési eszköz használatából származtattam: fix-változó költségek elkülönítése, fedezetipont-számítás, költségérzékenységi vizsgálatok, vállalati tőkeköltség elemzése beruházási döntéseknél, pénzügyi mutatószámok elemzése.<sup>97</sup> (Klaszterelemzés részletes bemutatását lásd 9. sz. melléklet) A klaszterelemzés megerősítette, illetve továbbbontotta az alapbesorolásomat (lásd 10. sz. melléklet). **A klaszterelemzésből levont következtetések alapján új, részletesebb besorolást készítettem, az eredeti alapbesorolás továbbbontásával** (lásd 10. tábla)

A részletes besorolás eredményét összehasonlítottam a korábbi klaszterelemzés eredményével (lásd 11. sz. melléklet), amely megerősítette, hogy **a részletes besorolásból a 7, 8, 9 és 10 kategóriákba tartozó vállalatokat tekinthetem úgy, mint a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatokat.** Az alapbesoroláshoz képest annyival tágítottam ki a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok csoportját, hogy „beengedtem” azokat az eredetileg „kinyilvánítás szintjén elkötelezett” vállalatokat, ahol a teljesítménymérési eszközök alkalmazása magas volt (5-ből 4-et alkalmaztak), és bár a pénzügyi stratégiában a magas tulajdonosi hozam nem kapott magas prioritást, a jövedelmezőséget (árbevételarányos vagy eszközarányos hozamban mérve) fontos tényezőnek tekintették. Erre az „engedményre” azért volt szükség, mert a pénzügyi stratégia prioritásainak vizsgálata során kiderült, hogy a kérdőív során sok esetben a magas tulajdonosi hozammal kapcsolatos kérdésekre azért adtak alacsony értéket, mert azt a vállalatokra nem tudták értelmezni.

**Elemzésem során a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatoknak a 10, 9, 8, 7 kategóriákat (lásd 10. tábla) fogom tekinteni, amely a vállalati minta 45,4%-át jelenti. Az elemzések során erre a vállalatcsoportra gyakran fogok úgy hivatkozni mint „értékvezérelt vállalatokra”, az angolszász terminológiát követve, bár tisztában vagyok a fogalomhasználat pontatlanságával, de az elemzések áttekinthetősége, könnyebb értelmezhetősége érdekében szükség van erre a rövidített elnevezésre.**

---

<sup>97</sup> P1 mér változó értéke 5, ha mind az 5 teljesítménymérési eszközt alkalmazták a vállalatnál, 4, ha 4-et, 1 ha 1-t és 0 ha nem alkalmazták egyiket sem.

**10. tábla. Tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség részletes besorolás**

Kód	Részletes besorolás	Alapbesorolás	Új csoportosítási szempont	db szám
10	Értékvezélt 4 „mérő” vállalatok	4. Értékvezérelt vállalatok	$P1_{mér} \geq 4$	37
9	Értékvezérelt 4, „nem mérő” vállalatok	4. Értékvezérelt vállalatok	$P1_{mér} < 4$	21
8	Értékvezérelt 3 „mérő” vállalatok	3. Kinyilvánítás szintjén elkötelezettek	$p48_{max} \geq 3$ és $P48ROIm \geq 4$ $P1_{mér} \geq 4$ vagy $p48_{max} \geq 4$ és $P48ROIm$ nincs szűrés $P1_{mér} \geq 4$	30
7	Fogalom használatban bizonytalan 3 „mérő” vállalatok	3. Kinyilvánítás szintjén elkötelezettek	$p48_{max}$ : -, 1, 2 és $P48ROIm \geq 4$ és $P1_{mér} \geq 4$	46
6	Elkötelezett, de „nem mérő” vállalatok	3. Kinyilvánítás szintjén elkötelezettek	$p48_{max} \geq 3$ és $P48ROIm$ nincs szűrés $P1_{mér} < 4$	37
5	Csak a kinyilvánítás szintjén elkötelezett 3 vállalatok	3. Kinyilvánítás szintjén elkötelezettek	$p48_{max}$ : -, 1, 2 és $P48ROIm$ nincs szűrés $P1_{mér} < 4$  Vagy $p48_{max}$ : -, 1, 2 és $P48ROIm$ -, 1, 2, 3 $P1_{mér}$ nincs szűrés	58
4	Mérő és „elkötelezett” 2-es vállalatok	2. Tulajdonosi érdek szűk körű érvényesülése	$Tul_{rel} \geq 1$ $p48_{max}$ nincs szűrés $P48ROIm \geq 4$ és $P1_{mér} \geq 4$  Ha $P48_{max} \geq 4$ $P48ROIm$ nincs szűrés	11
3	Felsővezetői elkötelezettség melletti pénzügyi bizonytalanság.	2. Tulajdonosi érdek szűk körű érvényesülése	$Tul_{rel}$ nincs szűrés $p48_{max}$ nincs szűrés $P48ROIm$ nincs szűrés $P1_{mér} < 4$  Vagy $Tul_{rel} < 1$ Többire nincs szűrés	36
2	Felsővezetői bizonytalanság	1. „Tulajdonosi személet hiánya”	$Tul_{rel} \geq 1$ $p48_{max}$ nincs szűrés $P48ROIm \geq 4$ és $P1_{mér} \geq 4$	4
1	Ellentmondásos vállalatok	1. „Tulajdonosi személet hiánya”	$Tul_{rel}$ nincs szűrés $p48_{max}$ nincs szűrés $P48ROIm$ nincs szűrés $P1_{mér}$ nincs szűrés	15

$Tul_{rel} = (V117a / \text{átlag}(V117a-j) + P49a / \text{átlag}(P49a-e)) / 2$

$P48_{max} = \max [P48i-j]; P48ROIm = \max [P48e, P48f]$

### 5.3.3. A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok alap jellemzői

Wimmer Á. és Csesznák A. (2005) a versenyképességi kutatás 2004-es felmérésében résztvevő vállalatokat 10 szempont szerint vizsgálták, csoportosították. Ebből 7 vizsgálati szempontot átvéve, kiegészítve néhány új vizsgálati szemponttal jellemeztem a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatokat. (Részletes adatokat lásd 12. sz. melléklet)

A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok 44%-a a középvállalati kategóriába tartozott, amely kismértékben haladta csak meg a vállalati minta arányát. Nagyobb eltolódás következett be a **nagyvállalatok** előnyére (**42%**), és a kisvállalatok hátrányára (13%). Értékvezérelt vállalatok **minden nemzetgazdasági ágban megtalálhatóak**, a vállalati mintához képest nem tapasztalhatóak lényeges eltérések. A tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség nem iparágfüggő. A tulajdonosi szerkezetet vizsgálva a **többségi belföldi tulajdonú vállalatok domináltak (53%) ugyan úgy mint a vállalati mintában**. A külföldi tulajdonú vállalatok aránya (25%) meghaladja, a többségi állami tulajdonú vállalatok átlaga (21%) kisebb, mint a mintaátlag. Érdeemes megemlíteni, hogy az értékvezérelt vállalatok majdnem **60%-nak volt állami jogelődje**, ez az arány a vállalati minta átlagát is meghaladta. A domináns tulajdonos léte alapján nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni. A társasági forma szerinti megoszlást vizsgálva, azt látható, hogy az értékvezérelt vállalatok **több mint 50%-a részvénytársasági** formában működik, ez kis mértékben meghaladta a 44,6%-os minta arányt. Képviseletük magukat 41%-ban a kft-k, és a minta átlagnál kisebb mértékben a szövetkezetek (4,5%) és egyéb vállalkozási formák (0,75%). **7 tőzsdei cég szerepelt a vállalati mintában, ebből 5 vállalat (71%) a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok csoportjába tartozott.**

Megvizsgálva azt a kérdést, hogy a tulajdonosok elsősorban mit várnak el a vállalattól (a vezetők szerint), az látható, hogy **a vállalatok 79%-a úgy gondolja, hogy a tulajdonosok elsősorban biztonságot, stabil értéket várnak el. Ez az arány az értékvezérelt vállalatok esetében 80%. A különbség ott fedezhető fel, hogy míg az értékvezérelt vállalatok 56%, gondolja úgy, hogy a befektetők elsősorban magas hozamot várnak el, a nem értékvezérelt vállalatoknak csak 32%-a** (lásd 12. sz.

melléklet). A piaci célokat vizsgálva a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok **60%-a követ mérsékelt növekedési célokat**, igen kis mértékben maradván el a 62%-os minta átlagtól, viszont nagyobb mértékben követnek agresszív növekedési politikát (11,6%). Az értékvezérelt vállalatok **nagyobb arányban készültek fel a környezeti változásokra**. (57%)

Regresszió elemzés (forward módszer)<sup>98</sup> segítségével vizsgáltam azt a kérdést, hogy mely vállalati alapjellemezők befolyásolják leginkább a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettséget. Meglehetősen gyenge, 14%-os magyarázó erejű modellt sikerült felállítani, amelyben a várakozásoknak megfelelően meghatározó szerepe a szervezeti formának, a többségi tulajdonos típusnak és a vállalati méretnek volt<sup>99</sup> Mivel a vállalati minta a fő tulajdonosi típust és a vállalati méretet tekintve nem reprezentálja tökéletesen a vállalati sokaságot, ezért a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szempontjából sem tekinthetjük a versenyképességi kutatás 2004-es adatbázisát tökéletesen reprezentatívnak. Ugyanakkor az esetleges torzító hatás nagyon kismértékű.

### **5.3.3. Alkalmazott statisztikai módszerek**

Kutatásomban egyaránt támaszkodok az alap statisztikai módszerekre és a többváltozós statisztikai elemzésekre. Ebben az alfejezetben csak néhány olyan statisztikai módszer alkalmazására, és meghatározó jellemzőire térek ki, amelyek fontosak a kutatási eredményeim értelmezése során.

Mindkét hipotézisem a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett, és nem elkötelezett vállalatok összehasonlításán alapszik. A különbségeket lehet szemléltetni megoszlási viszonyszámok és átlagok segítségével. Csupán a részátlagok összehasonlítása egyes esetekben félrevezető eredményekhez vezethet a kiugró tételek, a részcsoportokon belüli magas szórás miatt. Ezt a problémát ki lehet küszöbölni **hipotézis vizsgálat** segítségével (lásd. Hunyadi L. et. at. 2008. II. kötet 121-172.o,

---

<sup>98</sup> Módszer rövid ismertetését lásd 6.3.3. alkalmazott statisztikai módszerek alfejezetben

<sup>99</sup> A szervezeti formát, és fő tulajdonos típust mint minőségi ismérvet dummy változóként szerepeltettem a regresszió elemzésben. Béta értékek: többségi állami tulajdon léte (-20%) Rt szervezeti forma (19%), Rt-től és Kft-től eltérő szervezető forma (-13,5%), vállalati méret (12%). A regresszió elemzés eredményeit az 5. sz. CD melléklet tartalmazza.

Kerékgyártó Gy. et. al. 2008. 271-293), amelyet minden egyes alhipotézis esetében elvégeztem (a hipotézis vizsgálatok eredményeit a CD melléklet tartalmazza)

Ok-okozati összefüggésről akkor beszélhetünk, ha az ok időben megelőzi az okozatot; tapasztalati együttjárás áll fenn, és a két változó közötti összefüggést nem lehet megmagyarázni egy harmadik változóval, mely mindkettőnek oka volna. (Az oksági kapcsolat természetét, és az okfejtési hibákat tárgyalja Babbie E. [2003] 78-101. old.) Mindkét hipotézis esetében szükséges vizsgálni, hogy a tulajdonosi értékre koncentráció – teljesítménymérés fontossága, és a tulajdonosi értékre koncentráció – magasabb pénzügyi teljesítmény között, **ne csak látszólagos összefüggés álljon fel; tehát ne legyen olyan harmadik tényező, amely a vizsgált tényezőket meghatározná.** Mindkét hipotézis ellenőrzése során döntő jelentőséggel bír a **Lazarsfeld-modell** alkalmazása (e megközelítésmód egyéb elnevezései: elaborációs, azaz kidolgozási modell, interpretációs módszer, Lazarsfeld-paradigma, lásd Babbie E. [2003] 475-493. old.) A Lazarsfeld-modell két változó közötti kapcsolat természetét úgy vizsgálja, hogy megnézi milyen hatással jár további változók bevezetése. Az új változó alapján almintákra ossza az eredeti vizsgált mintát, és külön-külön mindegyik almintára meghatározza az eredeti változók kapcsolatát. Amennyiben az almintákban ugyanaz a kapcsolat áll fenn, akkor az eredeti összefüggést megerősíti. Ha az almintákban nem mutatható ki a vizsgált összefüggés, akkor a kapcsolat csupán látszólagos volt, az eredeti összefüggést „kimagyaráztuk”, megtaláltuk azt a háttér változót amely mindkét vizsgált tényezőt meghatározta. Amennyiben egyes alminták alátámasztják, egyes alminták viszont nem a vizsgált összefüggést, akkor pontosítani szükséges az eredeti feltevést. A Lazarsfeld-modell alkalmazásában fontos kérdés, hogy mely változókat tekintjük kontroll változónak. **A kontroll változó kiválasztásához a korrelációs számítás és a regressziós számítás nyújtott segítséget.** (Regressziós számításról lásd Hunyadi L. et. al. 2008. II. kötet 179-261.o, Kerékgyártó Gy. et. al. 2008. 309-364) A **regressziós számítás** különböző módszerei közül azért alkalmazom minden esetben a **FORWARD módszert**, mivel az egyesével lépteti be a magyarázó változókat a modellbe. Elsőként az a független változó lép be, amelyik a legerősebben korrelál az eredményváltozóval, illetve a regressziós függvénybe csak azokat a magyarázó változókat vonja be, melyek szignifikánsan hozzájárulnak a modell magyarázó erejének növeléséhez. Így a FORWARD módszer jól használható arra, hogy



tetszőlegesen magas számú magyarázó változók közül kiszűrje a releváns tényezőket. (Módszer bemutatását lásd Székelyi M.- Barna I. 2002. 235-238.old.)

A többváltozós statisztikai módszerek közül több alkalommal alkalmaztam a faktorelemzést és a **klaszterelemzést**. (Többváltozós statisztikai módszerekről lásd Füstös L. et. al. 2004.) Ezen elemzések célja a minta látens struktúrájának megismerése volt. Azokban az esetekben, amikor a csoportképzés kiemelt jelentőséggel bírt (tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség – 6.3.2 alfejezet, illetve a jövedelmezőség szerinti csoportosítás – 6.4.2. alfejezet) nem a klaszterelemzés eredményeképpen létrejött klasztereket alkalmaztam, hanem ezen eredményekre alapozva mechanikus besorolást készítettem. Több ok miatt választottam ezt a megoldást. A kiugró tételek értelmezés alapján történő besorolása sokkal megbízhatóbb eredményt adott, mint a távolság fogalmon alapuló matematikai besorolás. A kialakított csoportok tartalma az előzetes meghatározás alapján egyértelmű lett; illetve nem feledkezhetünk meg arról az előnyről, hogy a kialakításra került csoportosítás reprodukálható, összehasonlítható alapot biztosít a későbbi elemzésekhez.

## **5.4. Hipotézisek ellenőrzése**

### **5.4.1. H1 hipotézis -Teljesítménymérés és a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség**

Az első hipotézisem célja, hogy feltárjam a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok teljesítménymérési rendszerének jellemzőit, összehasonlításban a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatokéval. Ezt több lépésben, több alhipotézisen keresztül valósítottam meg.

#### 5.4.1.1. Teljesítménymérési eszközök alkalmazása

(H1a, H1b, H1c, H1d alhipotézisek ellenőrzése)

**H1a:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok szignifikánsan magasabb arányban alkalmazzák a **gazdasági hozzáadott érték (EVA) mutató elemzését, a költségérzékenységi vizsgálatokat, a vállalati tőkeköltség elemzését beruházási döntéseknél.**

Az elvégzett statisztikai számítások azt mutatták, hogy **a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok magas arányban (77%) alkalmazták a költségérzékenységi vizsgálatokat, és a vállalati tőkeköltség elemzését.** Ez az arány lényegesen meghaladja a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok 35% körüli alkalmazási arányát. (lásd 13. sz. melléklet) A különbséget a független mintás t próba egyértelműen megerősítette (lásd 6. sz. CD melléklet).

**A gazdasági hozzáadott érték (EVA) mutató elemzése kevésbé elterjedt a magyarországi vállalatok körében mint a nemzetközi gyakorlatban<sup>100</sup>, de itt is kimutatható a szignifikánsan magasabb alkalmazás** (az értékvezérelt vállalatok esetében 35% szemben a 21%-kal.)

A várakozásokkal egyező eredmények ellenére is **szükséges további vizsgálatokat végezni, mivel az értékvezérelt vállalatok besorolásánál figyelembe vett mérési tényező (P1mér<sup>101</sup>) nagyon erős korrelációt mutatott a költségérzékenységi vizsgálattal (70%) és a tőkeköltségszámítással (63%). Lazarsfeld paradigmat alkalmazva** az értékvezérelt és nem értékvezérelt vállalatokat tovább bontottam „mérő” és „nem mérő” vállalatokra (P1mér alapján<sup>102</sup>) és újból megvizsgáltam a kiemelt teljesítménymérési módszerek alkalmazását. A „nem mérő” vállalatok esetében a hipotézis vizsgálat egyértelműen alátámasztotta, hogy az értékvezérelt vállalatok nagyobb arányban alkalmazzák mindhárom vizsgált teljesítménymérési eszközt. A „mérő” vállalatok a tőkeköltségszámítást nagyon magas arányban alkalmazták (81%), szignifikáns különbség nem mutatható ki. A költségérzékenységi vizsgálat alkalmazása 85% felett volt a „mérő” vállalatcsoporton belül, ugyanakkor a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok kis mértékben (2%), de szignifikánsan magasabb arányban alkalmazták. Az EVA mutató alkalmazása a „mérő” vállalatcsoporton belül sem érte el az 50%-ot, és az „értékvezérelt” vállalatok az alkalmazásuk gyakoriságát tekintve nem várt módon 9% ponttal alacsonyabb arányban alkalmazták, mint a „nem értékvezérelt” vállalatok. (lásd 7. sz. ábra, és 14. sz. melléklet). Mivel a Lazarsfeld-modell nem erősítette meg minden alcsoportban a

---

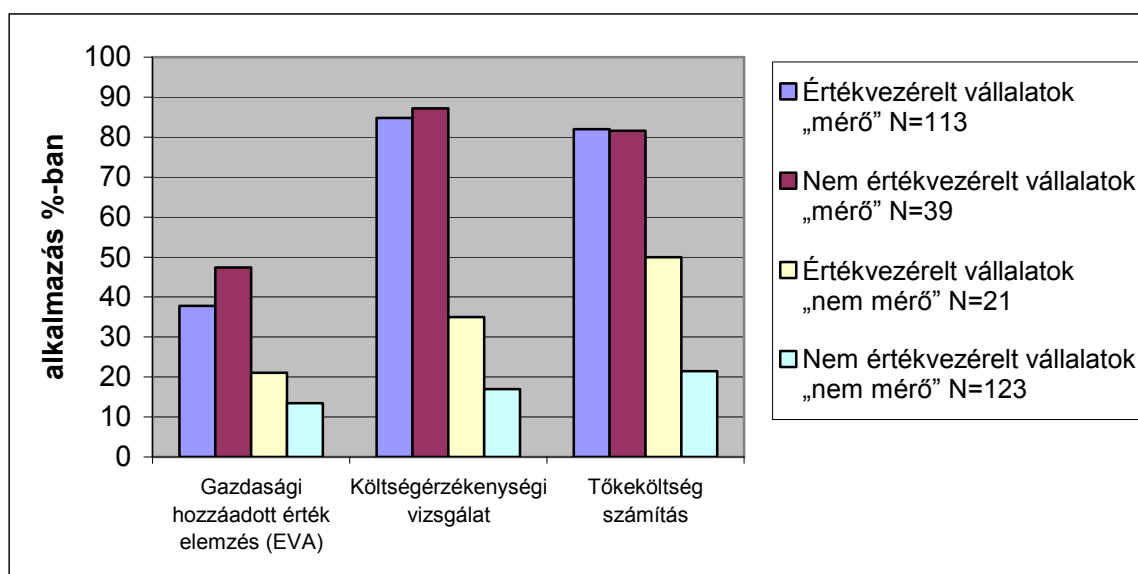
<sup>100</sup> A KPMG 2003-as felmérése azt mutatta, hogy az értékközpontú vállalatvezetés mellett elkötelezett vállalatok 54%-a alkalmazza az EVA (gazdasági hozzáadott érték) mutatót, Ryan - Trahan 1999. felmérésében a válaszadók 41%-a alkalmazta az EVA mutatót.

<sup>101</sup> A P1mér változó értékét 5 kiemelt teljesítménymérési eszköz használatából származtattam: fix-változó költségek elkülönítése, fedezetipont-számítás, költségérzékenységi vizsgálatok, vállalati tőkeköltség elemzése beruházási döntéseknél, pénzügyi mutatószámok elemzése.

<sup>102</sup> „mérő” vállalatok: P1mér $\geq$ 4, „nem mérő” vállalatok: P1mér < 4. P1mér lehetséges értékei: 0-5, tartalma: a kiemelt 5 teljesítménymérési eszköz közül hányat használ a vállalat.

vizsgált hipotézist, ezért az összefüggések értelmezéséhez a standartizálás módszerét hívtam segítségül (részletes elemzést lásd 15. sz. melléklet). A standartizálás azt mutatta, hogy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok magasabb alkalmazása mögött egyrészt az áll, hogy az egyes alcsoportokban átlagosan magasabb alkalmazási arányt lehetett kimutatni (EVA mutatónál az eltérő irányú eltérések kiegyenlítették egymást), másrészt annak köszönhető, hogy a magasabb alkalmazási aránnyal jellemezhető „mérő vállalatok” aránya magasabb az értékvezérelt vállalatoknál.

**7. ábra. EVA, költségérzékenységi vizsgálat, tőkeköltség számítás alkalmazásának gyakorisága, a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség, ill. „mérő” és „nem mérő” vállalati csoport szerinti bontásban**



**A Lazarsfeld modellt elvégeztem vállalati méret szerinti bontásban is** (lásd 16. sz. melléklet és 9. sz. CD melléklet), amely megerősítette a korábbi megállapításokat, feltételezéseket. A költségérzékenységi vizsgálatokat és a tőkeköltségszámítást magas arányban (68% felett), és szignifikánsan magasabb arányban alkalmazták az értékvezérelt vállalatok mindhárom vállalatcsoportban (kis- közép- és nagyvállalati körben). Az EVA mutató alkalmazásával kapcsolatban kérdéses a válaszok megbízhatósága. Ezt arra alapoztam, hogy a nem értékvezérelt vállalatok esetében a legmagasabb alkalmazási gyakoriságot (23,6%) a kisvállalatok esetében lehetett kimutatni (nagyvállalatoknál csak 16,6%). Feltételezésem szerint néhány válaszadó az EVA (gazdasági hozzáadott értékmutatót) összetévesztette az ugyancsak EVA

rövidítésű egyszerűsített vállalkozói adóval. Az értékvezérelt vállalatok esetében az EVA mutató alkalmazási gyakorisága a vártnak megfelelően alakult, legmagasabb arányban a nagyvállalatok alkalmazták (40,3%), amely megközelíti a nemzetközi kutatásokban kimutatott alkalmazási arányt.

**Összességében elfogadható az az állítás a vállalati mintára, hogy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok magasabb arányban alkalmazták a költségérzékenységi vizsgálatokat és a tőkeköltségszámítást beruházási döntésekhez.** Az EVA mutató alkalmazásával kapcsolatos eredményeket fenntartásokkal kell kezelni az adatok megbízhatósága miatt Elsősorban a nem értékvezérelt kisvállalatok válaszait tekintem kérdésesnek. A teljes vállalati mintára, a közép és nagyvállalatok esetében kimutatható a szignifikánsan magasabb alkalmazás.  
**H1a alhipotézis a vállalati mintára összességében elfogadható.**

**H1b:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett összes magyarországi vállalat alkalmazza a **pénzügyi mutatószámok elemzését, a CF kimutatást, a fix/változó költségek elkülönítését és a fedezetipont-számítást.**

Az elvégzett hipotézisvizsgálatok alapján el kell vetni a 100%-os alkalmazást megfogalmazó hipotézist. (Lásd 11. tábla és 10. sz. CD melléklet)

**11. tábla. CF kimutatás, fix-változó költség, fedezeti pont számítás, pénzügyi mutatószámok alkalmazásának gyakorisága, a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban**

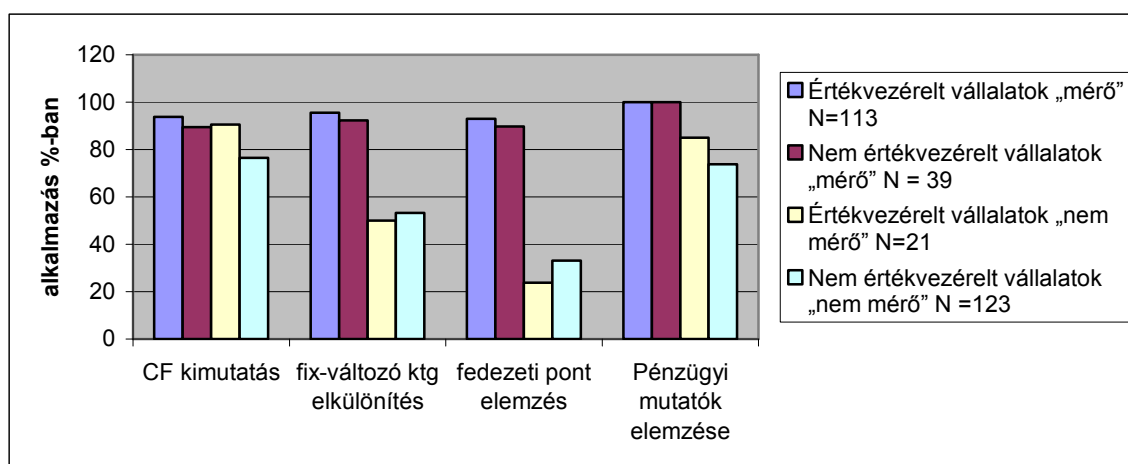
Elemzési eszközök	Módszert alkalmazók %-ban		
	Értékvezérelt vállalatok	Nem értékvezérelt vállalatok	Vállalati minta
CF kimutatás	<b>93,28</b>	79,5	85,76
Fix-változó ktg elkülönítése	<b>88,72</b>	62,74	74,49
Fedezeti pont elemzés	<b>82,09</b>	46,88	62,93
Pénzügyi mutatószámok elemzése	<b>97,74</b>	80,14	88,1

A vizsgálatok eredményei alapján szükségessé vált a H1b hipotézis módosítása, átfogalmazása: **a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok nagyobb arányban alkalmazzák a vizsgált teljesítménymérési módszereket.** Ezt az állítást a

végrehajtott független mintás t próba egyértelműen alátámasztotta (Lásd 11. sz. CD melléklet.)

Mivel nagyon erős volt a korreláció a besorolásnál figyelembe vett P1mér változó és a vizsgált teljesítménymérési eszközök között, ezért a Lazarsfeld-modell alkalmazása során újból a P1mér változó alapján képeztem alcsoportokat. A **Lazarsfeld-modell** a cash-flow kimutatás magasabb alkalmazását mindkét vállalatcsoportban alátámasztotta. Egyedül a fedezeti pont számításnál a „nem mérő” vállalatcsoporton belül lehetett szignifikánsan alacsonyabb alkalmazást kimutatni, a fix-változó költségek esetében a „nem mérő” vállalatcsoporton belül nem volt szignifikáns a különbség. (lásd 8. ábra és 12. sz. CD melléklet)

**8. ábra. CF kimutatás, fix-változó költség, fedezeti pont számítás, pénzügyi mutatószámok alkalmazásának gyakorisága, a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség, ill. „mérő” és „nem mérő” vállalati csoport szerinti bontásban**

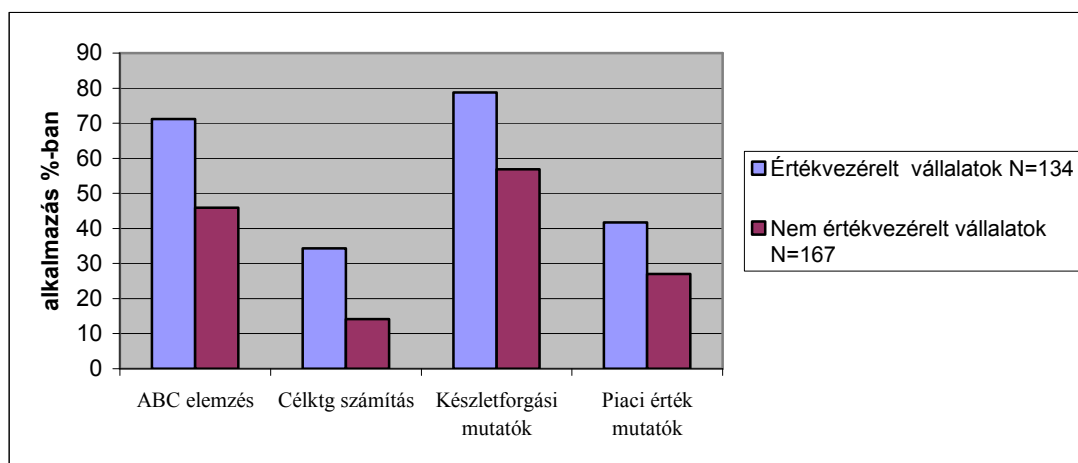


A **standartizálás különbségfelbontási módszere** arra mutatott rá, hogy a cash-flow számítás, a fix-változó költség elkülönítése, a fedezeti pont és a pénzügyi mutatószámok elemzésének gyakoriságában kimutatott eltérést legnagyobb mértékben az összetételhatás okozza, tehát az, hogy az értékvezérelt vállalatcsoporton belül nagyobb arányban szerepelnek a „mérő” vállalatok, melyek 80% feletti arányban alkalmazzák a vizsgált elemzési eszközöket. Az összetétel hatás dominanciája mellett, a részhatás különbség is a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok magasabb arányú elemzési eszköz alkalmazását támasztja alá. (lásd 17. sz. melléklet). A Lazarsfeld modellt elvégeztem vállalati méret szerinti bontásban is, minden egyes alcsoportban ki lehetett mutatni a szignifikánsan magasabb alkalmazást (lásd 18. sz. melléklet 13. sz. CD melléklet)

Az eredeti H1b alhipotézist, miszerint a pénzügyi mutatószámok elemzését, a CF kimutatást, a fix/változó költségek elkülönítését és a fedezetipont-számítást a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett összes magyarországi vállalat alkalmazza, el kellett vetni (az alkalmazási arányuk nagyon magas, 88% feletti volt). A módosított alhipotézisemet - a kiemelt elemzési eszközöket a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok magasabb arányban alkalmazzák - a független mintás t próba, a Lazarsfeld-modell a vizsgált vállalati mintára megerősítette. A mintából levont következtetéseket ugyanakkor óvatosan kell kezelni az adatok megbízhatósága miatt. Kérdésként merül fel, hogy a fix-változó költségek megbontásának magas aránya tényleges elkülönítést, normákhoz való igazodást, esetleg nem megfelelő értelmezést jelent.<sup>103</sup>

**H1c:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok (meghatározott feltételek mellett) szignifikánsan magasabb arányban alkalmazzák a vállalat piaci értékére vonatkozó mutatók elemzését, a tevékenység alapú költség-számítást, a célköltség-számítást, a készletforgási mutatók elemzését.

**9. ábra.** ABC elemzés, célköltség számítás, készletforgási mutatók, piaci érték mutatók alkalmazásának gyakorisága, a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban

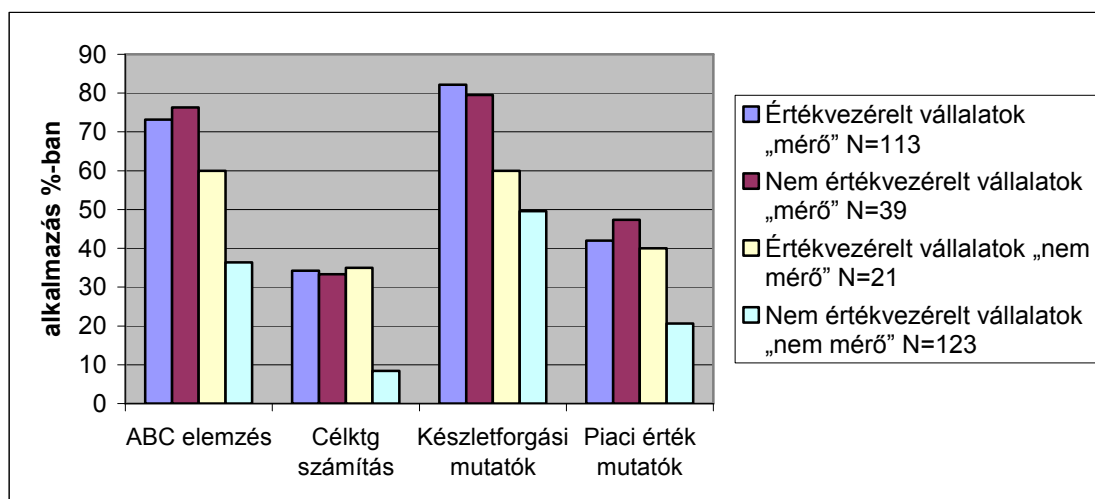


<sup>103</sup> Az 1996-os versenyképességi kutatás Menedzsment és versenyképesség alprojekt zárótanulmányában azt a következtetést vonták le, hogy „a magyarországi vállalatok jó része kalkulációs rendszerében a költségeket nem választja szét aszerint, hogy azok változó, vagy fix költségek” (Angyal Á. 1997. 32.o), ugyanakkor az 1996-os adatbázison elvégzett számítás 72,6%-os alkalmazást mutatott. A 2004-es adatbázis nem tette lehetővé a fix-változó költségek megbontásának ellenőrzését, viszont a későbbi kutatások során érdemes erre figyelmet fordítani.

**Feltételek nélkül vizsgálva a kiemelt elemzési eszközök alkalmazási gyakoriságát, a független mintás t próba megerősítette a H1c hipotézist.** (lásd 9. ábra és 14. sz. CD melléklet). **Regressziószámítás** segítségével próbáltam azonosítani, hogy melyek azok a tényezők melyek leginkább befolyásolják a vizsgált teljesítménymérési eszközök alkalmazási gyakoriságát. Mind a négy teljesítménymérési eszköz esetében a legmeghatározóbb változónak a P1mér változó bizonyult (részletes elemzéseket lásd 20-24. sz. melléklet), így a Lazarsfeld-modell alkalmazása során továbbra is a P1mér változót használtam csoportképző ismérvként.

A „nem mérő” vállalatcsoporton belül az elvégzett független mintás t próba megerősítette, hogy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok nagyobb mértékben alkalmazták a vizsgált teljesítménymérési eszközöket. A „mérő” vállalatcsoporton belül a célköltségszámítás esetében nem támasztotta alá a t próba a különbséget. A készletforgási mutatókat nagyobb mértékben alkalmazták, viszont a tevékenység alapú költségszámítást (ABC), és a piaci érték mutatók elemzését kisebb mértékben. (lásd 10. ábra és 15. sz. CD melléklet) A piaci érték mutatók elemzése a tőzsdei társaságok esetében releváns. Mivel 7 tőzsdei cég szerepelt a mintában, ezért nem lehet meghízható következtetést levonni a sokaságra, de mindenesetre jelzésértékű, hogy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett tőzsdei vállalatok 60%-a elemzi a vállalat piaci értékét, a nem elkötelezett vállalatok viszont nem alkalmazták ezt az elemzési eszközt.

**10. ábra. ABC elemzés, célköltség számítás, készletforgási mutatók, piaci érték mutatók alkalmazásának gyakorisága, a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség, ill. „mérő” és „nem mérő” vállalati csoport szerinti bontásban**



**Az elvégzett statisztikai elemzések a vállalati mintára vonatkoztatva nem cáfolták meg a H1c alhipotézist** egy alcsoport kivételével. A „mérő” vállalatcsoporton belül a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok kis mértékben, de nagyobb arányban alkalmazták (76%-os alkalmazás szemben a 73%-os alkalmazással) a tevékenység alapú költségszámítást, ugyanakkor az adatok megbízhatóságát vizsgálni kell a jövőben.

**H1d:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok esetében nagyobb konzisztencia mutatható ki a teljesítménymérési módszerek alkalmazása és a kinyilvánított **hasznossága** között.

A teljesítménymérési eszközök kinyilvánított hasznosságával kapcsolatban az állapítható meg, hogy a vállalatok általában az általuk használt eszközt hasznosnak ítélték (négy feletti átlag 5 fokozatú Likert-skálán), illetve azok a vállalatok melyek nem alkalmazták az adott teljesítménymérési eszközt, általában nem tekintették azt hasznosnak. (lásd 12. tábla). A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok a leghasznosabb módszerek a fix-változó költségek elkülönítését tekintették, a módszert használók rangsora alapján következett: a fedezetipont számítás, a tőkeköltség számítás, tevékenység alapú költségszámítás, és a pénzügyi mutatószámok elemzése. **A tőkeköltség számítás, költségérzékenységi vizsgálatok, és a pénzügyi mutatószámok elemzése azok a módszerek, melyeket még a nem használó értékvezérelt vállalatok is közepesenél jobbra értékelték.**

A nem értékvezérelt vállalatok is a két leghasznosabb módszernek a pénzügyi mutatószámok elemzését és a fix-változó költségek elkülönítését tekintették, viszont a fedezetszámítás csak az 5., a tőkeköltség számítás csak a 8. helyen végzett. A módszert használók a legmagasabb hasznosságot a tevékenység alapú költségszámításnak tulajdonították (teljesítménymérési eszközök hasznossági rangsorát lásd 25. sz. melléklet).



**12. tábla. Teljesítménymérési eszközök kinyilvánított hasznossága (5 fokozatú Likert-skálán: 1-egyáltalán nem hasznos, 5-elengedhetetlenül hasznos), módszert használók - nem használók, és a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban**

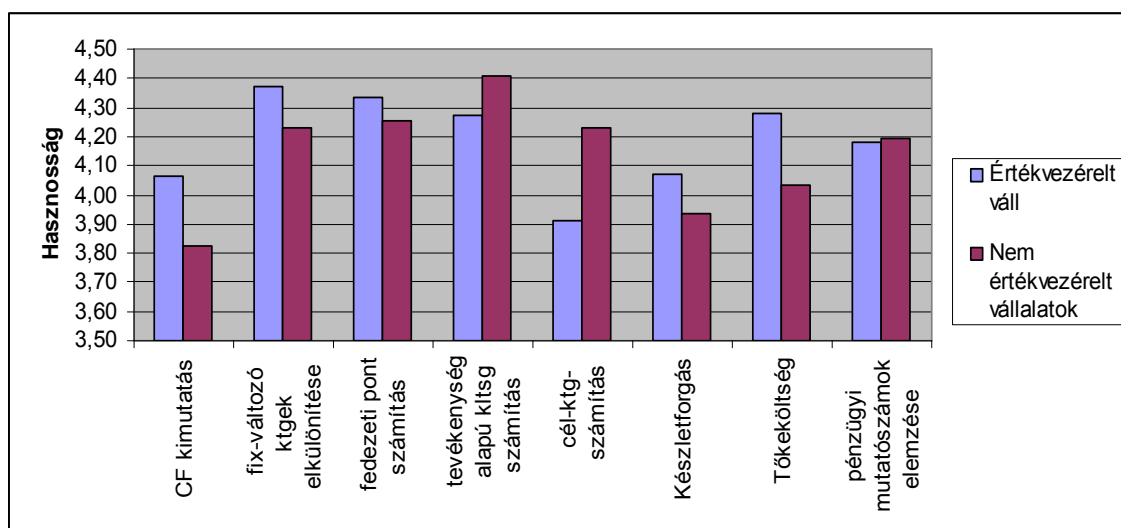
Teljesítménymérési eszközök	Módszerek hasznossága (számtani átlag)					
	Értékvezérelt vállalatok			Nem értékvezérelt vállalatok		
	Módszert Használók	Módszert nem használók	Összesen	Módszert Használók	Módszert nem használók	Összesen
CF kimutatás	4,06	2,63	3,98	3,83	2,40	<b>(4.) 3,63</b>
<b>Fix-változó ktgek elkülönítése</b>	<b>(1.) 4,37</b>	2,75	<b>(1.) 4,27</b>	<b>(3.) 4,23</b>	<b>(1.) 2,86</b>	<b>(2.) 3,87</b>
<b>Fedezeti pont számítás</b>	<b>(2.) 4,34</b>	2,73	<b>(3.) 4,14</b>	<b>(2.) 4,25</b>	2,55	3,60
Ktgérzékenységi vizsgálat	4,11	<b>(2.) 3,21</b>	3,95	4,06	<b>(2.) 2,73</b>	3,39
Tevékenység alapú ktg számítás	<b>4,27</b>	2,58	3,92	<b>(1.) 4,41</b>	<b>(3.) 2,68</b>	<b>(3.) 3,78</b>
Cél-ktg-számítás	3,91	2,52	3,22	4,23	2,35	2,82
Készletforgás	4,07	2,36	3,86	3,93	2,19	3,48
<b>Tőkeköltség</b>	<b>(3.) 4,28</b>	<b>(3.) 3,19</b>	<b>(4.) 4,13</b>	4,04	2,67	3,38
<b>Pénzügyi mutatószámok elemzése</b>	4,18	<b>(1.) 3,33</b>	<b>(2.) 4,16</b>	4,19	2,00	<b>(1.) 3,97</b>
Gazdasági hozzáadott érték elemzése (EVA)	4,09	2,80	3,45	4,09	2,35	2,91
Piaci értékére vonatkozó mutatók elemzése	3,98	2,76	3,45	<b>3,93</b>	2,37	2,97

A teljesítménymérési eszközök használata és a kinyilvánított hasznosság közötti korrelációs kapcsolatot vizsgálva, nem lehet azt állítani, hogy szorosabb kapcsolat állna fenn az alkalmazás gyakorisága és a módszer hasznossága között a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok körében (Részletes korrelációs számítást mutatja a 26. sz. melléklet).

Az elvégzett vizsgálatok, viszont egy másik fontos tényezőre hívták fel a figyelmet. A vizsgált teljesítménymérési eszközöket a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok mind hasznosabbnak ítélték, a legnagyobb különbség a tőkeköltségszámítás megítélésében volt. Összehasonlítottam a módszert használó vállalatok észlelt hasznosságát. Az EVA mutató elemzése esetében nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni. A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok hasznosabbnak ítélték a CF kimutatást, a fix-változó költségek elkülönítését, a fedezeti pont számítást, a költségérzékenységi vizsgálatokat, a készletforgás elemzését, a tőkeköltségszámítást és a piaci értékre vonatkozó mutatók elemzését; kevésbé hasznosnak ítélték ugyanakkor a

tevékenység alapú költségszámítást, a célköltségszámítást és a pénzügyi mutatók elemzését. (lásd 11. sz. ábra, 16. sz. CD melléklet).

**11. ábra. Teljesítménymérési eszközök hasznossága, tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban 5 fokozatú Likert-skálán – csak a módszert használó vállalatok értékelése alapján**



A H1d alhipotézist az eredeti megfogalmazásában el kellett vetni. A vizsgálatok arra mutattak rá, hogy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok hasznosabbnak tartják a vizsgált teljesítménymérési eszközöket. **Az alhipotézisemet módosítottam: a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok hasznosabbnak tekintik a CF kimutatást és a tőkeköltség számítást, mint a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok.** (Több teljesítménymérési eszköz esetében ki lehetett mutatni a magasabb észlelt hasznosságot, ugyanakkor ez az a két módszer, amely leginkább kötődik a tulajdonosi értékteremtés szemléletmódjához. Az EVA mutatót a leghasznosabbnak a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett nagyvállalatok tekintették, a nagy és középvállalati körben ki lehetett mutatni a szignifikánsan jobb értékelést.) **A módosított alhipotézist az elvégzett vizsgálatok alátámasztották.**

#### 5.4.1.2. Információs rendszer fejlettsége - értékteremtő tényezők mérése

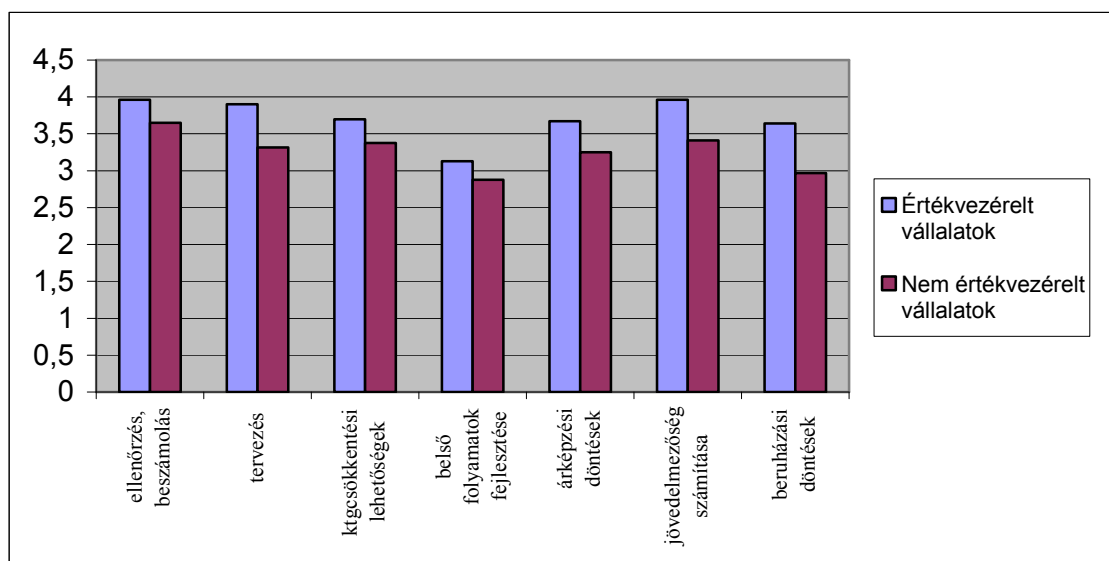
(H1e, H1f alhipotézis ellenőrzése)

**H1e:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok **információs rendszerei szignifikánsan magasabb arányban támogatják az üzleti döntéseket**, a tervezést, a tervtől való eltérések elemzését, az ellenőrzést, a beszámoltatást, a vállalat egésze teljesítményének értékelését, a belső vállalati folyamatok fejlesztését, a költségcsökkentési lehetőségek feltárását, a beruházási döntéseket, az árképzési döntéseket, a termékek/termékcsoportok jövedelmezőségének számítását.

Mind a négy versenyképességi kutatás kérdőív (vezér, pénzügy, kereskedelem, termelés) rákérdez az információs rendszer támogatottságára. Első lépésben azt vizsgáltam meg, hogy az ugyanarra a kérdésre adott válaszok mennyire korrelálnak egymással. A legerősebb korreláció (50-60%) az ugyanazon kérdőívben, de különböző helyeken feltett ugyanazon kérdésekre, feltételezhetően egy személy által adott válaszok között volt. A **leggyengébb korreláció (6-20%) a különböző funkcionális területek képviselőinek véleménye között volt** (lásd 27. sz. melléklet). **Általában a törzskari és pénzügyi kérdőívet kitöltő személyek jobbra értékelték az információs rendszer támogatottságát, mint a kereskedelmi és termelési kérdőívet kitöltő személyek.** Ez arra is utalhat, hogy a vállalatok nem rendelkeznek integrált információs rendszerrel, a számviteli információs rendszer a domináns.

**Minden kapcsolódó kérdés esetében az értékvezérelt vállalatok jobbnak értékelték az információs rendszerüket, mint a nem értékvezérelt vállalatok** (A különbséget a független mintás t próba is megerősítette, lásd 17. sz. CD melléklet.) A legmarkánsabb különbség a pénzügyi vezetők véleményében tapasztalható. A pénzügyi vezetők szubjektív értékítélete alapján a **legnagyobb különbség a beruházási döntések, ezt követően a tervezés és a jövedelmezőség számítás támogatásában lehetett kimutatni.** (lásd 12. sz. ábra)

**12. ábra. Információs rendszer támogatottsága tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban 5 fokozatú Likert-skálán (3-elégséges; 4-segíti a tevékenységet; 5-igen hatékony) N=301**



A további elemzésekhez szerettem volna egyetlen értékkel jellemezni a vállalatok információs rendszerének fejlettségét. Ennek érdekében **klaszterelemzést** végeztem. Három klasztert azonosítottam: gyenge, közepes, illetve jó információs rendszerrel rendelkező vállalatokat. (Klaszterelemzést mutatja be a 28. sz. melléklet) Az értékvezérelt vállalatok majdnem fele a jó információs rendszerrel rendelkezők klaszterébe tartozott. (lásd 13. tábla)

**13. tábla. A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett és nem elkötelezett vállalatok megoszlása az információs rendszerük fejlettsége alapján**

Információs rendszer fejlettsége klaszter	Értékvezérelt vállalatok		Nem értékvezérelt vállalatok	
	db	%	db	%
Gyenge információs rendszer	18	13,8%	35	23,5%
Közepes információs rendszer	50	38,5%	70	<b>47,0%</b>
Jó információs rendszer	62	<b>47,7%</b>	44	29,5%

Az információs rendszer fejlettségének függvényében vizsgálva az értékvezérelt vállalatok teljesítménymérési rendszerét, az látható, hogy még a **legfejlettebb információs rendszerrel rendelkező vállalatoknál is a legkisebb támogatottságot** (5 fokozatú Likert skálán) a **költségcsökkentési lehetőségek feltárása (3,89)** és a **belső**

**folyamatok fejlesztése kapta (3,66).** Az összes többi tevékenység támogatása jónak (4-es átlag felett) tekinthető, a **legnagyobb támogatottságot a jövedelmezőség számítás (4,58) és a tervezés (4,55) kapta** (lásd 29. sz. melléklet). Hasonló tendenciák figyelhetők meg a nem értékvezérelt vállalatok esetében is (részletes adatokat lásd 30. sz. melléklet).

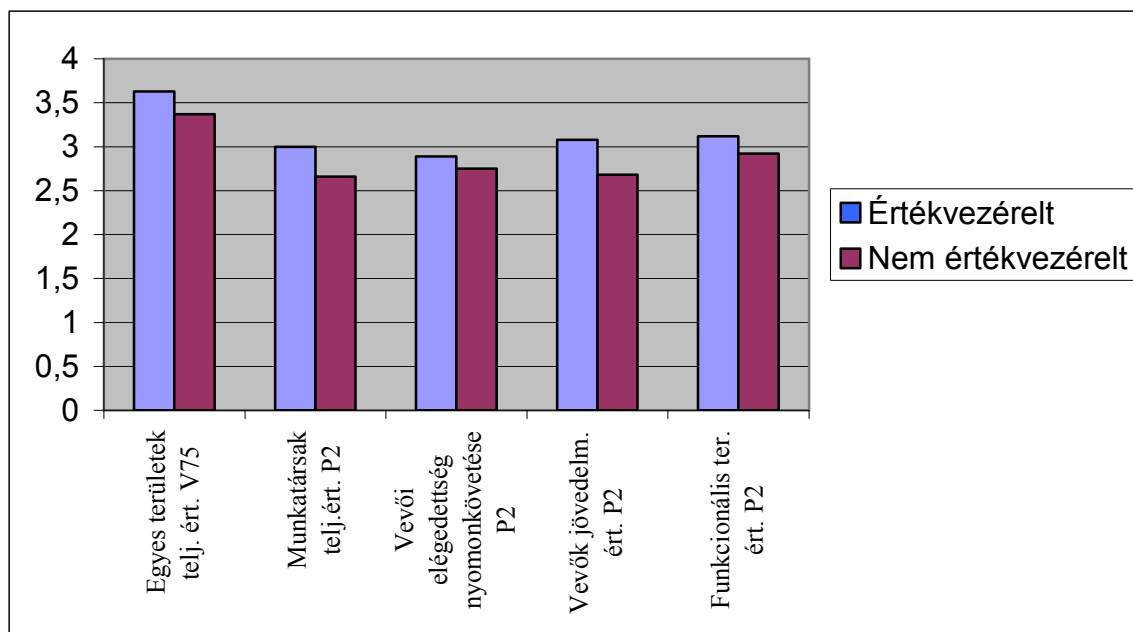
Megvizsgáltam, hogy van-e szignifikáns különbség a legfejlettebb információs rendszerrel rendelkező vállalatcsoporton belül az értékvezérelt és nem értékvezérelt vállalatok között. (lásd 18. sz. CD melléklet) A legtöbb esetben nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni. A legnagyobb eltérés a tervezés esetében volt (4,55; 4,16); az ellenőrzés-beszámoltatást, és a jövedelmezőség számítását kis mértékben de szignifikánsan jobban támogatta az információs rendszer az értékvezérelt vállalatok esetében. A nem értékvezérelt vállalatok információs rendszere egyedül a belső folyamatok fejlesztése tekintetében bizonyult kis mértékben jobbnak. (3,66; 3,8).

**Az elvégzett számítások a vállalati mintára nem cáfolták meg a H1e hipotézist, a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok jobb információs rendszerrel rendelkeznek, információs rendszerük jobban támogatja a tervezést, ellenőrzést, az üzleti döntéseket.**

**H1f:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok információs rendszerei szignifikánsan magasabb arányban támogatják a **nem pénzügyi értékteremtő tényezők mérését**, a pénzügyi értékteremtő tényezők mérése mellett.

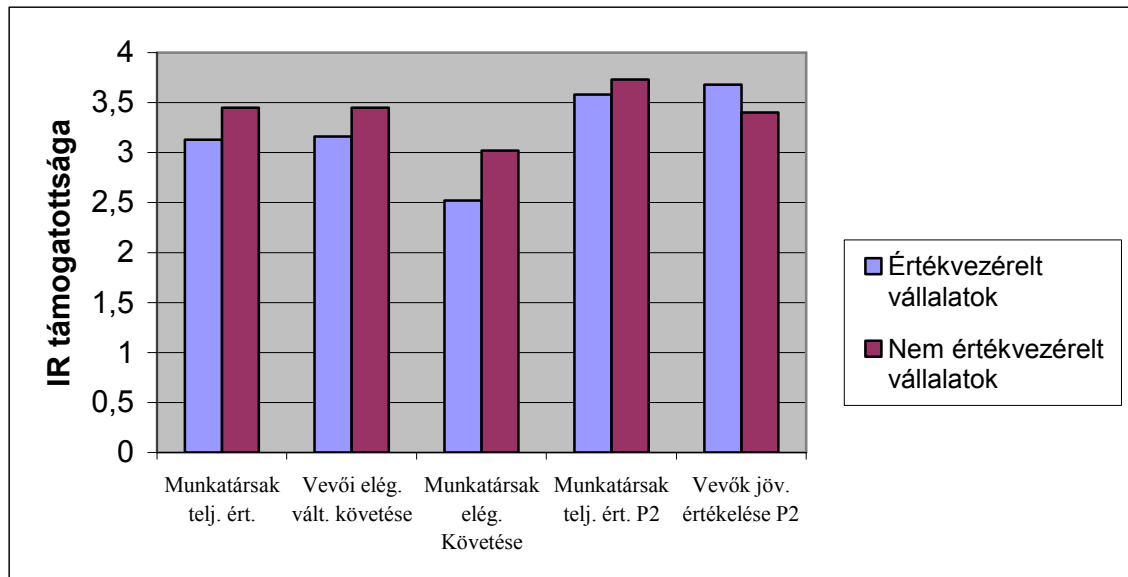
Az elvégzett független mintás t próba alátámasztotta, hogy **az értékvezérelt vállalatok információs rendszerei jobban támogatják az egyes területek teljesítményének mérését, illetve a pénzügyi vezető szerint a vevői elégedettség nyomon követését, a vevők jövedelmezőségét és a munkatársak teljesítményének értékelését.** Nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni a felső vezetés véleményében a munkatársak teljesítményének, a munkatársak elégedettségének, és a vevői elégedettség mérésének információs rendszer oldalról történő támogatottságában. (lásd 13. ábra és 19. sz. CD melléklet) Az értékvezérelt vállalatok információs rendszereit vizsgálva a legnagyobb mértékben az egyes területek teljesítményének értékelését támogatja (3,63) és a leggyengébben a munkatársak elégedettségének követését (2,36) a felsővezető véleménye alapján.

**13. ábra. Információs rendszer támogatottsága tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban 5 fokozatú Likert-skálán (3-elégséges; 4-segíti a tevékenységet; 5-igen hatékony) N=301**



Információs rendszer fejlettség szerinti bontásban vizsgálva a nem pénzügyi értékteremtő tényezők támogatottságát; az látható, hogy a legfejlettebb információs rendszerrel rendelkező értékvezérelt vállalatok közepesnél jobbnak értékelték az értékteremtő tényezők mérését, kivétel a munkatársak elégedettségének követését (2,52). Hasonló tendenciák érvényesültek a nem értékvezérelt vállalatoknál is (lásd 31. és 32. sz. melléklet). **A legfejlettebb információs rendszerrel rendelkező vállalatcsoportban nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni az egyes területek teljesítményének támogatása, és a pénzügyi vezető véleménye szerint a vevői elégedettség mérésének támogatottsága esetében, a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett és nem elkötelezett vállalatcsoport között. (lásd 20. CD melléklet) A munkatársak teljesítményét és elégedettségét, illetve a felsővezetőség szerint a vevői elégedettség nyomonkövetését a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok esetében támogatta szignifikánsan jobban az információs rendszer, viszont még az ő esetükben sem érte el a 4-es segítő szintet. (lásd 14. ábra) Az értékvezérelt vállalatok információs rendszere viszont a vevők jövedelmezőségének mérését jobban támogatta.**

14. ábra. Fejlett információs rendszerrel rendelkező vállalatok információs rendszerének támogató funkciója, tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban 5 fokozatú Likert-skálán (2- éppen használható, 3-elégséges; 4-segíti a tevékenységet; 5-igen hatékony) N=106



**Regresszióelemzés** segítségével vizsgáltam, hogy milyen tényezőkkel függ össze a munkatársi elégedettség mérésének információs rendszer általi támogatottsága. A regresszió elemzés a legerősebb kapcsolatot az információs rendszer általános fejlettsége (béta: 43%) és a vállalat méret (béta: -22,4%) esetén mutatta ki. A tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szignifikánsan negatívan befolyásolta a munkatársi elégedettség mérésével kapcsolatos elégedettségét (béta: -10,8%). (A regressziós függvény magyarázó ereje 22,4% volt, részletes számításokat lásd 21. CD melléklet). A legfejlettebb információs rendszerű vállalatcsoporton belül a regresszió elemzés alapján, a vállalati méretnek volt meghatározó negatív befolyásoló hatása (béta: -38,4%) a vállalati méret növekedésével egyre kevésbé érezték jónak az információs rendszer támogatását a munkatársak elégedettségének mérése esetén. A vállalati méret mellett a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettségi is szignifikáns negatív hatást gyakorolt (béta: -32,3%) a kinyilvánított elégedettségre. (Regressziós függvény magyarázó ereje 39%-os volt. Lásd 22. sz. CD melléklet)

A **h1f alhipotézist**, a nem pénzügyi értékteremtő tényezők információs rendszer által történő jobb támogatottságát **nem lehet elfogadni**. A nem pénzügyi értékteremtő tényezők esetében vagy nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni, vagy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatoknál kis mértékben, de jobban

támogatta az információs rendszer. Ugyanakkor a további vizsgálatok arra mutattak rá, hogy **a látszólagos pozitív eredmény háttérében az információs rendszer általános fejlettsége állt.**<sup>104</sup>

#### 5.4.1.3. Kontrolling jelentések tartalma

(H1g, H1h alhipotézis ellenőrzése)

**H1g:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok **kontrolling jelentéseiben nagyobb arányban jelennek meg az értékteremtő tényezők.**

A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok **93%-ában készültek kontrolling jelentések**, ez meghaladta a 82%-os minta átlagot. A kontrolling és a költséggazdálkodás vállalaton belül betöltött szerepére mind a négy kérdőívben rákérdeztek.<sup>105</sup> **Klaszterelemzés** segítségével a vállalatokat besoroltam annak alapján, hogy az összvállalati siker szempontjából milyen szerepet tulajdonítottak a kontrollingnak és a költséggazdálkodásnak. (Az összvállalati siker szempontjából általában a költséggazdálkodást fontosabbnak tekintették, mint a kontrollingot. Klaszterelemzést lásd 34. sz. melléklet.) Az értékvezérelt vállalatok 40%-a egyaránt fontosnak tekintette a kontrolling és költséggazdálkodás szerepét, illetve 36%-uk csak a költséggazdálkodás fontos szerepét emelte ki. A nem értékvezérelt vállalatoknál kis mértékben alacsonyabb arányokat (35,4%, 35,4%) lehetett kimutatni. (lásd 35. sz. melléklet)

Rátérve a H1g alhipotézis tesztelésére, az állapítható meg, hogy a **kontrolling jelentések legjellemzőbb elemeit:** a tervhez viszonyított teljesítményt, a pénzügyi mutatószámokat, a költségelemzéseket, az értékesítés mennyiségi információit kis mértékben (10%), de **nagyobb arányban alkalmazták az értékvezérelt vállalatok**

---

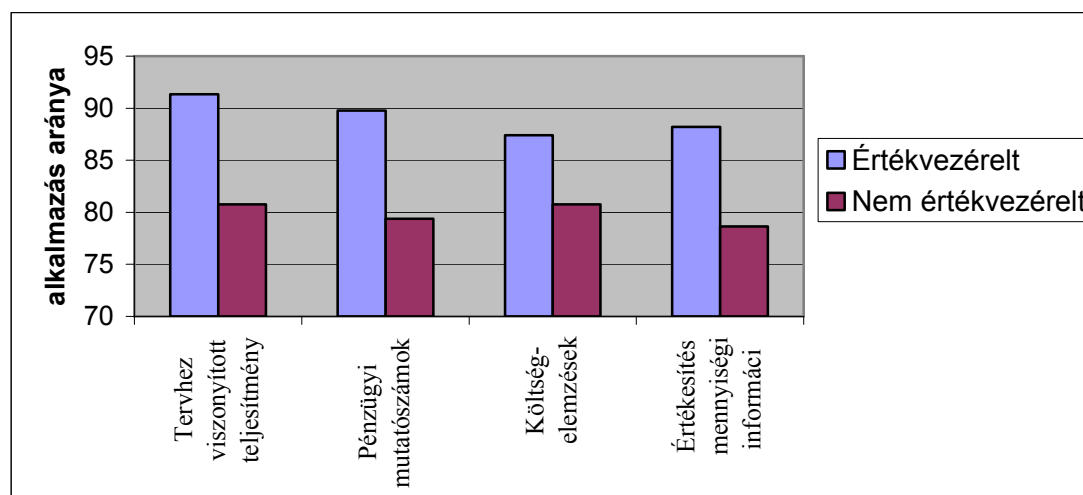
<sup>104</sup> Ha a legfejlettebb információs rendszerrel rendelkező vállalatokat hasonlítjuk össze, akkor az látható, hogy a munkatársak elégedettségének nyomon követése és a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség között negatív parciális korreláció (-18,3%, vállalati méret hatását szűrtem ki) állt fenn, a többi vizsgált tényező esetében nem lehetett szignifikáns kapcsolatot kimutatni.

<sup>105</sup> Ugyanazon kérdésre adott válaszok közötti korreláció általában 20% és 30% között mozgott, a legmagasabb érték 38% volt a kontrolling rendszer megítélése a vezér és a marketingvezető válasza alapján.



**(87% felett).** Ezt az eltérést a független mintás t próba megerősítette. (Lásd 15. sz. ábra, és 23. sz. CD melléklet).

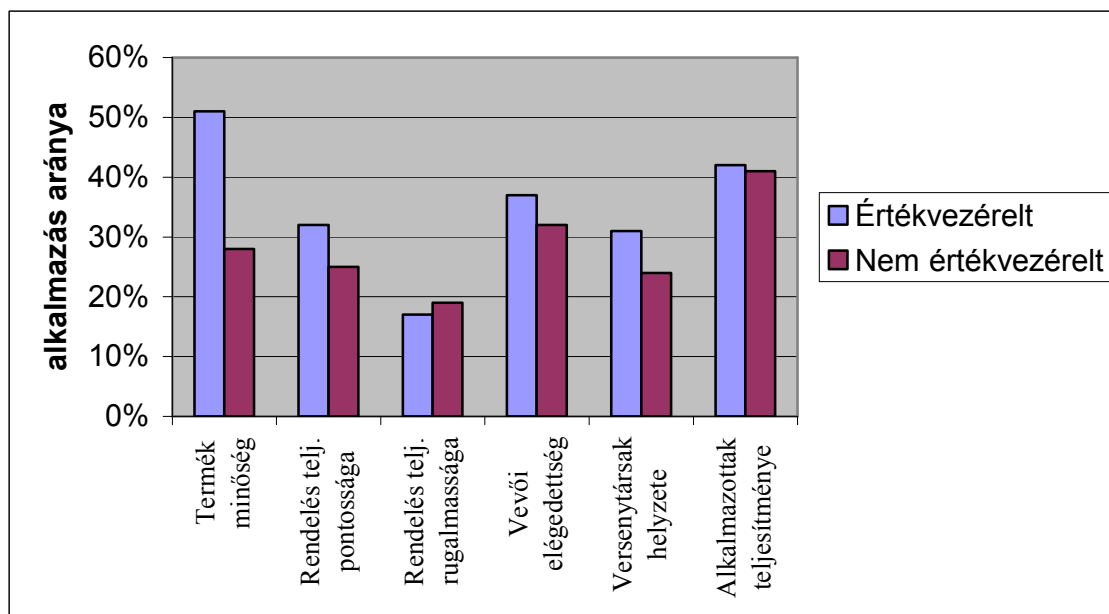
**15. sz. ábra. A kontrolling jelentések legjellemzőbb elemeinek alkalmazási gyakorisága tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban N=257**



**A termelékenység, erőforrás kihasználással, jövedelmezőséggel kapcsolatos mutatók is szignifikánsan magasabb (10-15 százalékponttal magasabb) arányban szerepeltek a kontrolling jelentésekben (lásd 36. sz. melléklet és 24. sz. CD melléklet).**

**A nem pénzügyi mutatókat vizsgálva;** a termékminőségre vonatkozó információk (22 százalékponttal nagyobb mértékben), a rendelésteljesítés (6 százalékponttal), vevői elégedettség (5,6 százalékponttal), a versenytársak helyzetére vonatkozó információk (6 százalékponttal), az alkalmazottak teljesítménye (1 százalékponttal) **magasabb arányban fordultak elő** az értékvezérelt vállalatok kontrolling jelentéseiben. Csak a rendelésteljesítés rugalmasságát tekintve mutatható ki szignifikánsan kisebb arány. (lásd 16. sz. ábra és 25. sz. CD melléklet). A kiszolgálási idő és a beszállítói teljesítmény esetében nem mutatható ki szignifikáns különbség.

**16. ábra. Nem pénzügyi mutatók alkalmazási gyakorisága a kontrolling jelentésekben, tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban N=257**



Elvégeztem ugyanezeket a számításokat külön azokra a vállalatokra is, melyek a kontrolling szerepét fontosnak tartották az összvállalati siker szempontjából. A pénzügyi mutatószámok, költségelemzések, értékesítés mennyiségi információi, a tervhez viszonyított teljesítmény alkalmazása 90% felett volt mindkét vállalatcsoport esetében. A termék jövedelmezőségét 83%-ban, a termék minőségére vonatkozó információkat 43%-ban, erőforrások kihasználtságát 56%-ban alkalmazták a kontrollingot fontosnak tartó értékvezérelt vállalatok, mely szignifikánsan magasabb alkalmazást jelentett. A vevőkkel kapcsolatos információk aránya 40% alatt volt, de itt is kimutatható volt a szignifikánsan magasabb alkalmazás. Volt néhány olyan mutató, melyek alkalmazásában az értékvezérelt vállalatok alulmaradnak: kiszolgálási idő, rendelésteljesítés pontossága, rugalmassága, de ezeknek az alkalmazási gyakoriságuk 25% alatt volt, illetve az értékesítés mennyiségi információjánál volt eltérés, de az alkalmazási arány itt nagyon magas (90%, 94%) volt.<sup>106</sup> (lásd 37. sz. melléklet és 26. sz. CD melléklet)

<sup>106</sup> Az elemzéseket elvégeztem arra a vállalatcsoportra is, ahol a törzskari kérdőívben a vezetői információs rendszert a versenytársakénál jobbnak (4-es, 5-ös értékelés 5 fokozatú Likert-skálán) tekintették. Ebben az alcsoportban vagy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok eredményei voltak kedvezőbbek, vagy nem lehetett szignifikáns kapcsolatot kimutatni.

A **legfontosabbnak tartott információk** a kontrolling jelentésekben az értékvezérelt vállalatok szerint: az értékesítésre vonatkozó információk (4,49)<sup>107</sup>, a költségelemzések (4,45), a termék jövedelmezőség (4,44), a tervhez viszonyított teljesítmény alakulása (4,36), a pénzügyi mutatószámok (4,31), termelékenység (3,98), termékminőség (3,88), vevői elégedettség (3,88) erőforrások kihasználása (3,86), alkalmazottak teljesítménye (3,68), versenytársak helyzete (3,58). Megvizsgálva azokat a vállalatokat, akik a kontrollingnak fontos szerepet tulajdonítottak a vállalat sikerében, lényeges értékelésbeli különbséget nem lehetett kimutatni. Néhány információt még fontosabbnak értékelnek, pl: az értékesítésre vonatkozó információkat, a tervhez viszonyított teljesítmény alakulását, a pénzügyi mutatószámokat, az erőforrások kihasználását, a versenytársak helyzetét. A tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok fontossági rangsora is hasonló tendenciát mutatott (lásd 38. sz. melléklet). Két esetben mutatkozott érdekes különbség. Egyrészt a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok a termék minőséget sokkal fontosabbnak ítélték a kontrolling jelentéseikben (3,88) mint a nem elkötelezett vállalatok (3,39). Másrészt a nem értékvezérelt vállalatok egyedül a pénzügyi mutatószámok szerepét értékelték szignifikánsan fontosabbnak (4,38 szemben a 4,31). **A nem értékvezérelt vállalatokra jellemzőbb a számviteli megközelítés**, ezt támasztja alá az is, hogy a vezetői információs rendszerüket átlag felettinek tartó vállalatcsoportban a nem értékvezérelt vállalatok a számviteli információk szerepét a kontrolling jelentésekben nagyon magasra (4,82), szignifikánsan magasabbra értékelték, mint az értékvezérelt vállalatok (4,48).

Az elvégzett statisztikai elemzések **alátámasztották a H1g** alhipotézist, a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok kontrolling jelentéseiben nagyobb arányban jelentek meg az értékteremtő tényezők. Legnagyobb arányban a pénzügyi értékteremtő tényezők szerepelnek a kontrolling jelentésekben (6-12 százalékponttal magasabb alkalmazás mutatható ki), fontos szerepük van a mennyiségi mutatóknak (4-5 százalékpontos különbség az alkalmazásban), illetve a nem pénzügyi értékteremtő tényezőknek. A nem pénzügyi értékteremtő tényezők esetében tapasztalható a legnagyobb szórás. Míg a termék minőséget mintegy 22 százalékponttal nagyobb arányban szerepeltették a kontrolling jelentésekben, az alkalmazottak

---

<sup>107</sup> 5 fokozatú Likert-skálán.

teljesítményének szerepeltetésében csupán 1%-os szignifikáns különbséget lehetett kimutatni.

**H1h:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok kontrolling jelentéseiben a pénzügyi kimutatások mellett nagyobb arányban támaszkodnak más információs forrásokra.

Legnagyobb arányban a pénzügyi kimutatásokból származtak az információk a kontrolling jelentésekben (96%), de fontos megemlíteni a nem pénzügyi adatok magas arányát (87%) is. A nagyon magas alkalmazás mellett, **a nem értékvezérelt vállalatok kismértékben (2,5%) de szignifikánsan magasabb arányban használtak pénzügyi kimutatásokból adatokat a kontrolling jelentésekben, míg az értékvezérelt vállalatok nagyobb mértékben támaszkodtak a pénzügyi kimutatásoktól eltérő információs forrásokra.** (Lásd 39. sz. melléklet és 27. sz. CD melléklet.) A legnagyobb különbségeket a vállalati információs rendszerből származó nem pénzügyi adatok (87%, 74%), a külső forrásokból származó tényadatok (48%, 35%), és a vevők véleményén alapuló információk (46%, 31%) alkalmazásában lehetett kimutatni.

Az információs források kinyilvánított hasznosságát vizsgálva, a legfontosabb információs forrásnak a pénzügyi kimutatásokat tekintették (4,6-os érték 5 fokozatú Likert-skálán), majd ezt követte a vállalati információs rendszerből származó nem pénzügyi adatokat fontossága (4,18). Szükséges kiemelni a vevők véleményén (3,8), és a munkatársak véleményén (3,45) alapuló információk fontosságát, melyben szignifikánsan magasabb alkalmazás mutatható ki (lásd 40. sz. melléklet). A vizsgálatot elvégeztem a vezetői információs rendszerüket átlag felettinek (4-es, 5-ös értékelés, 5 fokozatú Likert-skálán) tartó vállalatcsoportra is, amely alátámasztotta a **nem értékvezérelt vállalatok erősebb számviteli beállítottságát** (nagyobb mértékben támaszkodtak a számviteli adatokra, fontosabbnak tartották azokat). Az **értékvezérelt vállalatok viszont szignifikánsan fontosabbnak értékelték a külső forrásból származó elemzéseket és a vevők véleményén alapuló információkat a kontrolling jelentéseikben.**

Az elvégzett elemzések a vállalati mintára **megerősítették a H1h alhipotézis**, miszerint a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok kontrolling jelentéseiben a pénzügyi kimutatások mellett nagyobb arányban támaszkodnak más információs forrásokra.

#### 5.4.1.4. H1 hipotézis eredményeinek összefoglalása

Az értékközpontú vezetés fontos eleme a teljesítménymérés. A tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség feltételezi, hogy a vállalatnál mérik a tulajdonosi érték alakulását és a kulcsfontosságú értékteremtő tényezőket.

Az elvégzett statisztikai elemzések a vizsgált mintára alátámasztották, hogy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok magasabb arányban alkalmazták a vizsgált teljesítménymérési eszközöket (H1a, H1b, H1c alhipotézisek). Az EVA mutató alkalmazása további vizsgálatot igényel. A teljesítménymérési eszközöket nem csak magasabb arányban alkalmazták, hanem ezzel összefüggésben fontosabbnak is tekintették őket, különösen a cash-flow kimutatás és a tőkeköltség alkalmazásának kinyilvánított hasznosságát kell megemlíteni (H1d alhipotézis). A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok jobb információs rendszerrel rendelkeztek, és ezzel összefüggésben információs rendszerük jobban támogatta az értékteremtő tényezők mérését (H1e, H1f alhipotézis). A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok 93%-ánál készültek rendszeres kontrolling jelentések, melyben nagyobb arányban jelentek meg az értékteremtő tényezők, továbbá nagyobb mértékben támaszkodtak a pénzügyi kimutatásoktól eltérő információs forrásokra (H1g, H1h alhipotézis). (H1 hipotézis alhipotéziseinek összefoglalását lásd 14. tábla)

**14. tábla A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok teljesítménymérési rendszerének jellemzői, H1 hipotézis tesztelésének eredményeinek összefoglalása**

Hipotézisek		Vállalati mintára	Megjegyzés	Sokaságra a módosított hipotézis
H1a	EVA, költségérzékenységi vizsgálatok, vállalati tőkeköltség magasabb alkalmazása.	Elfogadva	EVA alkalmazására ható tényezőket, válaszadási megbízhatóságot vizsgálni kell.	Nem cáfolható, valószínűsíthető.
H1b	Pénzügyi mutatószámok, CF kimutatás, fix/változó költségek elkülönítése, fedezeti pont-számítás 100%-os alkalmazása.	Módosítva	A módosított alhipotézis; a vizsgált teljesítménymérési eszközök magasabb alkalmazása elfogadva.	Nem cáfolható, valószínűsíthető.
H1c	Piaci értékére vonatkozó mutatók, tevékenység alapú költség számítás, célköltség számítás, készletforgási mutatók magasabb alkalmazása.	Elfogadva		Nem cáfolható, valószínűsíthető.
H1d	Teljesítménymérési módszerek alkalmazása és a kinyilvánított hasznossága közötti magasabb konzisztencia.	Módosítva	A módosított alhipotézis: a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok hasznosabbnak tekintik a CF kimutatás elemzését, és a tőkeköltség számítás elfogadva.	Nem cáfolható, valószínűsíthető.
H1e	Információs rendszer támogatása I. (tervezés, ellenőrzés, üzleti döntések...)	Elfogadva		Nem cáfolható, valószínűsíthető
H1f	Információs rendszer támogatása II: nem pénzügyi értékteremtő tényezők	Korlátozva érvényes,	A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok információs rendszerei azért támogatják jobban a nem pénzügyi értékteremtő tényezőket, mert általánosságban fejlettebb információs rendszerrel rendelkeznek, ugyanakkor ha a legfejlettebb információs rendszerrel rendelkező vállalatokat hasonlítjuk össze, akkor a legtöbb esetben nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni.	A pénzügyi értékteremtő tényezők magasabb támogatottsága valószínűsíthető.  A nem pénzügyi értékteremtő tényezők támogatottsága további vizsgálatot igényel.
H1g	Kontrolling jelentéseiben nagyobb arányban jelennek meg az értékteremtő tényezők.	Elfogadva		Nem cáfolható, valószínűsíthető.
H1h	Kontrolling jelentésekben nagyobb arányban támaszkodnak nem csak pénzügyi kimutatásokra	Elfogadva		Nem cáfolható, valószínűsíthető.

#### **5.4.2. H2 hipotézis –Pénzügyi teljesítmény és a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség**

A második hipotézisem célja, hogy összehasonlítsam a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett és nem elkötelezett magyarországi vállalatok pénzügyi teljesítményét, alátámasztva azt a nemzetközi szakirodalomban megfogalmazott és több empirikus kutatással alátámasztott véleményt, hogy a tulajdonosi értékteremtésre koncentráció hozzájárul a jobb pénzügyi teljesítményéhez.

A jövedelmezőség vizsgálatához kiszámítottam a hagyományos jövedelmezőségi mutatókat: ROA, ROE, ROI, illetve az értékközpontú vállalatvezetés preferált mutatóját a ROIC mutatót (mutatók számítását lásd 41. sz. melléklet). A ROIC mutató számításánál a rendelkezésre álló számviteli adatokra támaszkodtam, a szakirodalom által javasolt korrekciókat információ hiányában nem tudtam végrehajtani. Piaci értékmérőket, és cash-flow alapú mutatókat nem tudtam számítani, mivel az adatbázis nem tartalmazta a számításukhoz szükséges adatokat.

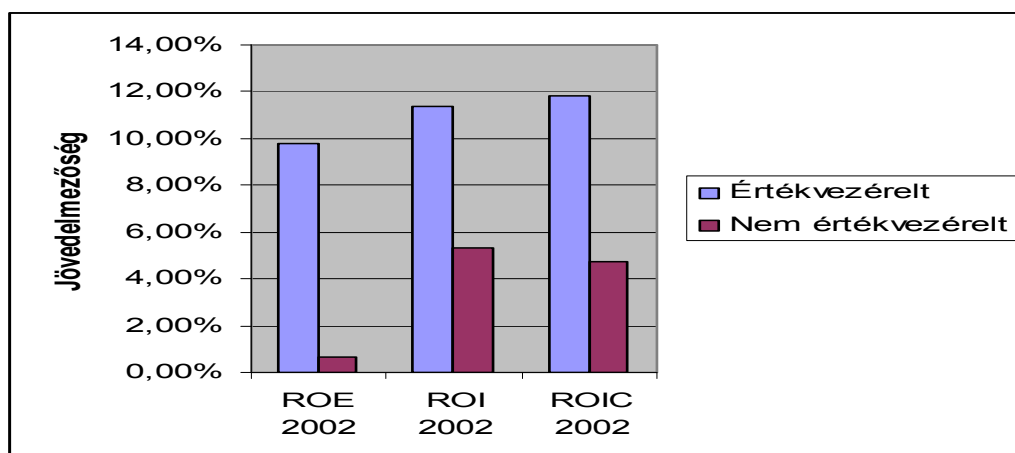
##### 5.4.2.1 Jövedelmezőség alakulása 2002-ben

(H2a, H2b, H2c alhipotézis ellenőrzése)

**H2a:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok pénzügyi teljesítménye magasabb befektetés arányos hozamban (ROIC) mérve, mint iparági versenytársaiké.

Az első számítások azt mutatták, hogy a **tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok szignifikánsan jobb pénzügyi eredményt értek el 2002-ben.** (lásd 17. ábra 33. sz. CD melléklet).

**17. ábra Pénzügyi teljesítmény alakulása 2002-ben, tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban N=264**



A jövedelmezőséget összehasonlító grafikon készítésénél nem vettem figyelembe a 253-as számú vállalatot, mert az értékvezérelt vállalatok átlagos ROIC mutatóját 2002-ben 11,84%-ról 20%-ra „torzította” volna.

Az első pozitív eredmények ellenére is szükséges további vizsgálatok elvégzése annak érdekében, hogy egyértelműen alá lehessen támasztani a jobb pénzügyi teljesítményt (lásd Lazarsfeld paradigma).

**A további elemzések megkönnyítése érdekében a vállalatokat jövedelmezőségük alapján 6 csoportba osztottam.** A besorolás elkészítéséhez felhasználtam a korrelációelemzés (31. sz. CD melléklet), és a klaszterelemzés (42. sz. melléklet) eredményeit, de nem az automatikusan létrehozott klasztereket alkalmaztam, mivel a besorolás megbízhatósága alulmaradt a mechanikus besorolás megbízhatóságának, amelynek azaz oka, hogy a klaszterelemzés matematikai alapon gyakran másként kezeli a kiugró tételeket, mint ha a kiugró tételeket logikai alapon sorolnánk be. A besoroláshoz 4 jövedelmezőségi mutatót alkalmaztam a saját tőke arányos nyereséget (ROE) és a befektetett tőke arányos nyereséget (ROIC) 2000-re és 2002-re. A besorolás logikáját lásd 15. tábla. **A jövedelmezőségi besorolás helyességét a vállalatvezetők önértékelésével ellenőriztem.** A pénzügyi adatok alapján a besorolás és a vállalati önértékelés konzisztens eredményt mutatott, lásd 43. sz. melléklet.

A nem értékvezérelt vállalatok nagyobb hányada tartozott a veszteséges vállalatok csoportjába (30% felett), míg a két stabil nyereséget mutató vállalati kategóriában fordított arány mutatható ki. (Részletes adatokat lásd 44. sz. mellékletben.)



**15. tábla. Jövedelmezőségi kategóriák**

Csoport számjele	Csoport megnevezése	Besorolás	Csoport elemszám	Minta %-ban
1	Stabilan veszteséges vállalatok	ROIC2002<0 ROIC2000<2% ROE 2002<2% ROE 2000<2%	18	6,6%
2	Üzemi szinten 2002-ben veszteséges vállalatok	ROIC2002<0% De nem tartozik 1-es kategóriába	45	16,6%
3	0% körüli, vagy nem egyértelműen besorolható vállalatok.	ROIC2002>0% Van olyan mutatója, amely<0%	49	18,1%
4	Alacsony jövedelmezőségű vállalatok (<5%)	Mindegyik mutatója nyereséget mutat, de nem éri el mindegyik az 5%-os megtérülést	75	27,7%
5	Nyereséges vállalatok, 5%-nál magasabb hozam, de nem tartozik a 6-os kategóriába	ROIC2002>5% ROIC2000>5% ROE 2002>5% ROE 2000>5%, de valamelyik mutató <15%	55	20,3%
6	Stabil magas nyereségű vállalatok 15% feletti hozam	ROIC2002>15% ROIC2000>15% ROE 2002>15% ROE 2000>15%	29	10,7%

**Nemzetgazdasági áganként vizsgálva a jövedelmezőséget** az állapítható meg, hogy a mezőgazdaság és a gépipar kivételével, a többi ágazatban a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok jobb pénzügyi teljesítményt értek el 2002-ben. (lásd 45. sz. melléklet) Ugyanakkor ezen eredmények több okból kifolyólag **nem tekinthetők bizonyító erejűnek**. Egyrészt az alacsony elem szám miatt<sup>108</sup>; illetve ehhez járult hozzá a pénzügyi adatok megbízhatóságának problémája.<sup>109</sup> Az alacsony elemszám mellett a kiugró tételek, nagymértékben befolyásolják az átlagot. A negyedik probléma, hogy a vállalati teljesítmények releváns összehasonlításához iparági csoportosításra lenne szükség, amely a jelenlegi adatbázis segítségével nem megoldható, nagyon alacsony

<sup>108</sup> pl. a mezőgazdaságban 5 értékvezérelt vállalat, építőiparban 4 értékvezérelt vállalat volt a mintában.

<sup>109</sup> A pénzügyi adatokra elvégeztem egy logikai szűrést (lásd 6.3.1. Adatbázis alfejezet), és az elemzésbe csak a logikai szűrőn átment „megbízható” pénzügyi adatokkal rendelkező vállalatokat szerepeltettem. Pl. szűrt adatbázis mellett a gépiparban a nem értékvezérelt vállalatok mutattak jobb teljesítményt (5,3%; 9,2%), ugyanakkor ha nem végzem el a logikai szűrést, akkor az értékvezérelt vállalatok átlagos befektetés arányos hozama: 7,8% míg a nem értékvezérelt vállalatoké: 6,6%.

elemszámú csoportokkal kellene dolgozni, a megállapításokat nem lehetne relevánsnak tekinteni.

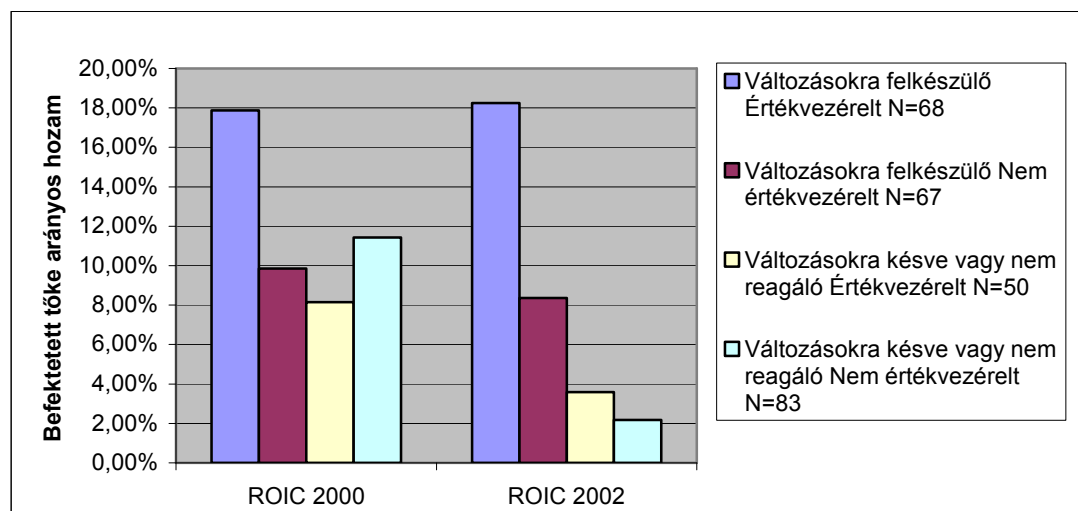
Annak ellenére, hogy az elvégzett számítások kimutatták, hogy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok magasabb befektetett tőke arányos hozamot érték el 2002-ben, ebből nem következik, hogy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok nagyobb arányban teremtettek értéket a tulajdonosaik számára, erre csupán feltételezéseink vannak. A korrekt számításhoz a vállalati tőkeköltség ismeretére lenne szükség (az adatbázis nem tartalmazta a vállalati tőkeköltséget, a rendelkezésre álló információk alapján becsült értéke nem lett volna megbízható). **Mivel nem állt rendelkezésre a vállalati tőkeköltség, illetve nem lehetett megbízható iparági összehasonlítást végezni, ezért a hipotézis „bizonyításához” a Lazarsfeld-modellt hívtam segítségül, ahol is a csoport képző ismerveket regresszióelemzés segítségével választottam ki.**

**Regresszióelemzés** segítségével vizsgáltam a **jövedelmezőséggel összefüggő tényezőket**. Eredményváltozónak a kialakított jövedelmezőségi besorolást alkalmaztam, magyarázó változók közé az alap vállalati jellemzőket vontam be (vállalatméret, tulajdonosok típusa, fő tevékenység, szervezeti forma, környezeti változásokra való reagálás, tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség részletes besorolása; a működési jellemzők és a jövedelmezőség kapcsolatát a H2c alhipotézisben vizsgálom.) Nagyon alacsony, 17%-os magyarázó erejű függvényt sikerült létrehozni, amelyben a legerősebb magyarázó erővel rendelkező változó a **környezeti változásokra való reagálás (23,5%) volt. Negatívan befolyásolta a jövedelmezőséget a többségi állami tulajdon léte (-17,6%)** illetve egyes nemzetgazdasági tevékenységek **(-18,2%)**. **Ugyanakkor a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség pozitív irányban befolyásolta (16,7%) a jövedelmezőséget a regresszió elemzés alapján.** (A regresszió számítás eredményeit lásd 46. sz. melléklet.)

A **lazarsfeld paradigma** alapján, az értékvezérelt és nem értékvezérelt vállalatok jövedelmezőségét a környezeti változásokra való reagálás szerinti csoportosításban vizsgáltam tovább. A számítások arra mutattak rá, hogy a **legmagasabb átlagos jövedelmezőséget (18%) a környezeti változásokra felkészülő értékvezérelt vállalatok érték el.** A jövedelmezőség szempontjából a környezeti változásokra való

felkészülés fontosabb tényezőt jelentett, mint a kinyilvánított elkötelezettség a tulajdonosi érték teremtés mellett. **A környezeti változásokra késve vagy nem reagáló értékvezérelt vállalatok rosszabb jövedelmezőséget értek el, mint a változásokra felkészülő nem értékvezérelt vállalatok** (lásd 18. ábra). A számítások megerősítették, hogy 2002-ben a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok magasabb jövedelmezőséget értek el, mivel mindkét alcsoportban kimutatható volt a magasabb jövedelmezőség (lásd 34. sz. CD melléklet).

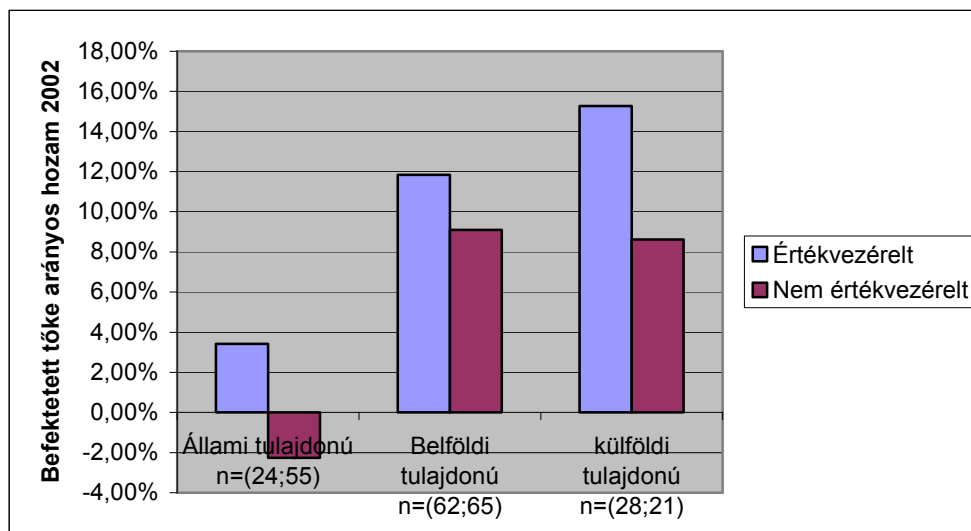
**18. ábra Befektetett tőke arányos hozam (ROIC) környezeti változásra való reagálás és a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban**



Az átlagszámítás során nem vettem figyelembe a 253-as számú vállalatot, mert a változásokra felkészülő értékvezérelt vállalatok átlagát 2002-ben 18%-ról 32%-ra „torzította” volna.

Mivel a regresszió elemzés azt mutatta, hogy a jövedelmezőségre ható másik meghatározó tényező a fő tulajdonosi típus, ezért fő tulajdonos típusonként hasonlítottam össze az értékvezérelt és nem értékvezérelt vállalatok jövedelmezőségét. Mindhárom esetben az értékvezérelt vállalatokat magasabb jövedelmezőség jellemezte. (lásd 19. ábra). A jövedelmezőség összehasonlítását fő tulajdonos típusonkénti bontásban folytattam tovább.

### 19. ábra Befektetett tőke arányos hozam (ROIC) alakulása 2002-ben fő tulajdonos típusonként



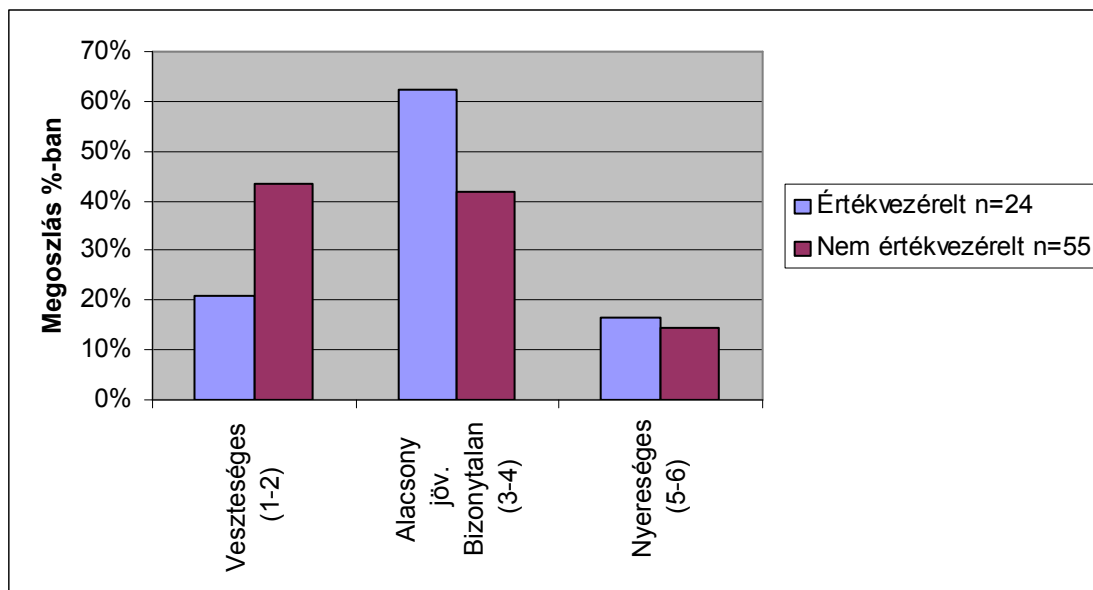
Az átlagszámítás során nem vettem figyelembe a 253-as számú vállalatot, mert a külföldi tulajdonú értékvezérelt vállalatok átlagát 2002-ben 50%-ra „torzította” volna.

### Többségi állami tulajdonban levő vállalatok

A többségi állami tulajdonban levő vállalatok 68%-a a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalati kategóriába tartozott, ugyanakkor 27 vállalat, a minta 31,7%-a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett csoportba került besorolásra (ezen vállalatok 52%-a 100%-ban állami tulajdonban volt, melynek felét az önkormányzati tulajdonú vállalatok tették ki.)

Azoknál az állami tulajdonú vállalatoknál, ahol megjelent a tulajdonosi értéknövelés szemléletmód, ott kis mértékben, de kedvezőbb jövedelmezőséget értek el. (lásd 20. ábra). 2002-ben a magasabb befektetés arányos hozamot a független mintás t próba is megerősítette (lásd 36. sz. CD melléklet)

20. ábra. Többségi állami tulajdonban levő vállalatok jövedelmezőségi besorolása tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban



**Regressziószámítás** segítségével vizsgáltam az állami tulajdonú vállalatok jövedelmezőségére ható tényezőket. 30,8%-os magyarázó erejű modellt sikerült felállítani, amelyben a **legerősebb magyarázó erejű változónak a változásokhoz való viszony (41,2%) és a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség (31%) bizonyult** (lásd 37. sz. CD melléklet). Két nemzetgazdasági ágazat (szolgáltatások, könnyűipar) jövedelmezőséget befolyásoló hatását mutatta ki a regressziós függvény, de mivel nagyon alacsony elemszámú csoportok álltak rendelkezésre<sup>110</sup>, nem lehetett szignifikáns megállapításokat levonni.

A Lazarsfeld-modellt követve, a környezeti változásokhoz való viszony alapján két részre bontottam a többségi állami tulajdonú vállalatokat, és csoportonként vizsgáltam a jövedelmezőség alakulását. A környezeti változásokra felkészülő vállalatok jövedelmezősége kedvezőbben alakult, mint a nem felkészülő vállalatok esetében, ugyanakkor az értékvezérelt és nem értékvezérelt vállalatok pénzügyi teljesítményében nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni (5,4%, ill. 5,3%). A környezeti változásokra nem felkészülő, vagy nehezen reagáló vállalatcsoporton belül a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok szignifikánsan kedvezőbb befektetett tőke arányos hozamot értek el (2,2%, ill. -10%) (lásd 38. sz. CD melléklet).

<sup>110</sup> Könnyűiparban 1, szolgáltatásokban 8 értékvezérelt állami vállalat volt a mintában.

**Az elvégzett statisztikai elemzések a többségi állami tulajdonú vállaltcsoporton belül nem cáfolták meg a H2a hipotézis helyességét, ugyanakkor szükséges hangsúlyozni, hogy a jövedelmezőségre a legnagyobb hatást az gyakorolta, hogy sikerült-e felkészülni a környezeti változásokra.** A számítások szerint, kis mértékben de pozitív kapcsolat mutatható ki a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség és a jövedelmezőség között (ugyanakkor szükséges hangsúlyozni, hogy a számításokat a számviteli adatokon alapuló befektetett tőke arányos hozam alapján végeztem, amely a rendelkezésre álló információk alapján a legjobb közelítést jelenti, de a tulajdonosi értékváltozást nem feltétlenül jellemzi.)

### **Többségi belföldi tulajdonban levő vállalatok**

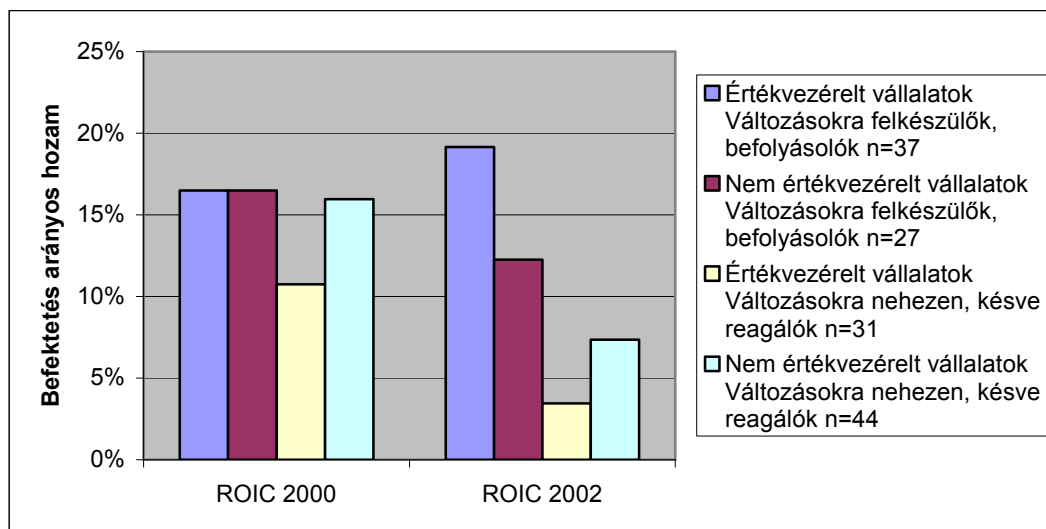
A többségi belföldi tulajdonban levő vállalatoknak megközelítőleg fele-fele tartozott a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett, illetve nem elkötelezett vállalati csoportba. Az értékvezérelt vállalatoknál kis mértékben kedvezőbb jövedelmezőséget lehetett kimutatni (11,8% szemben a 9%-kal), melyet a független mintás t próba megerősített (lásd 39. sz. CD melléklet).

**Regresszió elemzés** segítségével vizsgáltam a jövedelmezőséggel együttmozgó tényezőket. Nagyon gyenge 4,7%-os magyarázó erejű függvényt sikerült létrehozni (az állami vállalatok esetében a regressziós függvény magyarázó ereje 30%-os volt), amelyben az egyetlen szignifikáns magyarázó változó a környezeti változásokhoz való viszony volt (béta: 23,5%) (lásd 40. sz. CD melléklet).

A Lazarsfeld-modellt követve, a környezeti változásokhoz való viszony alapján két részre bontottam a többségi belföldi tulajdonú vállalatokat, és csoportonként vizsgáltam a jövedelmezőség alakulását. A számítások szerint a legmagasabb átlagos befektetés arányos hozamot 2002-ben (19%) a környezeti változásokra felkészült értékvezérelt vállalatok érték el. Ugyanakkor a környezeti változásokra késve, illetve nem reagáló értékvezérelt vállalatok befektetett tőke arányos hozama mindkét évben elmaradt a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok hozamától (lásd 21. sz. ábra). Az elvégzett standartizálás (lásd 48. sz. melléklet) azt mutatta, hogy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett belföldi vállalatok elsősorban azért értek el 2002-ben

2,7% ponttal magasabb befektetés arányos hozamot, mert nagyobb arányban sikerült a környezeti változásokhoz megfelelően alkalmazkodniuk

**21. ábra Többségi belföldi tulajdonban levő vállalatok befektetett tőke arányos hozam (ROIC) alakulása, környezeti változásra való reagálás, és a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban**



A többségi belföldi vállalatcsoporton belül az elvégzett számítások nem cáfolták meg a H2a hipotézis, a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok kismértékben de magasabb jövedelmezőséget értek el. A számítások ugyanakkor azt mutatták, hogy ez elsősorban annak köszönhető, hogy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok jobban reagáltak a környezeti változásokra.

**Többségi külföldi tulajdonban lévő vállalatok**

49 többségi külföldi tulajdonban levő vállalat szerepelt a vállalati mintában, amelynek 57%-a az értékvezérelt vállalati kategóriába tartozott. A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett többségi külföldi tulajdonban lévő vállalatok magasabb befektetett tőke arányos hozamát (15% szemben a 8,6%-kal) a független mintás t próba alátámasztotta (lásd 41. sz. CD melléklet).

**Regresszió elemzés** segítségével vizsgáltam a jövedelmezőséget meghatározó tényezőket. 33%-os magyarázó erejű függvényt sikerült létrehozni, amely erősebb magyarázó erővel rendelkezett, mint a többségi állami és a belföldi tulajdonú vállalatok esetében felállított regressziós függvény. A regressziós függvényen belül a legnagyobb magyarázó erővel (40%) a tulajdonosi értékteremtéshez való viszony rendelkezett. A vállalati méret 26,8%-ban gyakorolt hatást, illetve meghatározó tényezőnek bizonyult az is, hogy mely nemzetgazdasági ágazatban működik a vállalat, de az alacsony elemszám miatt a nemzetgazdasági ágazat szerinti összehasonlítás nem adott szignifikáns eredményt<sup>111</sup> (lásd 49. sz. melléklet).

A Lazarsfeld modell alapján vállalati méret szerinti bontásban vizsgáltam tovább a jövedelmezőséget. Mivel csupán 3 vállalat tartozott a többségi külföldi tulajdonú kisvállalati körbe, ezért ennek elemzésével nem foglalkoztam, az alacsony elemszám miatt nem lehetett volna szignifikáns következtetést levonni.

A **középvállalati** kategóriába tartozó, többségi külföldi tulajdonban levő vállalatcsoporton belül a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok magasabb (15% szemben a 0,7%-kal<sup>112</sup>) befektetett tőke arányos jövedelmezőséget mutattak ki, a különbséget a független mintás t próba megerősítette. (lásd 42. sz. CD melléklet)

A **nagyvállalati** körben mutatható ki a legmagasabb jövedelmezőség (15-17%), ugyanakkor a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett és nem elkötelezett vállalatok közötti jövedelmezőségi különbség nem bizonyítható, a független mintás t próba nem támasztotta alá (lásd 43. sz. CD melléklet).

**A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett, többségi külföldi tulajdonban levő vállalatok 2002-ben 7,9 százalékponttal magasabb befektetett tőke arányos hozamot értek el, mint a nem elkötelezett vállalatok, amely döntő részben annak köszönhető, hogy a többségi külföldi tulajdonban levő középvállalatok esetében majdnem 15% ponttal magasabb jövedelmezőséget lehetett kimutatni.** (Standartizálás eredményét lásd 51. sz. melléklet.)

---

<sup>111</sup> Mezőgazdaságban összesen 1, kereskedelemben összesen 3 vállalat szerepelt.

<sup>112</sup> További vizsgálati kérdés, hogy a 0,7%-os befektetett tőke arányos jövedelmezőség mennyire tükrözi a valós gazdasági tevékenységet, és mennyire köszönhető a számviteli elszámolásnak.



## H2a hipotézis összefoglalása

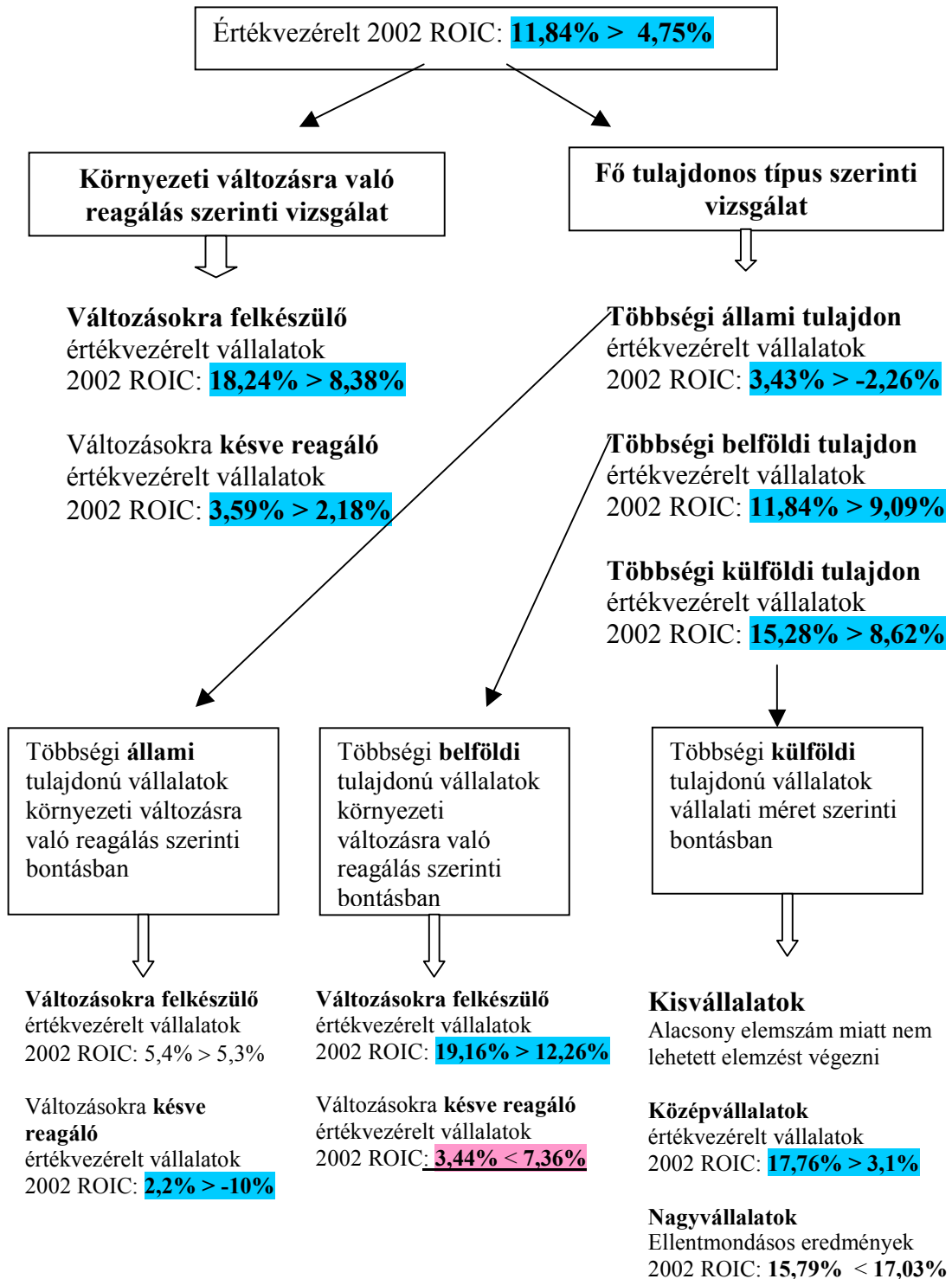
**H2a hipotézis ellenőrzésénél a Lazarsfeld-modell alapján jártam el.** A kontroll változót regresszió elemzés segítségével választottam ki. A 11 alcsoportra elvégzett megismételt hipotézis ellenőrzés csak három esetben nem erősítette meg, hogy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok magasabb befektetett tőke arányos nyereséget értek el 2002-ben. Egyedül a változásokra késve reagáló többségi belföldi vállalatok alcsoport esetében volt szignifikánsan alacsonyabb a 2002-es ROIC érték, illetve a többségi külföldi nagyvállalatok, illetve a környezeti változásokra felkészülő többségi állami tulajdonú vállalatok esetében nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni. (A H2a alhipotézis ellenőrzésére végzett vizsgálatok eredményét foglalja össze a 22. sz. ábra.)

A pénzügyi mutatószámok összehasonlításán alapuló következtetéseimet **a vezetők szubjektív önértékelésének** (vállalat tőkejöveldelmezőségének megítélése az iparági átlaghoz képest 5 fokozatú Likert-skálán mérve) **összehasonlításával kontrolláltam.** A teljes vállalati mintára, a környezeti változásokra való reakció alapján kialakított alcsoportokra, és a többségi belföldi tulajdonban levő vállalatok esetében a magasabb ROIC értéket megerősítette a magasabb önértékelés. A többségi állami és többségi külföldi tulajdonú vállalatoknál nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni az önértékelésben. (Az ellenőrző számítások összefoglalását mutatja a 23. ábra.)

Az elvégzett számítások, és a lazarsfeld-modell a vizsgált vállalati mintára **nem cáfolták meg a H2a alhipotézis** azon állítását, **hogy a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség magasabb jövedelmezőségre vezet.** Ugyanakkor a vállalati sokaságra csak nagyon óvatosan vonhatunk le következtetéseket. Úgy tűnik, hogy azoknál a többségi állami tulajdonban levő vállalatoknál, ahol a menedzsment szemléletében változás következett be (megjelent a jövedelmezőségre törekvés, a „tulajdonosi értékteremtés”), illetve sikerült felkészülniük a környezeti változásokra, magasabb jövedelmezőséget értek el. Ugyanakkor ez nem jelenti azt, hogy ezek a vállalatok értéket teremtettek volna, jövedelmezőségük nagyon alacsony volt, többségük valószínűleg értéket rombolt.

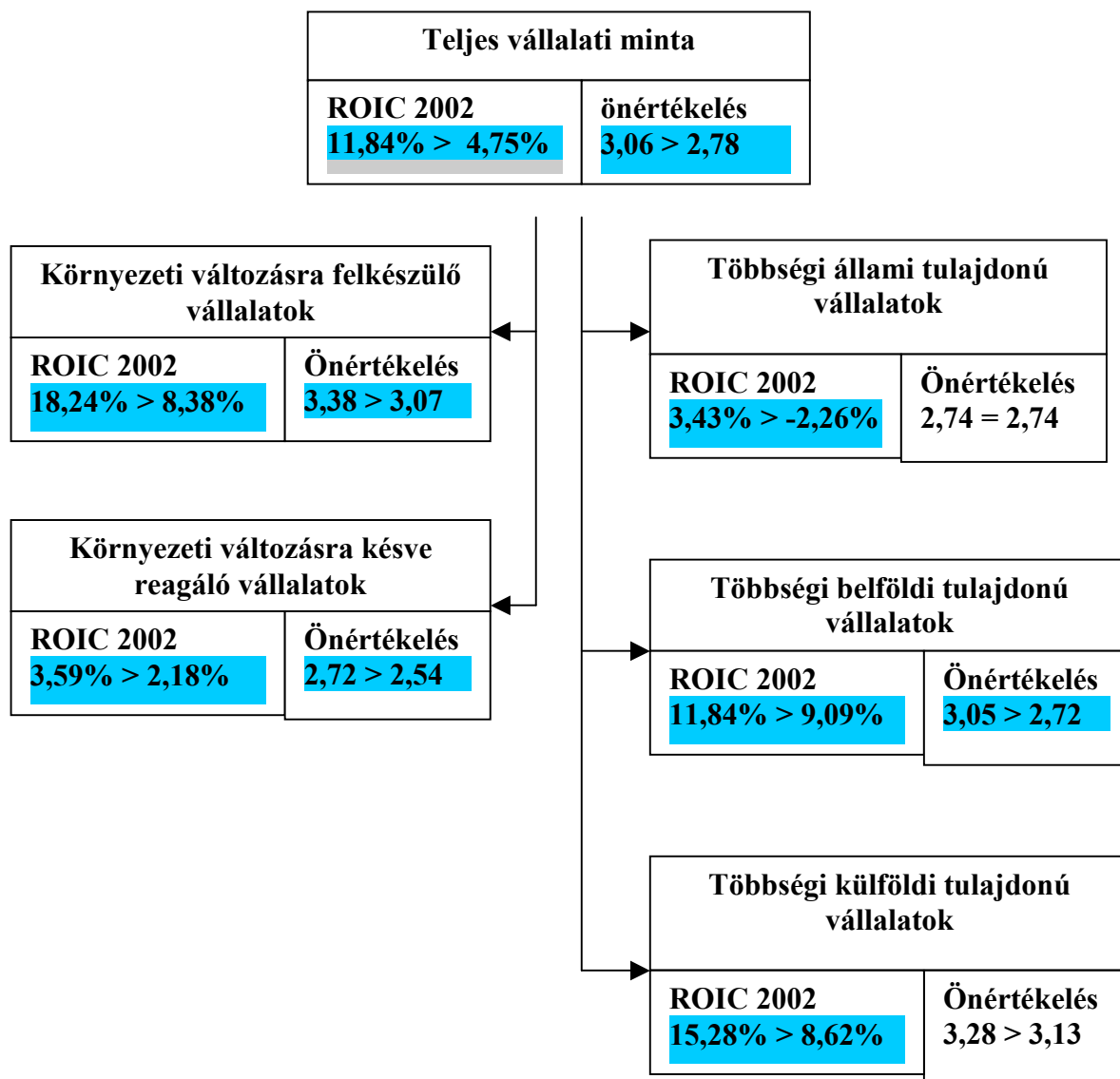
## 22. ábra. H1a alhipotézis vizsgálatának összefoglaló eredménye

(Színek jelentése: kék – tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok magasabb jövedelmezősége, rózsaszín: alacsonyabb jövedelmezőség, fehér: nincs szignifikáns különbség)

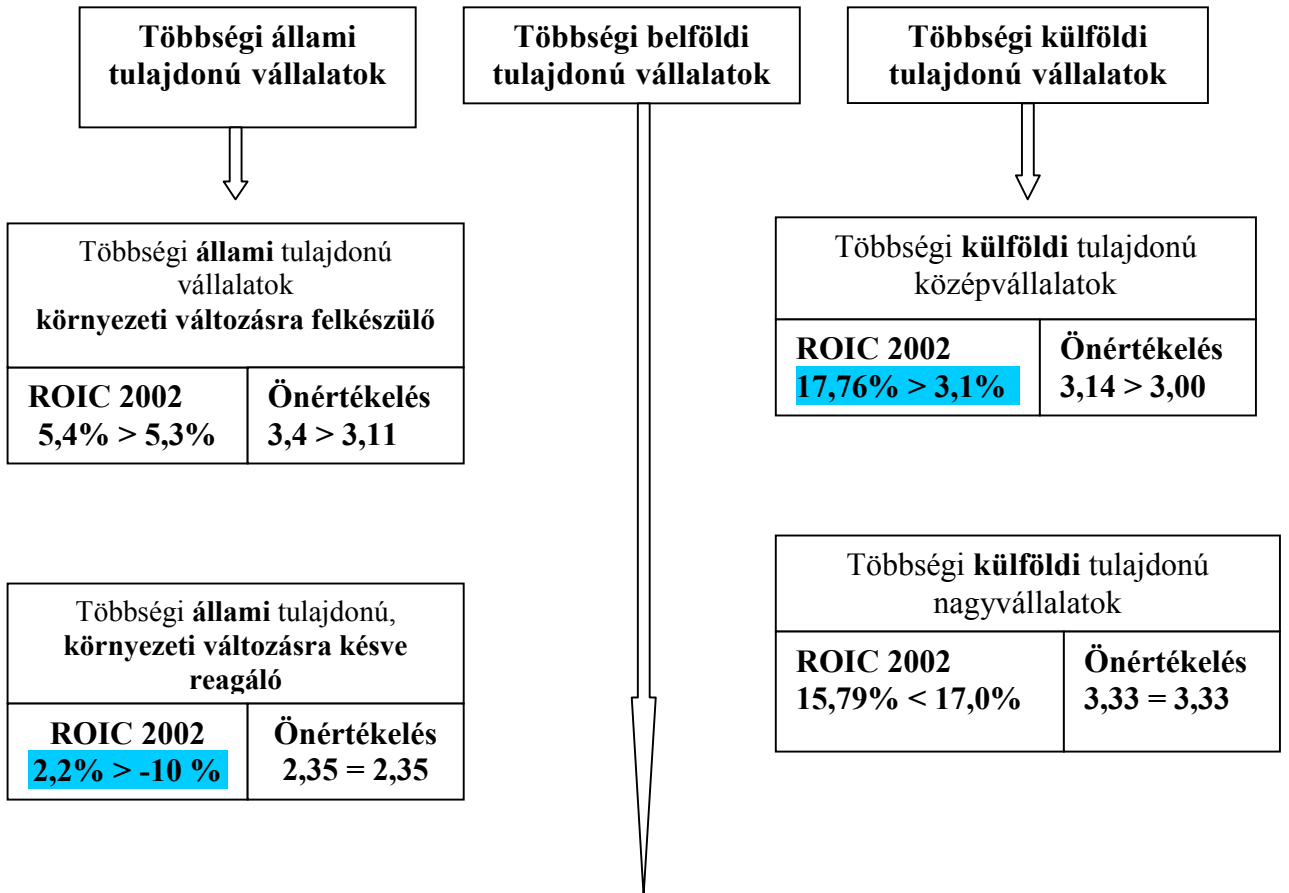


**23. sz. ábra. Vállalati tőkejelölmezőség vezetői önértékelése 5 fokozatú Likert-skálán mérve (iparági átlaghoz képest), összehasonlítva a 2002-es ROIC mutató alakulásával**

Az első érték minden esetben a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatokra vonatkozik, a második a nem elkötelezett vállalatokra. Színek jelentése: **kék** - a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok esetében szignifikánsan kedvezőbb érték mutatható ki, **rózsaszín** – szignifikánsan kedvezőtlenebb az eredmény, **fehér**: nem mutatható ki szignifikáns különbség.



23. ábra folytatása



Többségi <b>belföldi</b> tulajdonú, környezeti változásra felkészülő	
<b>ROIC 2002</b> 19,16% > 12,26%	<b>Önértékelés</b> 3,30 > 3,07

Többségi <b>belföldi</b> tulajdonú, környezeti változásra késve reagáló	
<b>ROIC 2002</b> 3,44% < 7,36%	<b>Önértékelés</b> 2,83 > 2,49

A legmagasabb jövedelmezőséget a többségi külföldi tulajdonban levő vállalatok érték el. A jövedelmezőségre a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettségen túl a vállalati méret gyakorolt jelentős hatást. A többségi tulajdonú vállalatokon belül a nagyvállalatok mutatták ki a legmagasabb jövedelmezőséget, ugyanakkor e kategórián belül nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni az értékvezérelt és nem értékvezérelt vállalatok 2002-es befektetett tőke arányos hozama között. A többségi belföldi tulajdonú vállalatcsoport esetében merül fel a legtöbb kérdés. Igaz, hogy ki lehetett mutatni a szignifikánsan magasabb befektetett tőke arányos hozamot, viszont a regresszió számítás nem erősítette meg a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség és a jövedelmezőség közötti sztochasztikus kapcsolatot, úgy mint a teljes vállalati mintára, illetve a többségi állami és külföldi tulajdonú vállalatok esetében. A számítások azt mutatták, hogy a többségi belföldi tulajdonban levő vállalatok jövedelmezőségét leginkább az befolyásolta, hogy a környezeti változásokra fel tudtak-e készülni.

**A jövedelmezőség mérésére a ROIC mutatót alkalmaztam, amely a számviteli mércék közül a legjobbnak tekinthető, ugyanakkor a vállalati tőkeköltség ismerete nélkül nem tudjuk megállapítani, hogy a vállalatok az elmúlt időszakban értékteremtők vagy értékrombolók voltak, csak következtethetünk rá, illetve önmagában a ROIC mutató összehasonlítása nem ad megbízható információt arról, hogy melyik vállalat teremtett magasabb tulajdonosi értéket. A kérdés további vizsgálatot igényel.**

### **Jövedelmezőség alakulása hagyományos számviteli mércék alapján**

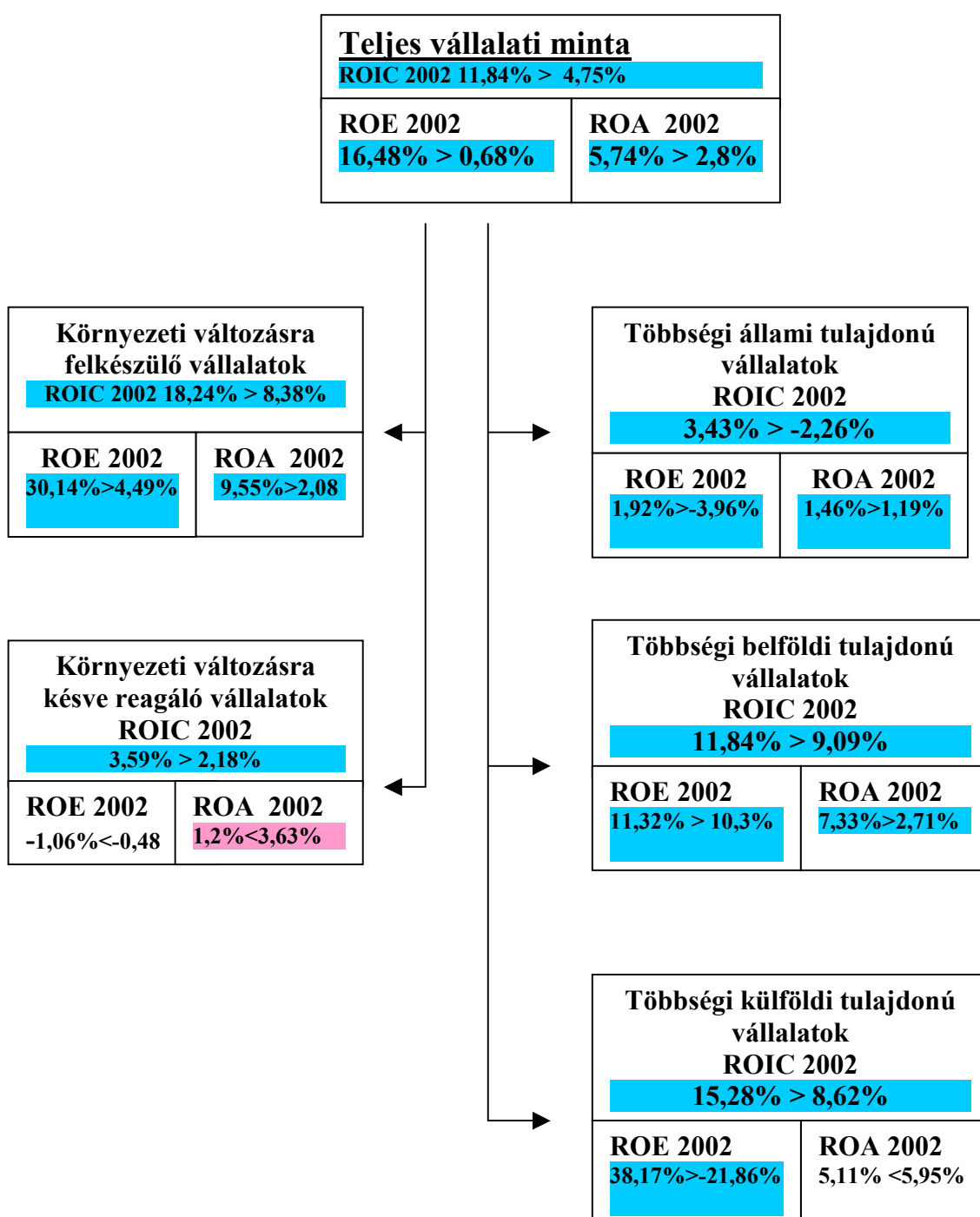
**H2b:** A hagyományos számviteli mércék alapján (ROE, ROA) nem lehet szignifikáns különbséget kimutatni a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok és iparági versenytársaik teljesítménye között.

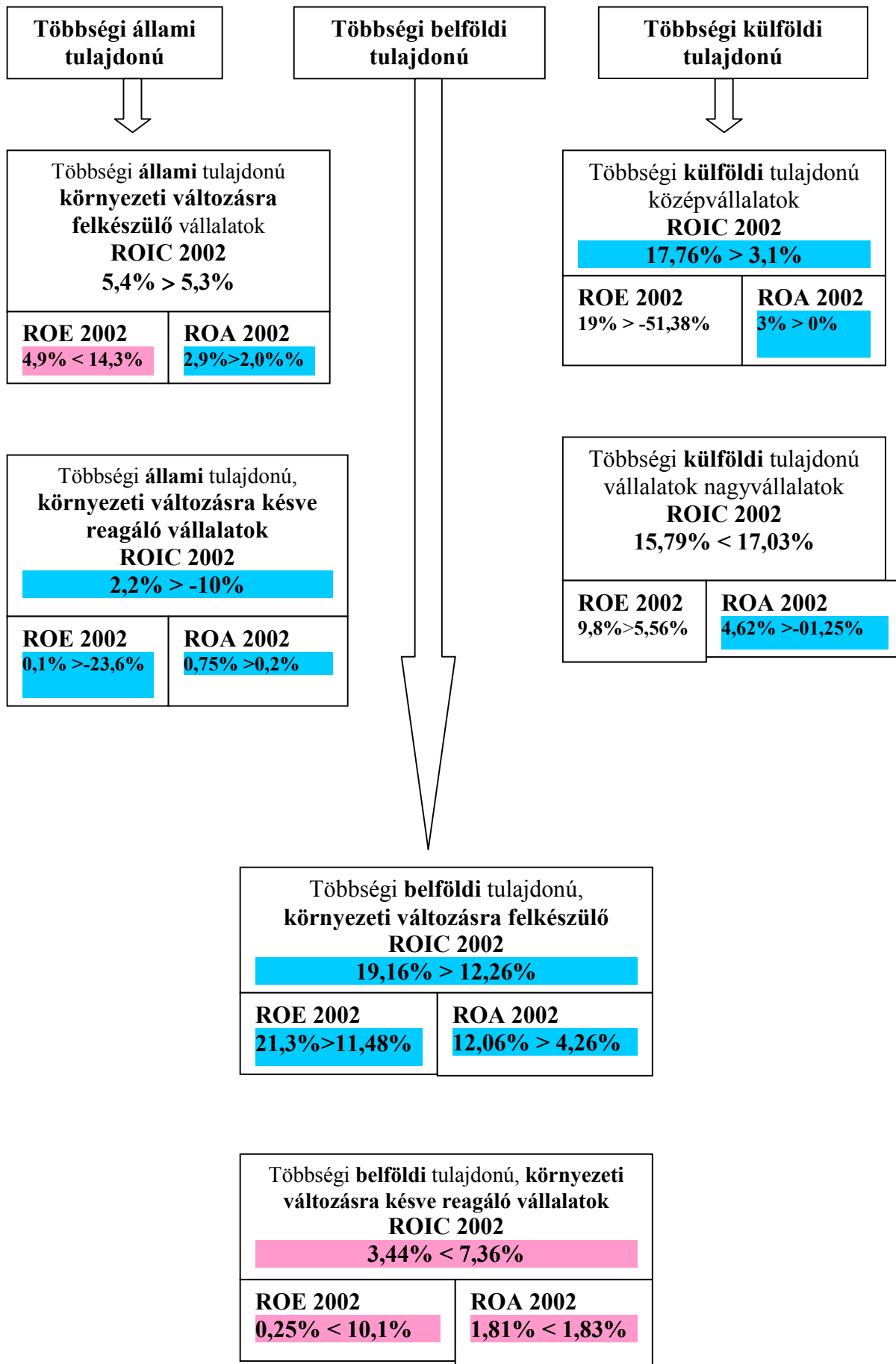
A H2b alhipotézis tesztelését a H1a alhipotézis tesztelésénél követett logika alapján végeztem el. 12 különböző csoportosításban végeztem el a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett és nem elkötelezett vállalatok jövedelmezőségének

összehasonlítását a 2002-es évre vonatkozólag. (A 24. ábra foglalja össze az elvégzett számítások eredményét, a részletes számításokat a 44. sz. CD melléklet tartalmazza.)

**24. ábra. Tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett és nem elkötelezett vállalatok 2002-es évi jövedelmezőségének összehasonlítása ROA és ROE mutató segítségével**

(Az első érték minden esetben a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatokra vonatkozik, a második a nem elkötelezett vállalatokra. Színek jelentése: **kék** - a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok esetében szignifikánsan kedvezőbb érték mutatható ki, **rózsaszín** – szignifikánsan kedvezőtlenebb az eredmény, **fehér**: nem mutatható ki szignifikáns különbség.)





**9 esetben (75%) a saját tőke arányos hozam (ROE) és az eszközarányos hozam (ROA) a befektetett tőke arányos hozammal (ROIC) egyező eredményre vezetett.** Ezekben az esetekben a jövedelmezőségben jelentős különbség állt fent, továbbá hangsúlyozni kell, hogy a ROIC mutatót számvitel adatok alapján számítottam, a szakirodalom által javasolt korrekciókat nem tudtam adathiány miatt végrehajtani. A környezeti változásra késve reagáló vállalatcsoporton belül (ahol a 2002-es befektetett tőke arányos hozamban csupán 1,4 százalékpontos különbséget lehetett kimutatni), ROE mutatóban nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni, a ROA mutató összehasonlítása pedig ellenkező eredményre vezetett, a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok eszközarányos megtérülését mutatta kedvezőbbnek. A környezeti változásokra felkészülő többségi állami tulajdonú vállalatok esetében ROIC mutatóban nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni, a ROE és ROA mutató viszont ellentétes viszonyt mutatott. A többségi külföldi tulajdonú vállalatok esetében nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni. (A jövedelmezőségi mutatók közötti korreláció erőssége hasonló volt a kiemelt vállalatcsoportokon belül, lásd 45. sz. CD melléklet.)

**A 2002-es évre elvégzett számítások a H2b alhipotézist eredeti megfogalmazásában nem támasztották alá.** A kérdés további vizsgálatot igényelt, amelyhez felhasználtam az 1999-es versenyképességi kutatás adatbázisát. **1996 és 2002 között ROIC mutatóval mérve ki lehetett mutatni a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok magasabb jövedelmezőségét, ugyanakkor ezt az eredményt 1995 és 1998 között a ROE és ROA mutató vizsgálata nem erősítette meg, ellentétes eredményt mutattak.** (Adatbázis bemutatását, és a longitudinális elemzés eredményeit lásd 6.4.2.2.1. alfejezet.)

A mérés mindig viszonylagos, attól függ milyen mércét alkalmazunk. A hagyományos számviteli mércékkel szembeni egyik fő bírálat, hogy nem felelnek meg az ösztönző sorba rendezés elvének. Továbbiakban azt vizsgáltam vállalati szintű bontásban, az 50 elemű vállalati minta 11 évet átölelő adatbázisán, hogy a **három jövedelmezőségi mutató ROIC, ROE, ROA azonos irányú elmozdulást (javulást vagy romlást) mutat-e időszakra-időszakra.** Az elméleti (6 időszak\*50 vállalat) 300 összehasonlítás helyett 205 vizsgálatot tudtam elvégezni (ennyi összehasonlítható adat állt rendelkezésre). Évről évre eltérő mértékű konzisztenciát lehetett kimutatni a vizsgált



pénzügyi mutatók változásának iránya között. Legnagyobb konzisztenciát 1996-ban és 2002-ben tapasztaltam, de még ebben a két évben is a vállalatok megközelítőleg 16%-nál mutattak ellentétes irányú változást a pénzügyi mutatók, a többi évben 32%-41%-os volt ez az arány. (Lásd 53. sz. melléklet). **Átlagosan 28%-os inkonzisztenciát lehetett kimutatni.** Megvizsgáltam külön a saját tőke arányos hozam (ROE) és az eszközarányos hozam (ROA) konzisztenciáját, átlagosan a vállalatok 12%-nál ellentétes irányú változást mutattak, legnagyobb arányú eltérést 1995-ben (32%), és 2000-ben (28%) lehetett kimutatni.

**A H2b alhipotézist módosítottam:** a hagyományos számviteli mércék alapján (ROE, ROA) nem minden esetben lehet szignifikáns különbséget kimutatni a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok és iparági versenytársaik teljesítménye között. Bizonyos körülmények között a ROE, ROA, ROIC mutatók eltérő irányú jövedelmezőségi változást mutatnak. A módosított hipotézist a vállalati mintára az elvégzett számítások megerősítették. Annak ellenére, hogy az elvégzett számítások az eredeti hipotézist nem erősítették meg, nem tekinthetjük cáfoltnak. A tulajdonosi érték változását csupán közelíteni próbáltuk a számviteli ROIC mutatóval, de önmagában az nem alkalmas annak a mérésére. A kérdés további vizsgálatot igényel.

**H2c:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok jobb **pénzügyi teljesítményének háttérében „működési kiválóság” áll.** A jobb pénzügyi teljesítménnyel összhangban a vállalatvezetők jobbnak ítélik meg saját tevékenységüket számos területen versenytársaikhoz viszonyítva (például költséghatékonyság, jövedelmezőség, technikai színvonal, termékminőség, kapacitáskihasználás, alkalmazottak képzettsége).

Összehasonlítva a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett és nem elkötelezett vállalatok önértékelését az **iparági átlaghoz viszonyítva** (V17) az látható, hogy a termékminőséget kivéve, ahol nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni, a **tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok szignifikánsan jobb önértékelést adtak.** Legnagyobb különbség a piaci részesedés (3,34; 3,01<sup>113</sup>) és a

---

<sup>113</sup> 5 fokozatú Likert-skálán mérve

tőkejövedelmezőség (3,06; 2,78) kapcsán mutatható ki. (Lásd 54. sz. melléklet és 46. sz. CD melléklet)

**A versenyképességi kutatás 42 szempont szerint kérte (V16), hogy értékeljék a vezetők vállalatukat legerősebb versenytársukhoz viszonyítva.** Érdekes módon a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett és nem elkötelezett vállalatok **rangsora hasonló volt.** Mindkét csoportban legmagasabbra az etikus magatartásukat (3,6; 3,7<sup>114</sup>), a rugalmas vevői igény kielégítést (3,59; 3,68), és a termékminőséget (3,57; 3,6) helyezték. **A leggyengébb minősítéseket az államnak történő értékesítés (2,6; 2,2), a lobbizás (2,8; 2,5), K+F ráfordítások szintje (2,7; 2,5) és az exportpiacokon való megjelenés kapta (2,8; 2,6).** Fontos megjegyezni, hogy míg az értékvezérelt vállalatok átlagkörülinek (3,0) ítélnék a jövedelmezőségüket és átlag felettinek a költséghatékonyságukat (3,15), a nem értékvezérelt vállalatok mindkét tényezőt átlag alattinak (2,7; 2,8) ítélték. (Lásd 55. sz. melléklet)

**A 42 vizsgálati szempont közül 7 esetében** (termékminőség, fogyasztói igény változás követése, rugalmas vevői igénykielégítés, rövid szállítási határidők, fizetőképesség, etikus magatartás, alapanyagok beszerzése) **adtak a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok szignifikánsan kedvezőbb önértékelést** (lásd 56. sz. melléklet), ugyanakkor hozzá kell tenni, hogy ezek az értékelések minden esetben az iparági átlagon felüli megítélést jelentettek. **Az összes többi vizsgálati szempont szerint a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok önértékelése kedvezőbb volt.** A legnagyobb különbség a lobbizásban, a költséghatékonyságban, a stratégiai szövetségekben, a fogyasztói szolgáltatás színvonalában, és az integrált vezetői információs rendszerben mutatható ki (lásd 57. sz. melléklet).

**Regressziószámítás** segítségével vizsgáltam, hogy mely tényezők gyakorolják a legnagyobb „hatást” a vállalatok jövedelmezőségére, hol mutatható ki a legerősebb együttjárás. Független változónak a jövedelmezőségi besorolást választottam, magyarázó változóként a vezetők önértékelését (V16 és V17) használtam.

**A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalati csoportra** elvégzett regresszió elemzésekből (lásd 58.-60. sz. melléklet) összességében azt a következtetést lehetett levonni, hogy az **értékvezérelt vállalatok jövedelmezőségére a legnagyobb**

---

<sup>114</sup> 5 fokozatú Likert-skálán

„hatást”<sup>115</sup> egyrészt a fogyasztói igény kielégítés vagy piaci teljesítmény (ez megjelent a versenyképes árakban, majd később a piaci részesedésben és a fogyasztói igények változásának nyomon követésében), másrészt a gazdálkodási funkciók integrációja és a korszerű döntési módszerek gyakorolták. A vezetői önértékelés tartalmazhat szubjektív elemeket is<sup>116</sup>, ebben az esetben a regresszió elemzés eredménye a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok vezetőinek értéktudatos szemléletmódjáról tanúskodik. Az értékvezérelt vállalatok önértékelésének elemzését jövedelmezőségi kategóriánként lásd 61 sz. melléklet és 47. sz. CD melléklet.

**A tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett** vállalati csoportban a regresszió elemzés alapján, a jövedelmezőséggel a legszorosabb együttjárást a vállalati hitelképesség mutatta. A vállalati hitelképesség és jövedelmezőség között szorosabb (32,5%) korrelációs kapcsolat mutatható ki a nem értékvezérelt vállalati kategóriában mint az értékvezérelt vállalatok esetében (22,9%). A korrelációs kapcsolat együtt járást jelent, az ok-okozati összefüggés irányát nem határozza meg. A vállalati hitelképesség, fizetőképesség figyelmenkívül hagyásával lefutott regresszió elemzés két meghatározó tényezőt azonosított: a technológiai színvonalat és a rugalmas vevői igény kielégítést. (Regresszió elemzést lásd 62-63. sz. melléklet)

A nem értékvezérelt vállalatok jövedelmezőségi kategóriák szerinti önértékelésének vizsgálatából csak egy érdekes elemet emelnék ki. A nem értékvezérelt, stabilan magas nyereségű vállalatok a legerősebb versenytársaikhoz képest rosszabbnak ítélték meg a költséghatékonyságukat (2,8)<sup>117</sup>, piaci részesedésüket (2,5), az exportpiaci teljesítményüket (2,2), a K+F ráfordítások szintjét (2,69). (Részletes adatokat lásd 47. sz. CD melléklet)

**A stabilan nyereséges vállalatcsoporton belül** (5-ös, 6-os jövedelmezőségi kategória) folytattam az összehasonlítást. Szignifikánsan jobb önértékelést a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok az etikus magatartásra, a fizetőképességre és hitelképességre, a rugalmas vevői igény kielégítésre, szállítási

---

<sup>115</sup> Legerősebb együttjárás itt mutatható ki.

<sup>116</sup> „ha én nem hiszem el, hogy jobb vagyok a konkurens vállalatnál, akkor hogy hitetem el az alkalmazottaimmal és a vezetőkkel” Chikán-Czakó 2008. 32.old. – idézet a felsővezetőkkel készített interjúkból.

<sup>117</sup> 5 fokozatú Likert-skálán

pontosságra, az alapanyag ellátásra adtak (lásd 64-65. sz. melléklet és 49. sz. CD melléklet) A vizsgált 42 szempont közül 25-ben kimutatható a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok jobb önértékelése. A legnagyobb különbség a költséghatékonyság megítélésében tapasztalható (3,46; 2,75)<sup>118</sup>, de szignifikáns különbség mutatható ki még például a piaci részesedésben (3,21; 2,97), versenyképes árakban (3,4; 3,29), logisztikai rendszer hatákonyságában (3,29; 3,03), fogyasztói szolgáltatás színvonalában (3,48; 3,36), piaci változások előrejelzésében (3,16; 2,91), exportpiacon való megjelenésben (2,75; 2,48), korszerű döntési módszerekben (3,24; 3,14), integrált vállalati információs rendszerben (3,46; 3,18), vezetők felkészültségében (3,45; 3,23), s végül a jövedelmezőségben (3,26; 3,06). (Részletes adatokat lásd 49. sz. CD melléklet)

**Az elvégzett elemzések alátámasztják a H2c hipotézist, miszerint a magasabb jövedelmezőség háttérében működési kiválóság áll.** Fontos kiemelni, hogy a magyarországi vállalatok leggyengébbnek a K+F ráfordítások szintjét és az exportpiacon való megjelenést értékelték. Még a stabilan nyereséges (5,6) vállalatcsoporton belül is átlagosan rosszabbnak értékelik önmagukat, mint a legerősebb versenytársukat. A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok a vizsgálati tényezők 59%-ban értékelték magukat szignifikánsan jobbnak és csak 18%-ban adtak maguknak gyengébb értékelést, mint a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok. **Az önértékelés alátámasztotta, hogy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok jobb jövedelmezőséggel rendelkeznek, jobb a kapacitáskihasználtságuk, jobban jelzik előre a piaci környezetet, hatékonyabb logisztikai rendszerrel és jobb információs rendszerrel rendelkeznek, K+F szintje magasabb.**

---

<sup>118</sup> 5 fokozatú Likert-skálán

#### 5.4.2.2 Jövedelmezőség alakulásának longitudinális elemzése

(H2d alhipotézis ellenőrzése)

**H2d:** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok nagyobb teljesítményjavulást érték el 1992 és 2002 között.

Nemzetközi felmérések azt mutatták ki, hogy az értékközpontú vállalatvezetést alkalmazó vállalatok jobb pénzügyi teljesítményt érnek el, ugyanakkor teljesítményük az új szemléletmód bevezetése előtt nem különbözött versenytársaiktól.

Az 1999-es és 2004-es Versenyképességi Kutatás adatbázisa alapján lehetőség nyílt a jövedelmezőség alakulásának vizsgálatára 1992 és 2002 között. Összesen 50 olyan vállalat volt, amely mindkét felmérésben részt vett, közülük 34 vállalat sorolható a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok közé. A jövedelmezőség alakulásának alátámasztásához felhasználtam a Versenyképességi Kutatás 1996-os adatbázisát is, melyben 37 olyan vállalat található, amely részt vett az 1999-es és 2004-es felmérésben is. Végül a 11 évet felölelő, 50 vállalatot tartalmazó jövedelmezőségi vizsgálatot kiegészítem egy szélesebb mintán (301 vállalat) elvégzett rövidebb időtávra (2000 és 2002 év) vonatkozó jövedelmezőség alakulásának vizsgálatával.

A longitudinális elemzés célja, hogy bemutassa, a 2004-ben tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok teljesítménye 1992-ben még nem volt szignifikánsan magasabb.

#### **Jövedelmezőség alakulása 1992 és 2002 között**

##### **Adatbázis jellemzése**

50 vállalati adat áll rendelkezésre a longitudinális elemzés elvégzéséhez. A vállalatok 68%-a a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalati csoportba került besorolásra, amely jelentősen meghaladja a 2004-es vállalati mintán belüli 45%-os arányt. A vállalati mintába került vállalatok 44%-a nagyvállalati, 34% közép és 22%-a kisvállalati kategóriába tartozott 2004-ben. Egyaránt megtalálhatóak közöttük a többségi állami (36%), belföldi (47%) és külföldi tulajdonú (17%) vállalatok. A vállalatok csupán 6%-a nem rendelkezik domináns tulajdonossal. 71%-uknak volt

állami jogelődje. Szervezeti formát tekintve, többségük (57%) részvénytársasági formában működik, míg 36,7% KFT. Különböző ágazatokban működnek a minta vállalatai; legmagasabb arányban a gépipar (16%), kitermelőipar és energiaszolgáltatás (16%), könnyűipar (14%) és szolgáltatások (14%) képviseltetik magukat, de találhatóak a mintában mezőgazdasági (12%), élelmiszeripari (8%), vegyipari (4%) és építőipari (4%) cégek is. A mintában egyaránt találhatóak 2002-ben nyereséges és veszteséges cégek, illetve a változásokra felkészülő és késve reagáló vállalatok. (Minta részletes jellemzését lásd 66. sz. melléklet)

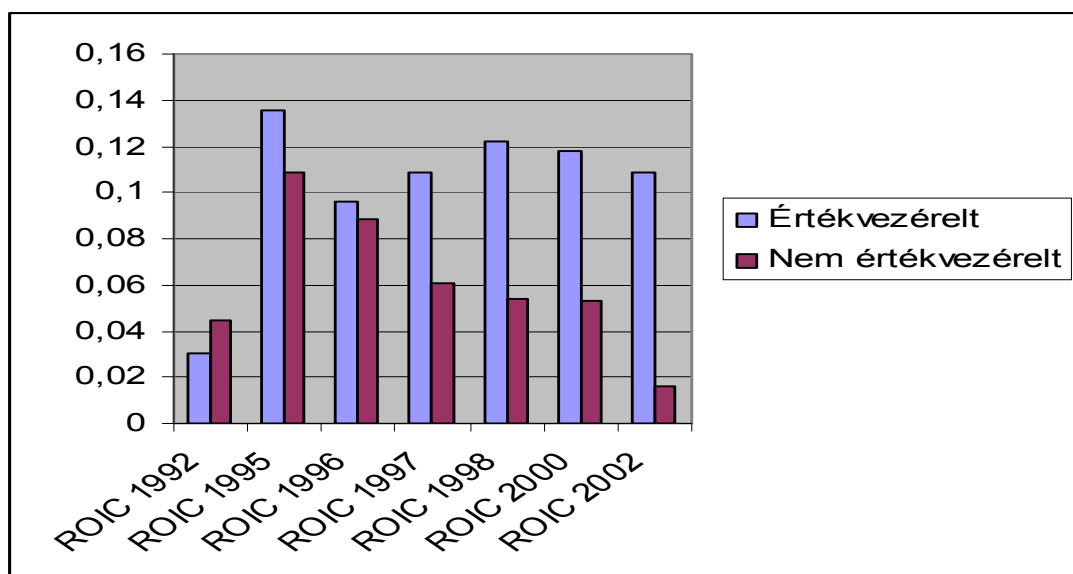
Az 1996-os adatbázis 37 vállalatának 73%-a a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatcsoportba került besorolásra a 2004-ben kitöltött válaszaik alapján. A vállalatok többsége 64%-a létszám alapján nagyvállalati kategóriába tartozott. A mintában egyaránt képviselve volt a mezőgazdaság, a kitermelő ipar, a feldolgozóipar, a kereskedelem és egyéb szolgáltatói tevékenységek.

### **Jövedelmezőség alakulása 1992 és 2002 között**

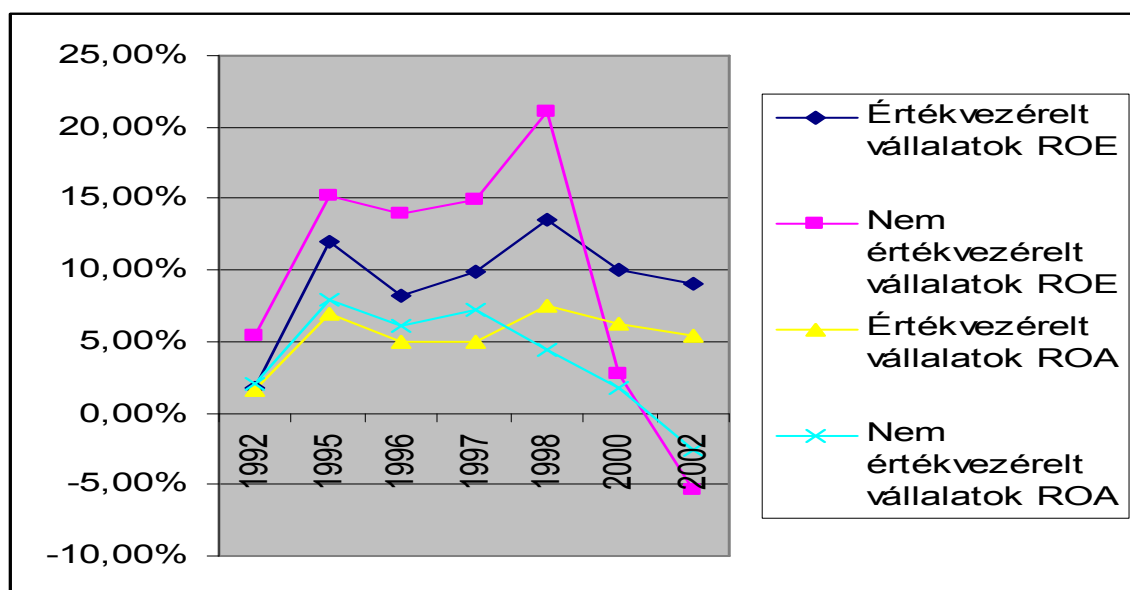
A befektetett tőke arányos hozam (ROIC) alakulását vizsgálva, az állapítható meg, hogy 1992-ben a nem értékvezérelt vállalatok kismértékű (1,4 százalékpontos), de szignifikánsan magasabb jövedelmezőséget mutattak ki. 1995-től kezdve viszont az értékvezérelt vállalatok átlagos befektetett tőke arányos hozama alakult kedvezőbben. Érdeemes megfigyelni, hogy a jövedelmezőségkülönbség növekvő tendenciát mutat, a legnagyobb eltérés (9 százalékpont) 2002-ben mutatható ki. (lásd 25. sz. ábra)

A jövedelmezőség alakulását saját tőke arányos (ROE) és eszközarányos (ROA) hozamban vizsgálva, kismértékben eltérő képet kapunk. 1995 és 1997 között mind ROE, mind ROA mutatóban a nem értékvezérelt vállalatok mutattak ki magasabb jövedelmezőséget. 1992-ben nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni. 1998-ban az eszközarányos hozam és a saját tőke arányos hozam vizsgálata egymásnak ellentmondó eredményt mutat. 2000-ben és 2002-ben mindhárom mutató alapján a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok értek el magasabb jövedelmezőséget. (lásd 26. sz. ábra)

**25. ábra Befektetett tőke arányos hozam 1992 és 2002 között, tulajdonosi értékteremtéshez való viszony szerinti bontásban (50 vállalatot tartalmazó minta alapján)**



**26. ábra Saját tőke arányos hozam és eszközarányos hozam alakulása 1992 és 2002 között, tulajdonosi értékteremtéshez való viszony szerinti bontásban N=50**



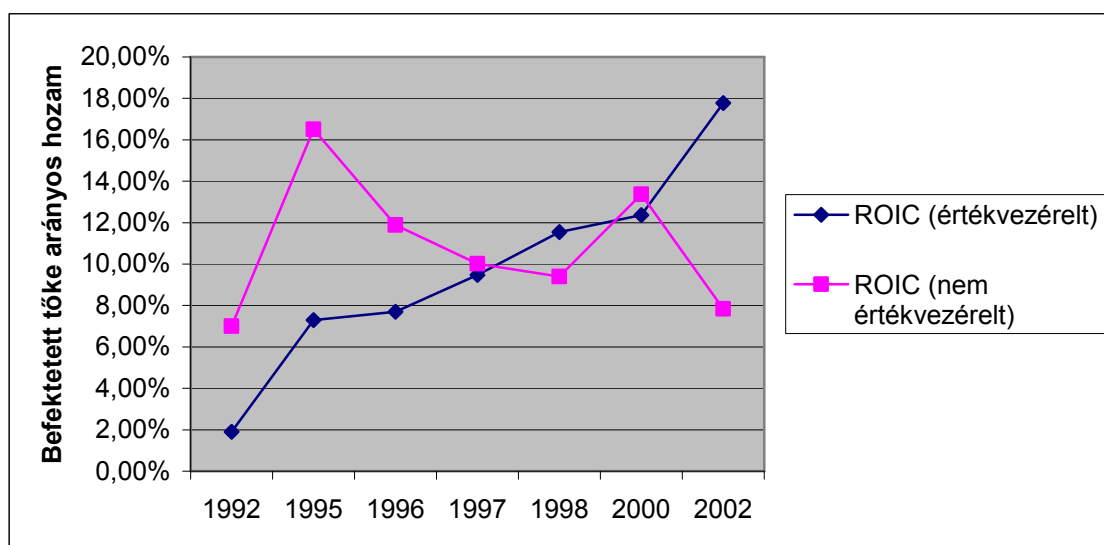
A bemutatott idősorokat, a kirajzolódó tendenciákat ugyanakkor óvatosan kell kezelni az eltérő inflációs hatások miatt.<sup>119</sup> 1995-ben a legmagasabb az infláció (24%), majd 1996-tól folyamatosan csökken az infláció mértéke, 2000-ben már 10% alatt van, és 2002-ben 5,3%. Radó M (2004d) kimutatta az infláció torzító hatását 29 magyarországi

<sup>119</sup> Infláció torzító hatásának problémáját lásd Radó M.[2004].

tőzsdéi vállalat 1994 és 2003 közötti pénzügyi teljesítményében. Számításai szerint az inflációs látszateredmény a vizsgált időszakon belül 1995-96 körül volt a legmagasabb, az árbevétel 8%-ára becsülte. Az infláció csökkenésével, az inflációs torzítás is folyamatosan csökkent 2,5% körüli szintre. Radó M (2004d) számításai alátámasztják azt a feltételezést, hogy az 1995-ben kimutatott kiugró jövedelmezőségi adatok háttérében inflációs torzítás áll. Radó M. (2004d) továbbá felhívja arra is a figyelmet, hogy az átlagos értékek háttérében vállalati szinten jelentős különbségek álltak. 1996-ban az árbevétel-arányos inflációs torzítás mértéke becslése szerint  $-1,5\%$  és  $16,9\%$  közt szórtak. (A rendelkezésre álló adatok alapján nem lehet megbízható inflációs szűrést végezni.)

Az infláción kívül egy másik torzító tényezőt is tartalmaznak az ábrák. Az elemzéseket a teljes 50 elemű mintára végeztem el, ugyanakkor az idősorok nem voltak teljesek. Ellenőrzés végett, a befektetett tőke arányos hozam vizsgálatát elvégeztem arra a 19 vállalatra is (14 értékvezérelt, 5 nem értékvezérelt), melyek 1992 és 2002 között teljes idősorral rendelkeztek. A számítások megerősítették a teljes adatbázisra levont legfontosabb következtetéseket, a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok 1992-ben még alacsonyabb befektetett tőke arányos jövedelmet értek el, de ez a viszony 2002-re megváltozott. (lásd 27. sz. ábra)

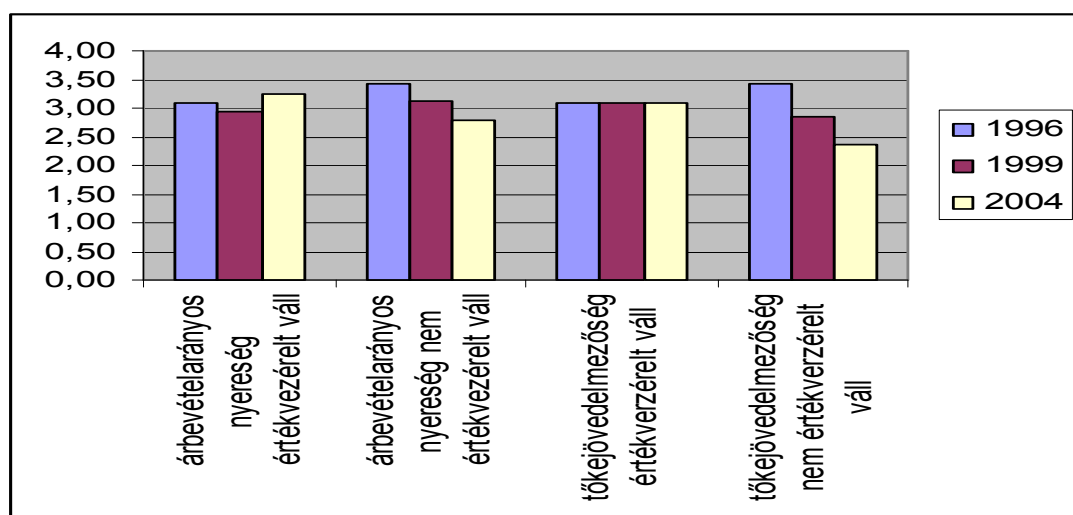
**27. ábra Befektetett tőke arányos hozam alakulása 1992 és 2002 között, tulajdonosi értékteremtéshez való viszony szerinti bontásban (19 teljes idősorral rendelkező vállalati minta alapján)**





A pénzügyi számítások eredményeit összehasonlítottam a vállalatok önértékelésének (iparághoz képest) eredményeivel. 1996-ban a nem értékvezérelt vállalatok látszólag jobbnak ítélték az árbevételarányos nyereségüket és a tőkejövedelmezőségüket, ugyanakkor a különbséget a független mintás t próba nem támasztotta alá (lásd 50. sz. CD melléklet). Az 1999-es felmérés adatai alapján már szignifikáns különbség mutatható ki; az árbevételarányos jövedelmezőségüket a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok értékelték jobbnak, a tőkejövedelmezőséget viszont a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok értékelték magasabbra. 2004-ben szignifikánsabb jobb önértékelést adtak a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok. Ha megnézzük az önértékelés időbeli alakulását, az látható, hogy míg a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok viszonylag stabilan átlag körülnek értékelik jövedelmezőségüket, a nem elkötelezett vállalatok önértékelése romló tendenciát mutat, 2004-ben már átlag alattinak értékelik teljesítményüket. (lásd 28. sz. ábra). **A vállalati önértékelés alátámasztja a nem értékvezérelt vállalatok tőkejövedelmezőségének romló tendenciáját, míg a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatoknál stabil, átlag körüli jövedelmezőség mutatható ki.**

**28. ábra. Iparági átlaghoz képesti önértékelés alakulása 1996 és 2004 között tulajdonosi értékteremtéshez való viszony szerinti bontásban**

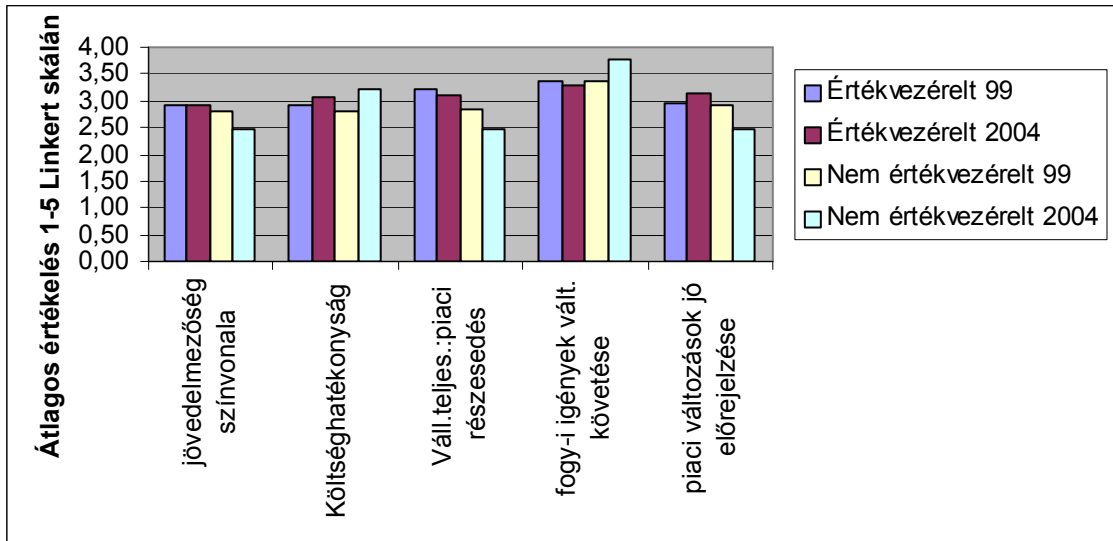


A legerősebb versenytárshoz képesti önértékelés időbeli alakulását vizsgálva az látható, hogy 1996-ban a vizsgálati szempontok több mint 85%-ban nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni, ez az arány 2004-ig folyamatosan csökken, és

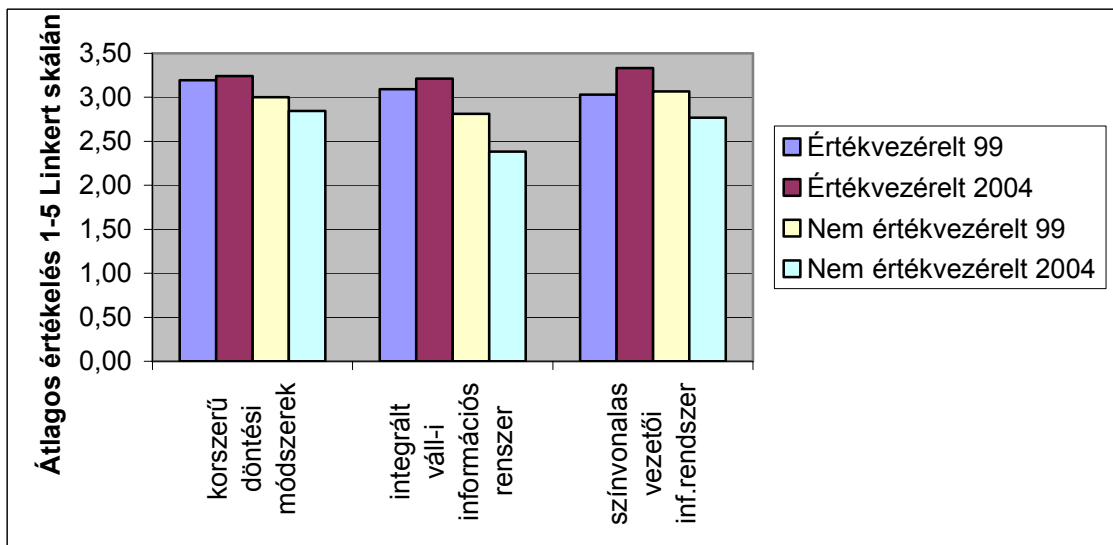
arányában nő azoknak a vizsgálati kérdéseknek a száma, amelyben a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok kedvezőbb önértékelést adtak. (lásd 67. sz. melléklet)

A legerősebb versenytárshoz képesti önértékelés alakulásából csupán néhány érdekes elemet emelnék ki. 1999-ben és 2004-ben a jövedelmezőség színvonalát - a legerősebb versenytárshoz viszonyítva - az értékvezérelt vállalatok szignifikánsan jobbnak értékelték (lásd 29. sz. ábra). Érdekes megfigyelni, hogy amíg az értékvezérelt vállalatok esetében 1999-hez képest nem történt változás az önértékelésben, a nem értékvezérelt vállalatok rosszabbnak ítélték jövedelmezőségüket 2004-ben mint 1999-ben. A piaci részesedés megítélésében is romló tendencia mutatható ki, de míg a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok 2004-ben még így is átlag felettinek (3,12) értékelték a piaci részesedésüket, a nem értékvezérelt vállalatok átlag alattinak (2,46). Meglepő módon a költséghatékonyság és a fogyasztói igények változásának követése esetében a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok mutattak kedvezőbb önértékelést 2004-ben. Ebből az eredményből ugyanakkor nem szabad messzemenő következtetéseket levonni. A fogyasztói igény változásának követését 1999-ben még az értékvezérelt vállalatok értékelték jobbnak, ebben az évben a jövedelmezőség és a fogyasztói igények változásának követése között még jelentős (44%) korrelációt lehetett kimutatni, ugyanakkor 2004-ben, mikor a nem értékvezérelt vállalatok önértékelése jelentősen megugrott, a jövedelmezőség és fogyasztói igények változásának követések között már nem lehetett szignifikáns korrelációt kimutatni. (lásd 49. sz. CD melléklet). A kedvezőbb költséghatékonyságot sem lehet bizonyítottan venni, mivel a 2004-es teljes adatbázis éppen fordított irányú kapcsolatot mutatott ki (lásd H2c alhipotézis) Érdeemes felfigyelni arra, hogy míg az értékvezérelt vállalatok önértékelése javult a piaci változások előrejelzése, korszerű döntési módszerek, integrált vállalati információs rendszerek, vezetői információs rendszerek esetében, a nem értékvezérelt vállalatok önértékelése romló tendenciát mutatott (lásd 30. ábra). E három utóbbi értékelési tényező jelentős korrelációs kapcsolatot (30%-48%) mutatott a jövedelmezőség megítélésével.

**29. ábra. Legerősebb versenytárshoz képesti önértékelés I. (jövedelmezőség, költséghatékonyság)**



**30. ábra. Legerősebb versenytárshoz képesti önértékelés II. (döntési módszerek, információs rendszer)**



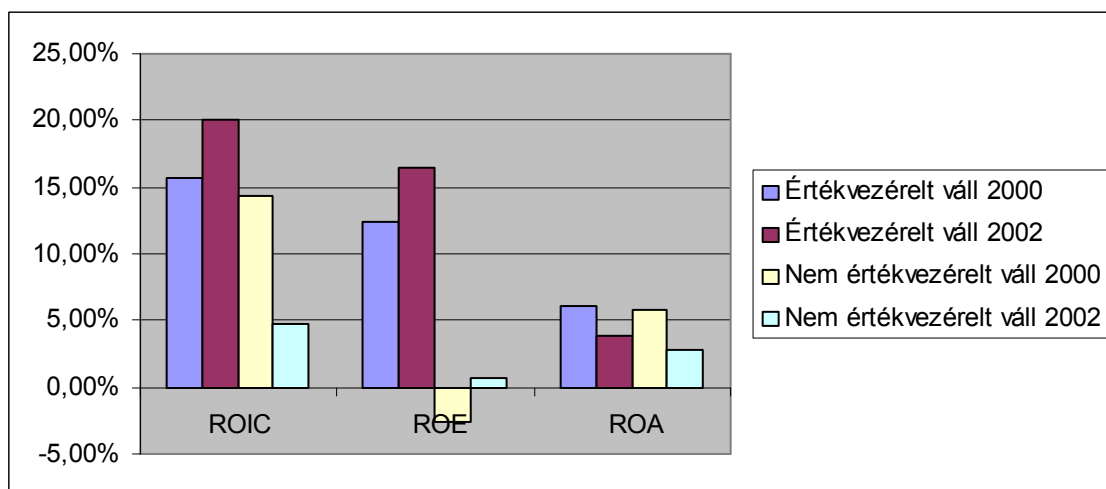
**Jövedelmezőség alakulása 2000 és 2002 között**

Mivel a pénzügyi mutatószámok alakulása 2000 és 2002 év között a jövedelmezőség romlását mutatták ki mind a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett, mind a nem elkötelezett vállalati kategóriában, ugyanakkor a szubjektív önértékelés az értékvezérelt vállalatok esetében változatlan tőkejövedelmezőséget jelzett, továbbvizsgáltam a 2004-

es adatbázison (301 vállalati minta segítségével), a jövedelmezőség alakulását 2000 és 2002 között.

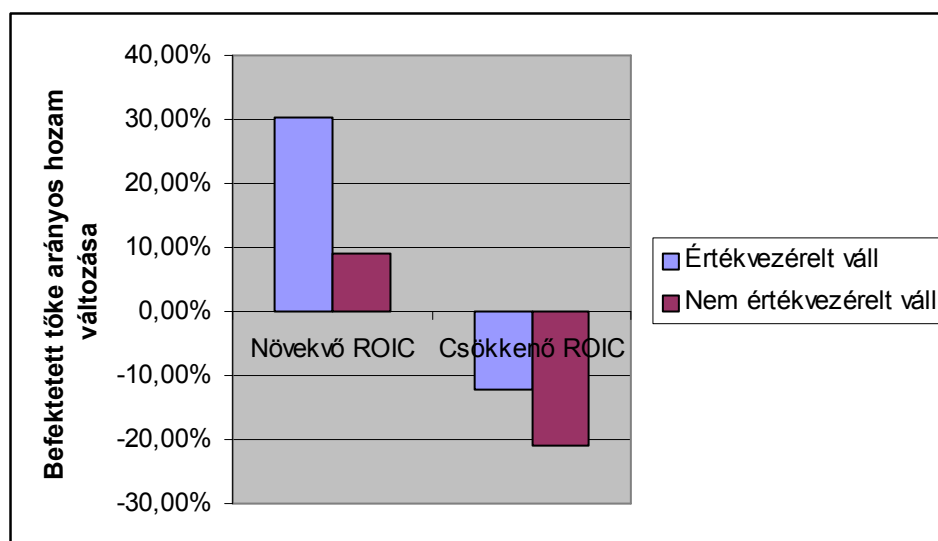
A 2004-es adatbázis alapján végzett számítások a **tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok** esetében átlagosan javuló befektetett tőke arányos és saját tőke arányos **jövedelmezőségét mutatták ki, míg a nem elkötelezett vállalatok esetében a számítások megerősítették a korábban megállapított romló jövedelmezőségi tendenciát** (csupán a saját tőke arányos nyereségben következett be átlagos javulás) (lásd 31. sz. ábra).

**31. ábra. Jövedelmezőségi mutatók alakulása 2000 és 2002 között, tulajdonosi értékteremtéshez való viszony szerinti bontásban**



Továbbvizsgálva a befektetett tőke arányos hozam alakulását, az állapítható meg hogy a **vállalati minta több mint felénél csökkenés következett be** (az értékvezérelt vállalatok 58%-nál, a nem értékvezérelt vállalatok 62%-nál). A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatcsoporton belül csak kismértékben (4,43 százalékpontos különbség) volt magasabb azon vállalatok aránya, ahol javulást lehetett kimutatni. A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok befektetett tőke arányos jövedelmezőségének kedvezőbb alakulása egyrészt annak köszönhető, hogy kismértékben, de nagyobb arányban tartoztak a javulást mutató vállalatok közé; másrészt annak, hogy a javulást mutató vállalatcsoporton belül átlagosan nagyobb mértékű változást értek el, a csökkenő befektetett tőke arányos hozamú vállalatokon belül pedig kisebb mértékű csökkenést szenvedtek el. (lásd ...melléklet és 32. sz. ábra)

**32. ábra. Befektetett tőke arányos hozam alakulása 2000 és 2002 között, növekvő, illetve csökkenő ROIC szerinti bontásban**



A magyarországi vállalatok 2000. és 2002. évi teljesítményének összehasonlítása során érdemes azt is figyelembe venni, hogy 2000-ben Magyarországon 6%-os GDP növekedést mutattak ki, míg 2002-ben csupán 3,8%-t. Megvizsgáltam, hogy az átlagos csökkenő tendenciához képest hogyan alakult a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok jövedelmezősége.<sup>120</sup> A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok 70%-a mutatott kedvezőbb jövedelmezőséget mint a vállalati minta átlaga, a nem elkötelezett vállalatoknál ez az arány 59,6% volt.

**H2d alhipotézist,** miszerint a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok nagyobb teljesítményjavulást érték el 1992 és 2002 között, **az elvégzett vizsgálatok alátámasztották a vállalati mintára. 1992-ben még a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok jövedelmezősége volt magasabb, viszont 2000-ben és 2002-ben a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok jövedelmezősége szignifikánsan meghaladta a nem elkötelezett vállalatok jövedelmezőségét.** 1996-tól a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok befektetett tőke arányos jövedelmezősége romló tendenciát mutatott, melyet a vállalati önértékelés is megerősített. **A vállalati mintából levont következtetéseket nem általánosíthatjuk a vállalati sokaságra** több okból kifolyólag.

<sup>120</sup> Első lépésben mindkét évben, minden vállalat ROIC mutatóját normáltam (vettem a sokasági átlagtól való eltérését), majd összehasonlítottam a 2002-es és 2000-es év normált ROIC értékeit.

Alacsony elemszámú mintával dolgoztam (50 vállalat), és ezen belül a vállalatok csupán 38%-a rendelkezett hiánytalan pénzügyi adatokkal az 1992 és 2002 év közötti időszakra. Másrészt a minta nem reprezentálta a vállalati sokaságot. A minta vállalatainak legalább 60%-a 1992 óta, legalább 84%-a 1995 óta működik. A vállalati mintából hiányoztak azok a vállalatok, akik az elégtelen működés miatt felszámolásra kerültek. Ez az egyik lehetséges magyarázata annak, hogy a 2004-es adatbázisban a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok aránya 45%, az 1999-es és 2004-es felmérésben is résztvevő vállalati mintában az arányuk 68%, míg mindhárom felmérésben résztvevő vállalati csoporton belül 73%. Ez a mintaösszetétel nem reprezentálja a vállalati sokaságot. Végül a jövedelmezőség mérésére a ROIC mutatót használtam, amely a számviteli mércék közül a legjobbnak tekinthető, ugyanakkor számolni kell az inflációs torzítással, illetve a vállalati tőkeköltség ismerete nélkül nem tudjuk megállapítani, hogy a vállalatok az elmúlt időszakban értékteremtők vagy értékrombolóak voltak. Összességében az elvégzett számítások a vállalati sokaságra nem cáfolták meg a nagyobb teljesítményjavulást. Fontos jelzésértéke van annak, hogy a befektetett tőke arányos jövedelmezőség 2000 és 2002 között a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatcsoporton belül átlagosan javult, míg a nem elkötelezett vállalatcsoporton belül átlagosan romlott a 301 vállalatot tartalmazó mintában.

## 16. tábla H2 Hipotézis összefoglalása

Hipotézisek		Vállalati mintára	Megjegyzés	Sokaságra a módosított hipotézis
H2a	A 2002-es átlagos pénzügyi teljesítmény magasabb befektetett tőke arányos hozamban (ROIC) mérve	Elfogadva kiegészítéssel	A tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség mellett meghatározó tényező a környezeti változásokra való reakció. A változásokra felkészülő értékvezérelt vállalatok érték el a legmagasabb átlagos befektetett tőke arányos hozamot 2002-ben	Nem cáfolható, de a magasabb jövedelmezőség bizonyítása további vizsgálatot igényel.
H2b	A hagyományos számviteli mércék (ROE, ROA) nem mutatnak szignifikáns jövedelmezőségi különbséget	Módosítva	A módosított alhipotézis: a hagyományos számviteli mércék alapján nem minden esetben lehet szignifikáns különbséget kimutatni elfogadva.	Nem cáfolható, valószínűsíthető.
H2c	Jobb pénzügyi teljesítmény háttérben „működési kiválóság” áll.	Elfogadva		Nem cáfolható, valószínűsíthető.
H2d	A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok nagyobb teljesítményjavulást érték el 1992 és 2002 között.	Elfogadva		Nem cáfolható, de bizonyításához további vizsgálatok szükségesek.

## Összefoglalás

Az értékközpontú vezetés kialakításában kiemelt szerepet tölt be a teljesítménymérési és értékelési rendszer, de annak csupán egy szeletét jelenti.<sup>121</sup> Disszertációm egyik célkitűzése az volt, hogy a teljesítménymérés irodalmának áttekintésén, értékelésén keresztül bemutassam az **értékközpontú vezetést szolgáló teljesítménymérési rendszer** jellemzőit, kifejezetten arra a kérdésre koncentrálni, hogy hogyan mérik, milyen mutatók segítségével közelítik a tulajdonosi, illetve vállalati értéket, és az abban bekövetkező változást. **Kutatási célként a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok teljesítménymérési rendszerének és pénzügyi teljesítményének megismerését tűztem ki.**

A **teljesítménymérés irodalmának áttekintése** során bemutattam a hagyományos számviteli adatokon alapuló teljesítménymérés jellemzőit és problémáit, ismertettem a teljesítménymérés fejlődésének meghatározó tendenciáit: relevánsabb költséginformációk, nem pénzügyi értékteremtő tényezők előtérbe kerülése, stratégiai szemlélet megjelenése a teljesítménymérésben (lásd 2.3. alfejezet). A bemutatott módszerek, koncepciók bizonyos szintig hozzájárulhatnak a tulajdonosi érték növelését szolgáló döntések meghozatalához, és megvalósításához, viszont minden esetben a tulajdonosiérték-koncepcióba ágyazva kell őket alkalmazni.

Az **értékközpontúság megvalósítása a teljesítménymérésben** lényeges elemét jelenti egy jól működő, tulajdonosi értékteremtést szolgáló vezetési rendszernek. A fő vizsgálati kérdésem az volt, hogy hogyan „mérjük”, hogyan lehet folyamatosan nyomon követni a tulajdonosi értékben bekövetkező változást a vállalati teljesítménymérési rendszeren belül. A nemzetközi irodalomban **egyetértés mutatkozott a teljesítménymérés három szintjében: vállalat tőkepiaci teljesítménye (realizált tulajdonosi hozam); vállalat belső értéke; értékteremtő tényezők.** A végső pénzügyi cél a megfelelő tőkepiaci teljesítmény elérése, viszont a vállalatvezetőknek a vállalat belső értékének növelésére kell koncentrálniuk, miközben figyelemmel kísérik, és a

---

<sup>121</sup> Felmérések szerint (Olsen E. [2002a]) azoknál a vállalatoknál sikeres az értékközpontú vezetés, ahol nem egy szűk menedzsment eszköztárat jelent, hanem a szervezeti kultúrát is magába foglaló működési módot.

befektetői kommunikáción keresztül tudatosan „menedzselik” a vállalat piaci értékét. Az értékközpontú vezetés másik meghatározó eleme a vállalat kulcsfontosságú értékteremtő tényezőinek meghatározása és mérése, mivel ezeken keresztül lehet a legnagyobb hatást gyakorolni az érték alakulására. **Az egyes irányzatok abban térnek el egymástól, hogy milyen pénzügyi mutatók segítségével mérik a realizált tulajdonosi hozam, és a vállalat belső értékének a változását.** A piaci értékmérők közül a relatív teljes tulajdonosi hozamot (RTSR) érdemes kiemelni, amely annyiban fejleszti tovább az amúgy jelentős népszerűségnek örvendő teljes tulajdonosi megtérülést (TSR)<sup>122</sup>, hogy a TSR értéket elosztják a viszonyítási csoport vagy piaci indexszel, ezzel „kiszűrik” a vállalat teljesítményétől független tőkepiaci, illetve iparági tendenciák hatását, illetve implicit módon beépítenek egy elvárt megtérülést. TSR/RTSR mellett a másik javasolt mutató a piaci többlet értékmutató (MVA)<sup>123</sup>. A vállalat belső értékének mérésére számos mutatót fejlesztettek ki. A módszereket alapvetően két csoportba lehet sorolni, a maradványjellegű és cash-flow alapú mutatók, illetve napjainkra már kifejlesztették a cash-flow alapú maradványjellegű mutatókat. A legnépszerűbb, legismertebb maradványjellegű mutató az EVA<sup>124</sup>, publicitást tekintve őt követi a cash-flow alapú mutatók közül a CFROI<sup>125</sup>. Disszertációm 2.5. alfejezetében részletesen bemutatom a javasolt teljesítménymércék számítását, előnyeit, hátrányait.

A vállalati teljesítménymérés területén nagyon sok szerteágazó **empirikus kutatást** végeztek. Három kutatási irányt érdemes kiemelni, melyek a legszorosabban kapcsolódnak disszertációm témájához. (Részletesen lásd 4.1. fejezet.) A javasolt teljesítménymérce „jóságát” a legtöbb esetben a belső teljesítménymérce és a részvényesi megtérülés közötti szignifikáns korrelációs kapcsolat meglétével kívánták alátámasztani. Az eredmények ellentmondásosak voltak, melyre magyarázatot adnak a vállalat piaci értékének és belső értékének rövid távú eltérései, illetve a tőkepiaci viselkedés sajátosságai. Fontosabbnak tekintem azt a kutatási irányt, amely a mutatók „jóságát” azzal teszteli, hogy egy adott pénzügyi mérce alkalmazása elősegíti-e az értéknövelő viselkedés megvalósulását, és végső soron hozzájárul-e a jobb tőkepiaci teljesítményhez. A javasolt belső teljesítménymércék közül a szakirodalom és az

---

<sup>122</sup> TSR = (részvényárfolyam a periódus végén – részvényárfolyam a periódus elején) \* részvények átlagos száma + jóváhagyott, kifizetett osztalék.

<sup>123</sup> MVA = Részvények száma \* (részvényárfolyam – részvények gazdasági könyvszerinti értéke)

<sup>124</sup> EVA = Adózott nettó működési eredmény (NOPLAT) – (tőkeköltség %-ban \* összes befektetett tőke)

<sup>125</sup> CFROI = Adózás utáni működési CF / befektetett tőke.



empirikus felmérések eredményei alapján nem lehet abszolút „győztest” kikiáltani, mindig a vállalat sajátosságainak megfelelő mutatót kell alkalmazni. A későbbiekben a fő vizsgálati kérdés az lesz, hogy milyen környezeti tényezők befolyásolják egy mutató „sikerességét” és mikor melyik mutató alkalmazása jelenthet előnyt. A harmadik fő kutatási irány a nem pénzügyi értékteremtő tényezők és a részvényesi értékteremtés közötti kapcsolat vizsgálata. Itt is ellentmondásosak az eredmények. Általánosságban azt lehet mondani, hogy a nem pénzügyi értékteremtő tényezők fontosságát érzékelik a vezetők, ugyanakkor gyakran problémás a mérésük. Felmérések azt mutatták, hogy azok a vállalatok, akik „értékvezérelt” mutatót alkalmaznak a teljesítményük mérésére, illetve meghatározzák, és kimutatják az értékteremtő tényezők közötti ok-okozati összefüggést általában jobb teljesítményt értek el, mint iparági versenytársaik.

A **magyarországi teljesítménymérési irodalom** áttekintése (3. fejezet) azt mutatta, hogy a meghatározó teljesítménymérési módszerek, technikák megjelentek a hazai szakirodalomban, illetve a legfontosabb nemzetközi tendenciák, kutatási irányok hazánkban is fellelhetők. A vállalati esettanulmányok alapján azt állíthatjuk, hogy az értékközpontú szemlélet és ennek megvalósítását támogató teljesítménymérési módszertan megjelent a magyarországi vállalati gyakorlatban; kutatásom ugyanakkor hiánypótlónak tekinthető, annak átfogó jellege miatt.

**Kutatásomban két fő hipotézist fogalmaztam** meg; egyrészt a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok nagyobb figyelmet fordítanak a teljesítmény mérésére, nagyobb arányban alkalmazzák az új teljesítménymérési módszereket; másrészt működésükre szignifikánsan magasabb hatékonyság és jobb pénzügyi teljesítmény a jellemző, mint a tulajdonosi értékteremtésre nem koncentrálnó hazai vállalatok esetében. A **hipotézisek teszteléséhez a 2004-es versenyképességi kutatás 301 vállalatot tartalmazó adatbázisát használtam.**

Az előzetesen megfogalmazott hipotézisek tesztelése előtt, az egyik kritikus kérdés a **tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalati kör azonosítása** volt. A vállalati mintában a felsővezetők általában (94%) egyet értettek azzal, hogy a döntéshozatal során a tulajdonosok érdekeit fontos figyelembe venni. A pénzügyi vezetők 83%-a gondolta úgy, hogy a pénzügyi teljesítmény megítélésénél a tulajdonosi

elégedettség meghatározó szempont. Az elemzések ugyanakkor azt mutatták, hogy **bizonytalanság van abban a kérdésben, hogy mit is jelent a tulajdonosi érdekek figyelembe vétele.** A pénzügyi stratégia kialakítása, és a pénzügyi teljesítmény mérése során a minta vállalatainak csupán 34%-a tulajdonított fontos szerepet a magas tulajdonosi hozamnak. **A legtöbb vállalat pénzügyi vezetője továbbra is árbevételarányos ill. eszközarányos hozamban gondolkodott, mint legfőbb pénzügyi cél, és nem tulajdonosi értékteremtésben.** Az értékközpontú vállalatvezetésnek ugyanakkor központi eleme, hogy a vállalatvezetők világosan értsék, hogy a vállalati értéket, s ezen keresztül a tulajdonosi értéket a hosszú távú, kockázatot is figyelembe vevő, pénzáramlásokban megjelenő teljesítmény határozza meg, és nem a rövid távú számviteli eredmény. Az árbevételarányos és eszközarányos hozam nem méri a tulajdonosi értékben bekövetkező változást, mindkettő parciális mutatónak tekinthető. Az értékközpontú vállalatvezetés megvalósításához nem elegendő felsővezetői szinten kinyilvánítani a tulajdonosi értékteremtés fontosságát, ezt az egész szervezetben tudatosítani kell, illetve megfelelő mércékkel kell rendelkezni az értékteremtés méréséhez. Ez jelentette besorolásom kiindulópontját, ugyanakkor viszonylag tágran értelmeztem a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettséget<sup>126</sup> (lásd 5.3.2. alfejezet), így a vállalati minta 45%-a került ebbe a kategóriába. **A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok minden nemzetgazdasági ágazatban megtalálhatóak voltak,** többségük középvállalati (44%) és nagyvállalati (42%) kategóriába tartozott. A vállalati minta összetételéből adódóan többségük (54%) többségi belföldi tulajdonban volt. A többségi külföldi tulajdonban levő vállalatok aránya (25%) meghaladta a vállalati minta, és a sokasági arányt, illetve reprezentálták magukat (21%-ban) többségi állami tulajdonú vállalatok is.

**Az elvégzett számítások a vállalati mintára megerősítették a H1 hipotézist, miszerint a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok nagyobb figyelmet fordítanak a teljesítmény mérésére.** A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok nagyon magas arányban (77%-97%), és

---

<sup>126</sup> A későbbi vizsgálatok arra a problémára világítottak rá, hogy „a magas tulajdonosi hozam szerepe a pénzügyi stratégiában” kérdést sok esetben nem tudták a vezetők értelmezni. Így azokat a vállalatokat soroltam a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalati kategóriába, ahol a felsővezetőség és pénzügyi vezetőség kinyilvánítás szintjén elkötelezte magát a tulajdonosi értékteremtés mellett, és fontosnak tartották a magas tulajdonosi hozamot a pénzügyi stratégiába, illetve azokat a vállalatokat is, akik ez utóbbi kérdést nem tudták értelmezni, de a jövedelmezőséget fontos szempontnak tartották, és megfelelő teljesítménymérési eszköztárral rendelkeztek.

szignifikánsan magasabb arányban alkalmazták a pénzügyi mutatószámok elemzését, a cash-flow kimutatás elemzését, fix-változó költség elkülönítését, fedezeti pont elemzést, költségérzékenységi vizsgálatokat, tőkeköltség számítást, és készletforgási mutatókat. (H1a,b,c alhipotézis) Ezen teljesítménymérési eszközök fontos szerepet töltenek be a tulajdonosi értékmaximáló döntések során, lényeges részét képezik egy fejlett vezetői információs rendszernek. A tulajdonosi értékteremtés szemléletmódját a teljesítménymérésben abban is tetten érhetjük, hogy a cash-flow számítást és a tőkeköltségszámítást sokkal hasznosabbnak tekintették a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok, mint a nem elkötelezett vállalatok (H1d alhipotézis). Tehát **feltételezhetjük, hogy Magyarországon van olyan vállalati kör, ahol már nem kizárólagosan számviteli nyereségben gondolkodnak, hanem vállalati, illetve tulajdonosi értékben.**

A versenyképességi kutatás adatbázisának elemzése nem adott megbízható választ arra, hogy milyen mércét alkalmaznak a vállalatok a belső értékének közelítésére, mit tekintenek a legfőbb értékmérőnek. A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok 35%-a alkalmazta csak az EVA mutatót (ők a mutatót hasznosnak tekintették), ugyanakkor ez az arány elmaradt a nemzetközi felmérések 41%, ill. 54%-os arányától<sup>127</sup>. További vizsgálatot igényel az a kérdés, hogy milyen mutatót alkalmaznak a magyarországi vállalatok a tulajdonosi érték mérésére.

A hazai szakirodalomban az 1990-es évektől jelentős figyelem irányult a vezetői számvitel kérdéseire és a kontrolling rendszer kialakításának lehetőségeire. 2004-ben a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok 93%-ában készültek rendszeres **kontrolling jelentések**, melyben nagyobb arányban jelentek meg az értékteremtő tényezők, továbbá nagyobb mértékben támaszkodnak a pénzügyi kimutatásoktól eltérő információs forrásokra, mint a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok kontrolling rendszerei. (H1g,h alhipotézis)

Az értékteremtő tényezők mérésének fontosságát mind a szakirodalom hangsúlyozza, mind a az empirikus kutatások alátámasztják. A **tulajdonosi értékteremtés mellett**

---

<sup>127</sup>A KPMG 2003-as felmérése azt mutatta, hogy az értékközpontú vállalatvezetés mellett elkötelezett vállalatok 54%-a alkalmazta az EVA mutatót, míg Ryan - Trahan 1999. felmérésében a válaszadók 41%-a.

**elkötelezett vállalatok fejlettebb információs rendszerrel rendelkeztek** a vezetők önértékelése alapján, **ebből következően információs rendszerük jobban támogatta az értékteremtő tényezők mérését.** A pénzügyi értékteremtő tényezők támogatottsága egyértelműen magasabb volt, ugyanakkor a nem pénzügyi értékteremtő tényezők esetében, több esetben nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni. A nemzetközi szakirodalommal egyező eredményre jutottam abban a kérdésben, hogy a nem pénzügyi értékteremtő tényezőket fontosnak tartják a vezetők, de még a legfejlettebb vállalati információs rendszer is csak közepes mértékben támogatja például a vevők vagy a munkatársak elégedettségének mérését. Az információs rendszer vizsgálata során azt a megállapítást lehetett levonni, hogy **a számviteli megközelítés sokkal jobban jellemezte a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatokat, az értékvezérelt vállalatok magasabb arányban támaszkodtak más információs forrásokra.** (H1e, f, alhipotézis)

A nemzetközi szakirodalomban több kutatót foglalkoztatott az a kérdés, hogy az értékközpontú vállalatvezetés szemléletmódját követő vállalatok szignifikánsan magasabb jövedelmezőséget érnek-e el. Kleiman [1999] és Biddle [1999] nyomán azt a hipotézist (H2) fogalmaztam meg, hogy **a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok működésére szignifikánsan magasabb hatékonyság és jobb pénzügyi teljesítmény jellemző, mint a tulajdonosi értékteremtésre nem koncentráló hazai vállalatokra.**

A vállalati mintában a 2002-es év befektetett tőke arányos hozamát vizsgálva egyértelműen magasabb átlagos jövedelmezőség mutatható ki a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatcsoportban (11,84% szemben a 4,75%-kal). Ugyanakkor ebből nem következik az, hogy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok nagyobb arányban teremtettek volna értéket a tulajdonosaik számára, erre csupán feltételezéseink vannak. Mivel nem állt rendelkezésre a vállalati tőkeköltség, illetve nem lehetett megbízható iparági összehasonlítást végezni, ezért a hipotézis „bizonyításához” a Lazarsfeld-modellt hívtam segítségül, ahol is a csoportképző ismérveket regresszióelemzés segítségével választottam ki.

Az elvégzett regresszió elemzés arra világított rá, hogy a vállalati mintában a jövedelmezőség alakulására szignifikáns hatást gyakorolt az, hogy a vállalatok a

környezeti változásokra hogyan tudtak reagálni. A környezeti **változásokra felkészülő értékvezérelt vállalatok érték el a legmagasabb átlagos befektetett tőke arányos hozamot** (18,2%), ugyanakkor a változásokra késve, vagy nem reagáló értékvezérelt vállalatok teljesítménye gyengébb volt (3,6%), mint a változásokra felkészülő nem értékvezérelt vállalatoké.

**A másik meghatározó tényező a jövedelmezőség alakulására** (regresszió számítás alapján) **a fő tulajdonosi típus volt.** A többségi állami tulajdonú vállalatok esetében a számítások azt mutatták, hogy azoknál a vállalatoknál, ahol a menedzsment szemléletében változás következett be (megjelent a jövedelmezőségre törekvés, a „tulajdonosi értékteremtés”), illetve sikerült felkészülniük a környezeti változásokra, magasabb jövedelmezőséget értek el. Ugyanakkor ez nem jelenti azt, hogy ezek a vállalatok értéket teremtettek, jövedelmezőségük nagyon alacsony volt, többségük valószínűleg értéket rombolt.

Lényegesen kedvezőbb hozamot értek el (15%) a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett többségi külföldi tulajdonban levő vállalatok. A többségi külföldi tulajdonú vállalatok esetében a regresszió elemzés azt mutatta, hogy a jövedelmezőséggel a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettségen túl a vállalati méret mutat szignifikáns sztochasztikus kapcsolatot. A többségi külföldi tulajdonú vállalatokon belül a nagyvállalatok mutatták ki a legmagasabb jövedelmezőséget 2002-ben, ugyanakkor e kategórián belül nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni az értékvezérelt és nem értékvezérelt vállalatok befektetett tőke arányos hozama között (16% ill. 17%).

A többségi belföldi tulajdonú vállalatcsoport esetében merült fel a legtöbb kérdés. Igaz, hogy ki lehetett mutatni a szignifikánsan magasabb befektetett tőke arányos hozamot, viszont a regresszió számítás nem erősítette meg a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség és a jövedelmezőség közötti sztochasztikus kapcsolatot, úgy mint a teljes vállalati mintára, illetve a többségi állami és külföldi tulajdonú vállalatcsoport esetében. A számítások azt mutatták, hogy a többségi belföldi tulajdonban levő vállalatok jövedelmezőségét leginkább az befolyásolta, hogy a környezeti változásokra fel tudtak-e készülni.

A Lazarsfeld-modell alapján végül 11 alcsoportban végeztem el a jövedelmezőség összehasonlítását, 75%-ban a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok mutattak magasabb befektetett tőke arányos hozamot. **Összességében kutatásom nem cáfolta meg azt a feltételezést, hogy ha a vállalatvezetésben világosan**

**megfogalmazott célként jelenik meg a tulajdonosi értékteremtés** (függetlenül attól, hogy a vállalati célhierarchiában pontosan hol helyezkedik el, és hogyan viszonyul a többi érintett céljaihoz) **az kedvezőbb pénzügyi eredményhez fog vezetni.**

A hipotézisvizsgálatok alátámasztották, hogy a **jobb pénzügyi teljesítmény háttérében „működési kiválóság” állt (H2c alhipotézis).** A vezetők önértékelése alapján, a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett magyarországi vállalatok jobb költséghatékonysággal rendelkeztek, jobban jelezték előre a piaci környezetet, kedvezőbbnek ítélték meg piaci részesedésüket, fogyasztói szolgáltatásuk színvonalát, piaci árak versenyképességét, kapacitáskihasználtságukat, logisztikai rendszerüket, információs rendszerüket. A vezetői önértékelés tartalmazhat szubjektív elemeket is, ebben az esetben a vizsgálatok eredményei a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok vezetőinek **értéktudatos szemléletmódjáról** tanúskodnak.

Kleiman [1999] felmérése azt mutatta, hogy az EVA mutatót alkalmazó vállalatok jobb részvénytőkepiaci eredményt értek el, ugyanakkor az új koncepció bevezetése előtt teljesítményük nem különbözött szignifikánsan iparági versenytársaiktól. A 11 évet felölelő 50 elemű mintán elvégzett **longitudinális vizsgálat** eredményei nem mondtak ellent Kleiman [1999] megállapításainak. A tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok átlagos befektetett tőke arányos hozama 1992-ben még szignifikánsan meghaladta a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok hozamát, viszont 2002-ben már az elkötelezett vállalatok egyértelműen magasabb jövedelmezőséggel rendelkeztek. A vezetői önértékelés az értékvezérelt vállalatok esetében stabil átlagos tőkejövedelmezőséget mutatott, míg a **nem értékvezérelt vállalatok esetében romló tendenciát jelzett**, miközben jelentős változások következtek be a tulajdonosi szerkezetben, a keresletben, a versenyhelyzetben.

A jövedelmezőséget befektetett tőke arányos hozamban mértem, amely az egyik preferált értékvezérelt parciális mutató. A hagyományos számviteli mutatókkal kapcsolatos problémákat számításaim részben támasztották alá (H2b alhipotézis). Mivel jelentős jövedelmezőség különbség állt fent az értékvezérelt és nem értékvezérelt vállalatok jövedelmezőségében, ezért 2002-ben az alcsoporthoz 50 %-ában a hagyományos mércékkel is ki lehetett mutatni a szignifikáns jövedelmezőségi különbséget, a longitudinális elemzés jelentősebb eltéréseket mutatott. 50 elemű

vállalati minta 11 évet átölelő adatbázisán vizsgáltam azt a kérdést, hogy a ROIC, ROE, ROA jövedelmezőségi mutatók azonos irányú elmozdulást (javulást vagy romlást) mutatnak-e időszakról-időszakra. Átlagosan 28%-os inkonzisztenciát lehetett kimutatni, amely azt jelzi, hogy a számviteli mércék nem minden esetben elégítik ki a teljesítménymércékkel szembeni legfontosabb követelményt, az **ösztönző sorbarendezés** elvét. A kérdés ugyanakkor további vizsgálatot igényel, mivel a ROIC mutatóval csak közelíteni próbáltuk a tulajdonosi érték változását, de önmagában az nem alkalmas annak a mérésére.

Vizsgálatom a magyar vállalati szféra szempontjából egy kritikus periódust ölel fel. A gazdaság átalakulása, a tulajdonosi szerkezet átalakítás utáni „tanulási” időszakot vizsgálta. A magyarországi vállalatok tanulták a piacot, a versenytársakat, a tulajdonosi magatartást és célrendszert; miközben a magyar gazdaság nyitottságából eredően egy éles versenyben kellett helytállni még a hazai piacon is. Ebben a „tanulási periódusban” vizsgáltam a nemzetközi szakirodalomban megjelenő standardok alapján a magyarországi vállalatok tulajdonosi értékteremtéshez való viszonyát. Kutatásom a jelentős környezeti zajok együttes hatásának jelenléte ellenére sem cáfolta azt, hogy a szemléletmódban, a vállalati belső értékrendben, a célrendszerben és az alkalmazott teljesítménymércék területén, jelentős vállalati csoportokban jelen van a tulajdonosi értékteremtés, illetve több jel mutat arra, hogy a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség működési kiválósággal is együtt jár. Ezek a jelek a gyakorlatban ösztönözhetik a vállalatvezetést és a tulajdonosokat az értékteremtést segítő teljesítménymércék alkalmazására, a gazdálkodás középpontjába állítására. Emellett kutatásom eredményei felhasználhatók az egyetemi oktatásban, a vállalati gyakorlatban és kiindulópontját képezhetik további kutatásoknak.

### **További kutatási irányok**

Az előzetesen megfogalmazott hipotéziseimet nem cáfolták meg a versenyképességi kutatások 2004-es adatbázisán elvégzett számítások, ugyanakkor számtalan nyitott kérdést hagytak. Szeretném megismételni, illetve kibővíteni kutatásomat, lehetőleg kiküszöbölve azokat az adatbázis jellegéből adódó hiányosságokat, illetve módszertani problémákat, melyek gyengítették következtetéseim megbízhatóságát.

Továbbra is három fő kérdéskörre koncentrálnék:

- I. Magyarországi vállalatok viszonya a tulajdonosi értékteremtéshez.
- II. A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok teljesítménymérési rendszerének jellemzői.
- III. A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok pénzügyi teljesítményének alakulása.

Az elvégzett elemzések azt mutatták, hogy a magyarországi vállalatvezetők (kinyilatkoztatásuk szerint) fontosnak tartják a tulajdonosi érdekek figyelembe vételét döntéseik során. További vizsgálandó kérdés, hogy a tulajdonosi értékteremtés mint cél hol helyezkedik el a vállalati célhierarchiában, és ez gyakorol-e szignifikáns hatást a vállalati működés különböző területeire.

A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok teljesítménymérési rendszerének vizsgálatakor, az egyik jelentős előrelépést az ellenőrző, kontroll kérdések beépítése jelentené. Például a cash-flow kimutatás kimutatott magas alkalmazási aránya annak köszönhető, hogy a cash-flow kimutatás az év végi beszámoló kötelező eleme, vagy ténylegesen fontos szerepet tölt be a vállalati pénzgazdálkodás és a teljesítménymérés során; a vállalati tőkeköltséget a beruházási döntéseken túl figyelembe veszik-e a vállalati teljesítmény értékelésekor, illetve megfelelően értelmezik-e az EVA mutatót, hogyan történik a számítása (alkalmaznak-e számviteli korrekciókat)? Fontos vizsgálati kérdés hogy a vezetők tudatában vannak-e, hogy mely tényezők gyakorolják a legnagyobb hatást a vállalati érték alakulására (melyek a kritikus értékteremtő tényezők. Megfelelő információs rendszerrel rendelkeznek-e az értékmaximalizáló döntések támogatásához, és a kritikus értékteremtő tényezők mérésére. Jelen kutatásban ezeket a kérdéseket közvetett módon tudtam vizsgálni, továbbá fontos a fejlődési tendenciák feltárása.

A 2004-es versenyképességi kutatás adatbázisának elemzésén alapuló, a vállalati jövedelmezőség alakulásával összefüggő megállapításaim „helyességét” szükséges lenne új vállalati mintán letesztelni. Az egyik legfontosabb kérdés, hogy az új adatbázison is kimutatható-e a sztochasztikus kapcsolat léte a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség és a vállalati jövedelmezőség között. Külön figyelmet kell fordítani a többségi belföldi tulajdonban lévő vállalatcsoportra, ahol további alcsoportok



képzésével mélyebb vizsgálatok végzése kívánatos (adóelkerülés jelensége, válaszadási megbízhatóság, méret és standard működési kör figyelembevétele mellett). Longitudinális elemzés segítségével vizsgálható a szemléletmódban bekövetkező változás hatása a vállalati működés jellemzőire.

## Mellékletek

### 1. számú melléklet

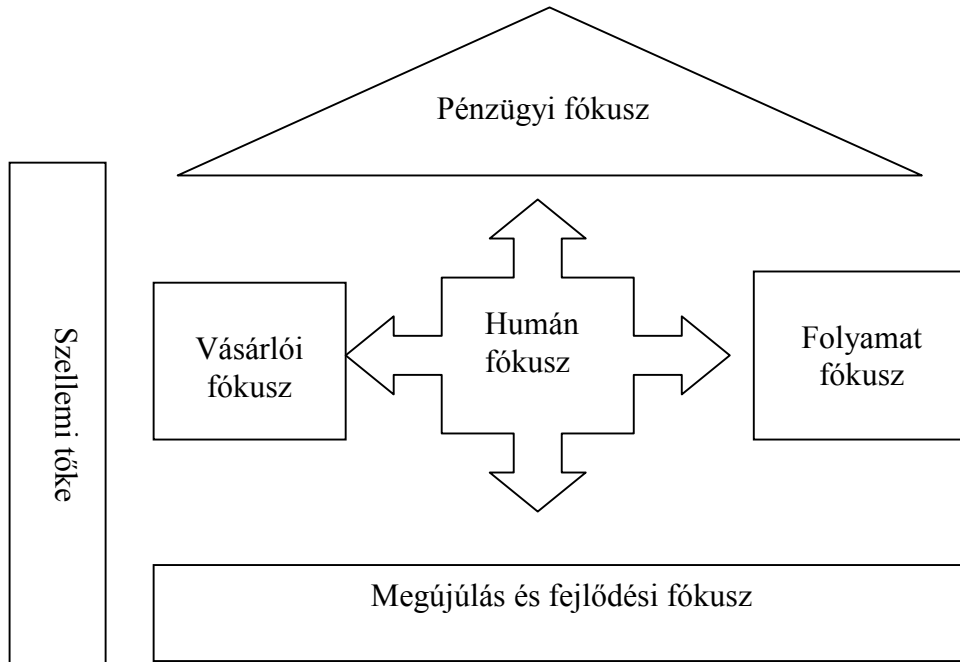
#### Gyakran alkalmazott rövidítések jegyzéke

Rövidítések	Angol megnevezés	Magyar elnevezés	Kapcsolódó fejezet
ABC	Activity Based Costing	Tevékenység alapú költségszámítás	2.3.2.
ABM	Activity Based Management	Tevékenység alapú vezetés	2.3.2.
BSC	Balanced Scorecard	Kiegensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer	2.3.2.
CFROI	Cash flow return On Investment	Befektetés arányos cash flow megtérülés	2.5.2.1.
CVA	Cash Value Added	Hozzáadott cash érték	2.5.2.2.
EP	Economic Profit	Gazdasági profit	2.5.1.2.
EBIT	Earnings Before Interests and taxes	Adó és kamatfizetés előtti eredmény	2.5.1.
EPS	Earnings per share	Egy részvényre jutó eredmény	2.3.1.
EVA	Economic Value Added	Gazdasági hozzáadott érték	2.5.1.
MVA	Market Value Added	Piaci hozzáadott érték	2.6.2.
NOPAT	Net Operating Profits afer Tax	Adózott nettó működési eredmény	2.5.1.
NOPLAT	Net Operating Profit less Adjusted Taxes	Korrigált adóval csökkentett nettó működési eredmény	2.5.1.
P/E	Price / Earnings	Árfolyam / eredmény ráta	2.3.1.
REVA	Refinement of EVA	Finomított EVA	2.5.1.3.
RI	Residual Income	Maradványjövedelem	2.5.1.
ROA	Return on Assets	Eszközarányos megtérülés	2.3.1.
ROE	Return on Equity	Saját tőke arányos megtérülés	2.3.1.
ROI	Return on Investment	Befektetés arányos hozam	2.3.1.
ROIC	Return on invested capital	Befektetett tőke arányos hozam	2.5.1.2.
RTSR	Relative Total Shareholder Return	Relatív teljes részvényesi megtérülés	2.6.1.
TSR	Total Shareholder Return	Teljes részvényesi megtérülés	2.6.1.
SVA	Shareholder Value Added	Hozzáadott tulajdonosi érték	2.5.2.3.
WACC	Weighted average cost of capital	Súlyozott átlagos tőkeköltség	2.5.1.1.

2. számú melléklet

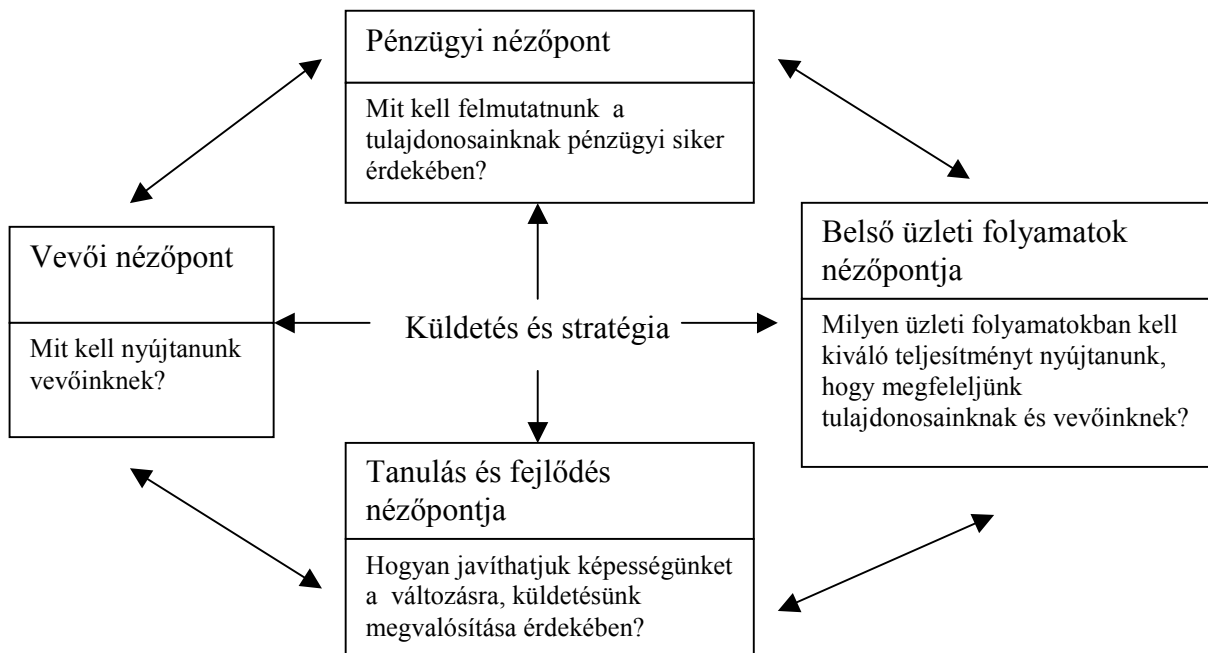
Skandia Business Navigator és Kaplan R. S. – Norton D. T. [1997] BSC rendszere

Skandia Business Navigator



Forrás: Ashton R. S. [2005] 60.old.

Kaplan R. S. – Norton D. T. [1997] BSC rendszere



Forrás: Kaplan, R. S. – Atkinson, A. A. [2003] 331. old.

### 3. számú melléklet

#### Tőkeköltség számítás CAPM modell

A súlyozott tőkeköltség számítás kritikus pontja a saját tőke után elvárt hozam becslése, amelyre még napjainkban is a legelterjedtebb módszer a tőkepiaci árfolyamok modellje, vagy CAPM modell.  $r_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$ , ahol:  $r_e$  = saját tőke költsége,  $r_f$  = kockázatmentes hozam,  $(r_m - r_f)$  = piaci kockázati prémium,  $\beta$  = béta.

A **kockázatmentes hozam ( $r_f$ )** elméletileg egy olyan értékpapír, vagy értékpapír-portfólió hozama, amely esetén nem áll fenn a fizetéseképtelenség kockázata, és nem korrelál más befektetésen elérhető hozammal. Ennek becslésére a kincstári váltók, vagy állampapírok hozamát alkalmazzák. (Copeland T. et. al. [1999] 291. old.) Lehetőleg úgy kell kiválasztani a kockázatmentes hozam számításának alapját képező értékpapírt, hogy annak lejáratát összhangban legyen a befektetés időtávjával.

A **piaci kockázati prémium ( $r_m - r_f$ )** a piaci portfólió várható hozama és a kockázatmentes kamatláb közötti különbség. Értékét általában historikus adatok alapján becsülik.<sup>128</sup> A becsült érték függ a piaci portfólió definiálásától (S&P500, NYSE), a kiválasztott időszaktól, illetve az átlagolás módszertanától: számtani vagy mértani átlag. Copeland T. és szerzőtársai [1999] amellett érvelnek, hogy a kockázati prémium legjobb előrejelzésének a hozamok hosszú időszakra vonatkozó mértani átlaga tekinthető. Az USA-ban az S&P500 index 1926 és 1992 közötti hozama alapján 5-6%-os kockázati prémium alkalmazását javasolják, napjainkban is 4-6%-os prémiummal számolnak. Mivel a kelet-európai piacokra nincs hasonló historikus adatbázis, ezért legtöbbször kiindulási alapnak az amerikai piaci kockázati prémiumot tekintik, és ezt korrigálják<sup>129</sup> legtöbbször a két ország részvénytőkeindexének hányadosával.

A **béta ( $\beta$ )** a vizsgált részvény szisztematikus kockázatát méri a piaci portfólióhoz képest. Ha egy részvény hozama ugyanolyan mértékben változik, mint a piaci hozam, akkor a béta értéke 1 körüli. A nyilvános részvénytársaságok bétái általában 0,1 és 2 közé esnek. A béta értéke becsülhető lineáris regresszió segítségével, ebben az esetben a részvény és a piaci portfólió hozamának együttmozgását (kovarianciáját) mérik. A tőzsei cégek béta meghatározását segíti, hogy egyes adatszolgáltató cégek (pl. Bloomberg) kiszámítják a tőzsei vállalatok béta értékeit, melyek lekérdezhetőek az adatbázisukból. Egy részvény bétáját meghatározza az üzleti tevékenység típusa, a működési tőkeáttétel, alapvetően az iparági hatás; és a tőkeáttétel. Iparági béták alkalmazása esetén ügyelni kell arra, hogy tőkeáttétel nélküli vagy tőkeáttételes béta jelenti a számítás alapját.<sup>130</sup> Iparági béták letölthetők különböző adatbázisokból pl: Bloomberg, vagy Damodaran honlapjáról.<sup>131</sup> A béta számítást és a CAPM modellt számos kritika éri. A béta nem méri megbízhatóan egy részvény kockázatosságát. (CAPM modellről lásd: Brealey/Myers [1992, 2005], Bodie-Cane-Marcus [1996], Fazekas G. és szerzőtársai [2004], illetve a béta és CAPM kritikáját lásd: McNulty J. J. – Yeh T. D. – Schulze W. S. – Lubatkin M. H. [2003].)

<sup>128</sup> Létezik olyan megközelítés is, amely nem historikus adatokon alapul, hanem az elemzők előrejelzésein. Ebben az esetben a piaci portfólió várható hozama = S&P 500-as index osztalékhozama + osztalékok növekedési ütemére vonatkozó konszenzusos elemzői becslés. Forrás: Copeland T. et. al. [1999] 295. old.

<sup>129</sup> A korrekció szükségessége attól függ, hogy diverzifikálható-e az országkockázat.

<sup>130</sup> Hamada-képlettel a két béta egymásba átalakítható, lásd: Fazekas G. et. al. [2004] 123. old.

<sup>131</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~amodar/New\\_Home\\_Page/datafile/totalbeta.html](http://pages.stern.nyu.edu/~amodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html).

#### 4. számú melléklet

##### SVA és EVA összehasonlítása<sup>132</sup>

A bemutatott példa több leegyszerűsítést tartalmaz. Azt tételezem fel, hogy a vállalat 10 éves élettartalma alatt egyenletes teljesítményt nyújt (működési CF minden évben 800, ill. Noplat minden évben 400.) Működési pénzáram növekedéssel csupán az első évben lehet számolni (+800), pótlólagos beruházásra a következő években nem kerül sor. Az SVA módszer a működési pénzáram növekedését tőkésíti (jelen esetben csak az első évben van növekedés), azt tételezve fel, hogy a vállalat teljes élettartalma alatt fenntartható az elért működési cash-flow. Mivel az előrejelzés utolsó 9 évében nincs újabb befektetés és a működési cash-flowban sem következik be változás, az utolsó 9 évben nem teremődik többlet tulajdonosi érték, az összes megtermelt értéket az első évhez rendelik.

Ezzel szemben a maradványérték alapú módszereknél egyre nagyobb értékteremtést mutatnak ki, amely a befektetések könyvszerinti értékének csökkenéséből adódik.

A vállalat 10 évig működik, 10 év után a felszámolási értéke 0.

Évek	0.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Befektetés	4000										
Árbevétel		1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200
Működési ktg. écs nélkül		300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
EBITDA		900	900	900	900	900	900	900	900	900	900
kézpénzes adó		100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>Működési CF</b>		<b>800</b>	<b>800</b>	<b>800</b>	<b>800</b>	<b>800</b>	<b>800</b>	<b>800</b>	<b>800</b>	<b>800</b>	<b>800</b>
Működési CF változás		800	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Működési CF változás tőkésítése		4915,7	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Befektetések jelenértéke		4000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>SVA</b>		<b>915,7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Évek	0.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Befektetés (év eleji érték)	4000	4000	3600	3200	2800	2400	2000	1600	1200	800	400
Működési ktg. écs nélkül		300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
Értékcsökkenés		400	400	400	400	400	400	400	400	400	400
EBIT		500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
Kézpénzes adó		100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>NOPLAT</b>		<b>400</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	<b>400</b>
<b>Tőkeköltség</b>		<b>400</b>	<b>360</b>	<b>320</b>	<b>280</b>	<b>240</b>	<b>200</b>	<b>160</b>	<b>120</b>	<b>80</b>	<b>40</b>
<b>EVA</b>		<b>0</b>	<b>40</b>	<b>80</b>	<b>120</b>	<b>160</b>	<b>200</b>	<b>240</b>	<b>280</b>	<b>320</b>	<b>360</b>
EVA jelenértéke	<b>915,7</b>	0	33,06	60,11	81,96	99,35	112,9	123,2	131	135,71	138,8

<sup>132</sup> Saját készítésű példa Rappaport A. [2002] 137-140. old. példái alapján. A modell számtalan leegyszerűsítést tartalmaz (például a kezdeti beruházás élettartalma megegyezik a vállalat élettartamával, nem számolt pótló beruházásokkal) annak érdekében, hogy a két módszer háttérében álló eltérő logikát minél egyszerűbben tudja szemléltetni. Pl. Rappaport A. az SVA számításánál (i.m. 137.old.) a NOPAT-ból indul ki, végtelen élettartamot tételez fel a beruházások hozam számítása során, legalább is a vállalat teljes élettartamáig számol, és nem a beruházás gazdasági élettartamáig. Ennek az az alapja, hogy az amortizációt benne hagyják a működési CF-ben, ezzel biztosítják a jelenlegi működés fenntartását. Beruházásnak csak a bővítő beruházást tekintik.

## 5. sz. melléklet

### Tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség alapbesorolásához felhasznált kérdések a Versenyképességi Kutatás kérdőívéből

**V117.** A vállalattal kapcsolatban álló alábbi érintett-csoportok érdekeit, jogait, elvárásait milyen mértékben kell figyelembe venni a döntéshozatal során? (1 - egyáltalán nem, 5 - meghatározó mértékben)

a) tulajdonosok	1	2	3	4	5	f) állami szervek	1	2	3	4	5
b) vezetők	1	2	3	4	5	g) szakszervezetek	1	2	3	4	5
c) nem vezető alkalmazottak	1	2	3	4	5	h) helyi lakosság	1	2	3	4	5
d) fogyasztók	1	2	3	4	5	i) természeti környezet	1	2	3	4	5
e) szállítók	1	2	3	4	5	j) média	1	2	3	4	5

**P48.** Értékelje a következő tényezőket aszerint, hogy milyen prioritást kapnak a vállalati pénzügyi stratégia alakítása, a pénzügyi teljesítmény értékelése során! (1- nincs kiemelt szerepe, 5- kiemelkedő fontosságú, elsődleges szempont)

Kérjük, hogy hagyja ki azokat a szempontokat, melyek esetleg nem értelmezhetők vállalatára (pl. osztalék, részvényárfolyam nem részvénytársaságok esetében).

a) Likviditás megőrzése, javítása	1	2	3	4	5
b) Fizetési ígérek, határidők betartása	1	2	3	4	5
c) Árbevétel növelése	1	2	3	4	5
d) Költségek csökkentése	1	2	3	4	5
e) Árbevételarányos hozam (jövédelmzőség) növelése	1	2	3	4	5
f) Eszközarányos hozam (jövédelmzőség) növelése	1	2	3	4	5
g) Jó fizetőképesség, pénzügyi biztonság, megteremtése	1	2	3	4	5
h) Magas jutalmak fizetése	1	2	3	4	5
i) Magas osztalék fizetése	1	2	3	4	5
j) Rendszeres osztalékfizetés	1	2	3	4	5
k) Magas részvényárfolyam	1	2	3	4	5
l) Folyamatos részvényárfolyam-emelkedés	1	2	3	4	5
<b>m) Magas tulajdonosi (részvényesi) hozam</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>

**P49.** Vállalatunk teljesítménye pénzügyi szempontból akkor megfelelő, ha ..... (1- egyáltalán nincs szerepe, 5- kiemelt fontosságú)

a) A tulajdonosok elégedettek	1	2	3	4	5
b) A vállalat vezetői elégedettek	1	2	3	4	5
c) Az alkalmazottak elégedettek	1	2	3	4	5
d) A vállalat vevői elégedettek	1	2	3	4	5
e) A vállalat beszállítói elégedettek	1	2	3	4	5

## 6. sz. melléklet

### Pénzügyi stratégia kialakításának prioritásai (P48) faktorelemzés

A végső faktorelemzésben két domináns pénzügyi stratégiai prioritás rajzolódott ki: a magas tulajdonosi hozam és a likviditási célok. A két képzett faktor a változók varianciájának 61%-ra adott magyarázatot, amely jó illeszkedésnek tekinthető

**Pénzügyi stratégia kialakításának prioritásai (P48) faktorelemzés végső eredménye**  
1. faktor a magas tulajdonosi hozamot, a 2. faktor a likviditási célokat fejezi ki.

Pénzügyi stratégia kialakításának prioritásai (P48)	Faktorok	
	1	2
A likviditás megőrzésének és javításának szerepe a pénzügyi stratégiában (P48a)	-0,219	<b>0,782</b>
Fizetési ígéretnek, határidők betartásának szerepe ... (P48b)	-0,186	<b>0,831</b>
Költségek csökkentésének szerepe ... (P48d)	-0,100	<b>0,645</b>
Magas osztalék fizetés szerepe ..... (P48i)	<b>0,721</b>	0,164
Rendszeres osztalékfizetés szerepe ..... (P48j)	<b>0,775</b>	0,237
Magas részvényárfolyam szerepe .... (P48k)	<b>0,774</b>	0,030
Folyamatos részvényárfolyam emelkedés szerepe... (P48l)	<b>0,776</b>	0,059
Magas tulajdonosi (részvényesi) hozam szerepe .... (P48m)	<b>0,826</b>	0,022

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Total Variance Explained Component	Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %
1	3,100	<b>38,756</b>	38,756
2	1,808	<b>22,603</b>	<b>61,360</b>

Extraction Method: Principal Component Analysis.

A végső faktorstruktúra eléréséhez több elemzés kellett végezni. A megfelelő illeszkedés eléréséhez több változót ki kellett hagyni az eredeti változókhoz képest. Az árbevétel növelésének szerepe egyik faktorra sem illeszkedett, az árbevételarányos hozam, eszközarányos hozam, és a jó fizetőképesség erősen ült mindkét faktoron, tehát egyik faktorhoz sem lehetett hozzárendelni.

## 7. sz. melléklet

### Korrelációs számítás – Likviditás és tulajdonosi értékteremtés közötti kapcsolat

A korrelációs számítás azt mutatta, hogy az esetleges likviditási problémák nem magyarázzák a likviditás fontosságát a pénzügyi stratégiában, ugyanakkor egy gyenge negatív (-12,6%-os), szignifikáns kapcsolatot lehetett kimutatni a likviditási problémák és a tulajdonosi értéknövelésre törekvés között.

### Likviditási problémák és a pénzügyi stratégia prioritásai közötti összefüggés. Korreláció elemzés eredménye.

Correlations

		Likviditás fontossága a pénzügyi stratégiában	Likviditási problémák (1: nincs)	P48max	P48ROI <sub>m</sub>
Likviditás fontossága a pénzügyi stratégiában*	Pearson Correlation Sig. (1-tailed) N	1	<u>-,039</u> ,250 297	-,100 ,062 236	<b>,240(**)</b> ,000 294
Likviditási problémák (1: nincs)	Pearson Correlation Sig. (1-tailed) N	-,039 ,250 297	1 ,027 298	-,126(*) ,027 235	,072 ,110 293
Tulajdonosi hozammal kapcsolatos kérdések maximuma (P48max)	Pearson Correlation Sig. (1-tailed) N	-,100 ,062 236	<u>-,126(*)</u> ,027 235	1 ,027 236	<b>,208(**)</b> ,001 235
Árbevételarányos hozam és eszközarányos hozam maximuma (P48ROI <sub>m</sub> )	Pearson Correlation Sig. (1-tailed) N	<b>,240(**)</b> ,000 294	,072 ,110 293	<b>,208(**)</b> ,001 235	1  294

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

\* Mivel nagyon erős volt a likviditási mutatók közötti korreláció, ezért a számításhoz a P48 a, b, g kérdések átlagát használtam.

A likviditási problémák „mérésére” bevezettem egy új változót. Először a P27 (hányszor kértek átutemézést hitelekre, vagy fizetési haladékokat kamatra vagy törlesztésre) és P28 (késedelmes fizetés törlesztésre vagy kamatokra) kérdéseket átkonvertáltam 1-5-ig skálára (1 ha nem vettek igénybe, 2 ha 1-szer igényelték csak, 3 ha 2-3 alkalommal, 4 ha 4 alkalommal, 5 ha 5 vagy ennél több alkalommal igényelték). Vettem az 1-5 skálára átkonvertált P27, P28 és P40 (késve fizetés szállítóknak) értékek maximumát és ezzel az új változóval fejezem ki az esetleges likviditási problémákat: 1 nincs- 5 komoly likviditási gondok.



## 8. sz. melléklet

### Magas tulajdonosi hozam szerepe a pénzügyi stratégiában társasági forma szerinti bontásban.

	Mintában összesen db	A tulajdonosi hozamot fontosnak tartja (4, 5)		Tulajdonosi hozam semleges (3)		Tulajdonosi hozamot nem tartja fontosnak (1, 2)		Válaszadás %
		db	%	db	%	db	%	
Rt	132	44	<b>33,33</b>	15	11,36	46	<b>34,85</b>	79,55
Kft	134	16	11,94	10	7,46	33	<b>24,63</b>	44,03
Szövetkezet	29	1	3,45	1	3,45	10	<b>34,48</b>	41,38
Egyéb	5	0	0	0	0	3	<b>60</b>	60,00

## 9. sz. melléklet

### Klaszterelemzés - tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség

A klaszterelemzés előtt azonosítanom kellett azt a minimális elemszámú változókészletet, amely jellemzi a vállalatok tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettségét. Végül öt változó mellett döntöttem. Az alapbesorolásból megtartottam a döntéshozatal során a tulajdonosi érdek érvényesítését (**V117a**), pénzügyi szempontból a vállalat teljesítménye akkor megfelelő, ha a tulajdonosok elégedettek. (**P49a**) kérdéseket. Az eredeti P48m változó helyett annak problémái miatt két új változót alkalmaztam: a P48i-j maximális értékét (**P48max**); és a jövedelmezőség prioritását a pénzügyi stratégiában (árbevételarányos és eszközarányos hozam maximális értéke, **P48ROI<sub>m</sub>**). Mivel a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség fontos eleme, hogy a vállalatok megfelelő eszköztárral rendelkezzenek a tulajdonosi érték „mérésére” és növelésére, ezért bevezettem a mérési eszközökre egy új P1mér változót. **P1mér** változó értékét 5 kiemelt teljesítménymérési eszköz használatából származtattam (P48b: fix-változó költségek elkülönítése, P48c fedezetipont-számítás, P48d költségérzékenységi vizsgálatok, P48p vállalati tőkeköltség elemzése beruházási döntéseknél, P48q pénzügyi mutatószámok elemzése). Tudatosan választottam ki 5 db elemzési eszközt a lehetséges 19 közül, mivel így a P1mér változó, az összes többi kérdéssel egyezően, ötös skálán mérhető (1: csak 1 elemzési eszközt alkalmaznak, 5: mind az 5 elemzési eszközt használják).

## 9. sz. melléklet (folyt.)

### Klaszterelemzés - tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség (folyt.)

Több klaszterelemzést lefuttatva, végül azért döntöttem a 8 klaszterszám mellett, mivel ez esetben különültek el leginkább a relevánsnak tekinthető csoportok. Ennél alacsonyabb klaszterszám esetén információt vesztettem volna.

Final Cluster Centers	Cluster							
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>V117a</b> Tulajdonosi érdekek döntésnél	<b>4,705</b>	<b>4,701</b>	<b>4,647</b>	<b>4,826</b>	<b>4,800</b>	<b>4,778</b>	2,900	<b>4,900</b>
<b>P49a</b> Pénzügyi telj. ért.-nél a tulajdonosi elégedettség	<b>4,591</b>	<b>4,716</b>	2,353	<b>4,543</b>	<b>4,920</b>	<b>4,111</b>	2,300	<b>4,700</b>
<b>P48max</b> Pénzügyi stratégiában tulajdonosi érdek	<b>4,409</b>	<b>4,209</b>	1,353	1,435	2,360	1,000	1,700	<b>4,100</b>
<b>P48ROI</b> m Pénzügyi stratégiában ROA, ROS	<b>4,591</b>	<b>4,746</b>	<b>4,471</b>	<b>4,457</b>	<b>4,480</b>	1,889	3,900	2,600
<b>p1</b> mér Mérési tényezők	2,114	<b>4,537</b>	2,235	<b>4,109</b>	1,400	0,778	<b>4,200</b>	3,800

klaszter	Klaszter értelmezése	Klaszter elemszám
1	Tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezettek, de nem mérnek.	44
2	<b>Kiemelten értékvezérelt vállalatok.</b>	<b>67</b>
3	Pénzügyi szinten nincs elkötelezettség és nem mérnek	17
4	Tulajdonosi értékteremtés mellett a kinyilvánítás szintjén elkötelezett vállalatok, fontos a mérés, de a magas tulajdonosi hozamot a pénzügyi stratégiában nem tudják értelmezni.	46
5	Tulajdonosi értékteremtés mellett a kinyilvánítás szintjén elkötelezett vállalatok, nem mérnek, és a magas tulajdonosi hozamot a pénzügyi stratégiában nem tudják értelmezni.	25
6	Csak a kinyilvánítás szintjén van elkötelezettség, a pénzügyi stratégiában a jövedelmezőségnek sincs fontos szerepe.	9
7	Mérnek, de azon kívül a kinyilvánítás szintjén sincs meg az elkötelezettség	10
8	Tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezettek, de nem mérnek. (A pénzügyi stratégiában a tulajdonosi hozamon, és nem a jövedelmezőségen van a hangsúly.)	10

10. sz. melléklet

**Tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség klaszterelmezés és az alapsorolás összevetése**

Klaszter- elemzés kategóriái	Tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség - vállalati alapsorolás							
	1 „Tulajdonosi személet hiánya”		2 Tulajdonosi érdek szűk körű érvényesülése		3 „Kinyilvánítás szintjén elkötelezett vállalatok”		4 „Értékvezérelt vállalatok”	
	db	%	db	%	db	%	db	%
1	1	7,14	3	10,34	20	15,75	20	34,48
2	3	21,43	2	6,90	28	<b>22,05</b>	34	<b>58,62</b>
3	1	7,14	16	<b>55,17</b>				
4	1	7,14	2	6,90	43	<b>33,86</b>		
5	1	7,14			24	18,90		
6			2	6,90	7	5,51		
7	7	<b>50,00</b>	3	10,34				
8			1	3,45	5	3,94	4	6,90
Össz:	14	100	29	100	127	100	58	100





## 12. sz. melléklet

### A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett és nem elkötelezett vállalatok alapjellemzői.

12/1. tábla. Értékvezérelt vállalatok méret szerinti megoszlása

	Értékvezérelt vállalatok		Nem értékvezérelt vállalatok		Vállalati minta	
	db	%	db	%	db	%
Kisvállalat	17	12,68	56	<b>34,14</b>	73	24,50
Középvállalat	59	<b>44,02</b>	65	<b>39,63</b>	124	41,61
Nagyvállalat	58	<b>42,28</b>	43	26,22	101	33,89

12/2. tábla. Értékvezérelt vállalatok iparág szerinti megoszlása

	Értékvezérelt vállalatok		Nem értékvezérelt vállalatok		Vállalati minta	
	db	%	db	%	db	%
Mezőgazdaság	8	5,97	18	<b>10,98</b>	26	8,72
Kitermelő ipar és energiaszolgáltatás	13	<b>9,70</b>	10	6,10	23	7,72
Élelmiszeripar	11	8,21	19	<b>11,59</b>	30	10,07
Könnyűipar	18	<b>13,43</b>	21	12,80	39	13,09
Vegyipar	16	<b>11,94</b>	11	6,71	27	9,06
Gépipar	14	<b>10,45</b>	12	7,32	26	8,72
Egyéb feldolgozóipar	12	8,96	18	<b>10,98</b>	30	10,07
Építőipar	7	5,22	10	<b>6,10</b>	17	5,70
Kereskedelem	11	8,21	18	<b>10,98</b>	29	9,73
Szolgáltatás és közösségi szolgáltatás	24	<b>17,91</b>	27	16,46	51	17,11

12/3. tábla. Értékvezérelt vállalatok megoszlása többségi tulajdonos típusa alapján

	Értékvezérelt vállalatok		Nem értékvezérelt vállalatok		Vállalati minta	
	db	%	db	%	db	%
Állami	27	21,09	58	<b>37,66</b>	85	30,14
Belföldi	69	<b>53,91</b>	71	46,10	140	49,65
Külföldi	32	<b>25,00</b>	25	16,23	57	20,21

12/4. tábla Értékvezérelt vállalatok jellemzése az állami jogelőd léte szerint

	Értékvezérelt vállalatok		Nem értékvezérelt vállalatok		Vállalati minta	
	db	%	db	%	db	%
Állami jogelőddel rendelkezők	79	59,85	77	47,24	156	52,9

## 12. sz. melléklet (folyt)

### A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett és nem elkötelezett vállalatok alapjellemzői.

**12/5. tábla Értékvezérelt vállalatok jellemzése a többségi tulajdonos léte alapján**

	Értékvezérelt vállalatok		Nem értékvezérelt vállalatok		Vállalati minta	
	db	%	db	%	db	%
75% vagy nagyobb részesedéssel rendelkező domináns tulajdonos	70	<b>53,44</b>	84	52,17	154	52,74
75%-nál kisebb részesedéssel rendelkező domináns tulajdonos	55	<b>41,98</b>	59	36,65	114	39,04
Nincs domináns tulajdonos	6	4,58	18	11,18	24	8,22

**12/6. tábla Értékvezérelt vállalatok megoszlása társasági formák alapján**

	Értékvezérelt vállalatok		Nem értékvezérelt vállalatok		Vállalati minta	
	db	%	db	%	db	%
Egyéb	1	0,75	4	2,40	5	1,67
Szövetkezet	6	4,51	23	13,77	29	9,67
Kft	55	41,35	79	47,31	134	<b>44,67</b>
Rt	71	<b>53,38</b>	61	36,53	132	44,00

**12/7. tábla Társasági formák megoszlása a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerint**

Társasági formák	Értékvezérelt vállalatok %	Nem értékvezérelt vállalatok %
Egyéb	20	<b>80</b>
Szövetkezet	20,69	<b>79,31</b>
Kft	41,04	<b>58,96</b>
Rt	<b>53,79</b>	46,21
Összesen	44,33	55,65

## 12. sz. melléklet (folyt)

### A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett és nem elkötelezett vállalatok alapjellemzői.

13/8. tábla Értékvezérelt vállalatok megoszlása a tulajdonosi elvárások alapján

	Értékvezérelt vállalatok		Nem értékvezérelt vállalatok		vállalati minta	
	db	%	db	%	db	%
Elsődlegesen nincs magas hozam elvárás, nincs erős kötődés	22	16,42	40	25,16	62	21,16
Elsődlegesen nincs magas hozam elvárás, erős kötődés	37	27,61	68	<b>42,77</b>	105	35,84
Elsődleges magas hozam elvárás, kötődik a céghez	49	<b>36,57</b>	26	16,35	75	25,60
Elsődleges magas hozam elvárás, nem kötődik a céghez	26	19,40	25	15,72	51	17,41

12/9. tábla Értékvezérelt vállalatok megoszlása piaci célok alapján

	Értékvezérelt vállalatok		Nem értékvezérelt vállalatok		Vállalati minta	
	db	%	db	%	db	%
Piaci pozíciók megtartása	35	27,34	51	31,68	86	29,76
Mérsékelt növekedés	78	<b>60,94</b>	103	63,98	181	62,63
Agresszív növekedés	15	<b>11,72</b>	7	4,35	22	7,61

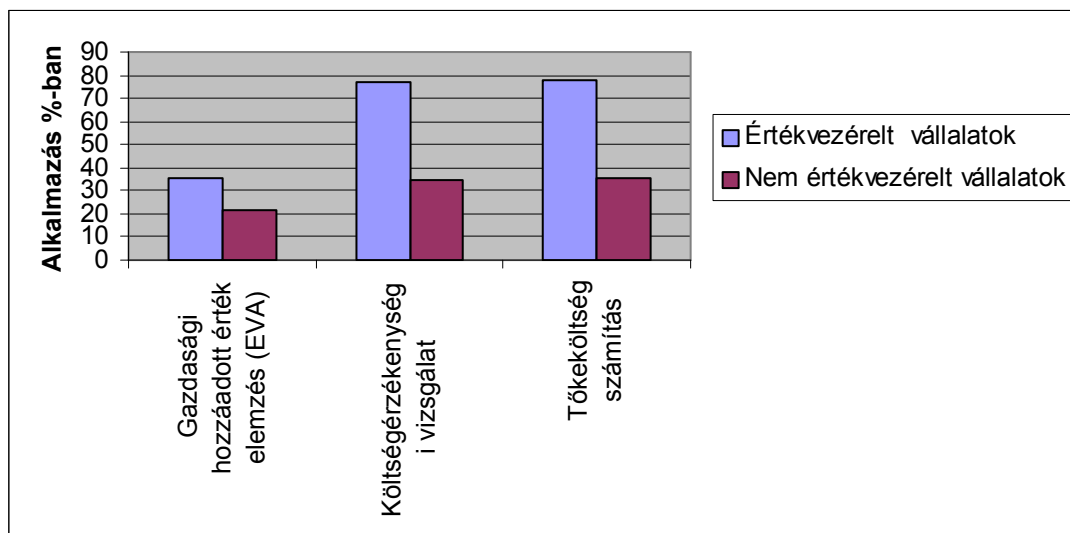
12/10. tábla Értékvezérelt vállalatok megoszlása a környezeti változásokhoz való viszony alapján

	Értékvezérelt vállalatok		Nem értékvezérelt vállalatok		Vállalati minta	
	db	%	db	%	db	%
Változásokat nehezen követik	13	9,85	28	17,18	41	13,90
Változásokra késve reagálók	45	34,09	64	39,26	109	36,95
Változásokra felkészülők	<b>55</b>	<b>41,67</b>	55	33,74	110	37,29
Változásokat befolyásolók	19	<b>14,39</b>	16	9,82	35	11,86



### 13. sz. melléklet – H1a hipotézis tesztelése

13/1. ábra EVA, költségérzékenységi vizsgálat, tőkeköltség számítás alkalmazásának gyakorisága, a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban



13/1. tábla EVA, költségérzékenységi vizsgálat, tőkeköltség számítás alkalmazásának gyakorisága, a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban

Elemzési eszközök	Módszert alkalmazók %-ban		
	Értékvezérelt vállalatok	Nem értékvezérelt vállalatok	Vállalati minta
Gazdasági hozzáadott érték elemzés (EVA)	<b>35,38</b>	21,65	27,87
Költségérzékenységi vizsgálat	<b>77,27</b>	34,39	53,98
Tőkeköltség számítás	<b>77,52</b>	35,84	54,51

### 14. sz. melléklet

EVA, költségérzékenységi vizsgálat, tőkeköltség számítás alkalmazásának gyakorisága, a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség, ill. „mérő” és „nem mérő” vállalati csoport szerinti bontásban

Elemzési eszközök	Értékvezérelt vállalatok				Nem értékvezérelt vállalatok			
	„mérő”		„nem mérő”		„mérő”		„nem mérő”	
	db	%	db	%	db	%	db	%
Gazdasági hozzáadott érték elemzés (EVA)	42	<b>37,83</b>	4	<b>21,05</b>	18	<b>47,37</b>	16	13,45
Költségérzékenységi vizsgálat	95	84,82	7	<b>35</b>	34	<b>87,2</b>	20	16,95
Tőkeköltség számítás	91	<b>81,98</b>	9	<b>50</b>	31	81,58	26	21,49

## 15. sz. melléklet

### **H1a hipotézis: EVA, költségérzékenységi vizsgálat, tőkeköltség számítás alkalmazásának gyakoriságában fenálló különbség vizsgálata standartizálás segítségével**

Bármely két összetett viszonyszámot összehasonlítva, a különbség két okra vezethető vissza: egyrészt eltérőek lehetnek az összetett viszonyszámmal jellemzett két sokaság részeire vonatkozó részviszonyszámok, másrészt eltérő lehet a két sokaság belső szerkezete, összetétele. A különbség felbontási módszernek az a célja, hogy a két vizsgált viszonyszám különbségét felbontsa a részviszonyszámok eltéréseire, illetve az összetételből adódó hatásra. (A módszer részletes bemutatását lásd: Hunyadi L. et. at. (1992) I. kötet 171-175. old.).

A standartizálás során a módszerek használatát nem százalékos formában, hanem a válaszok átlagában fejeztem ki (1: módszert alkalmazzák, 0 nem alkalmazzák, tehát a 0,5-ös átlag azt fejezi ki, hogy a válaszadók 50%-a használja az adott módszert).

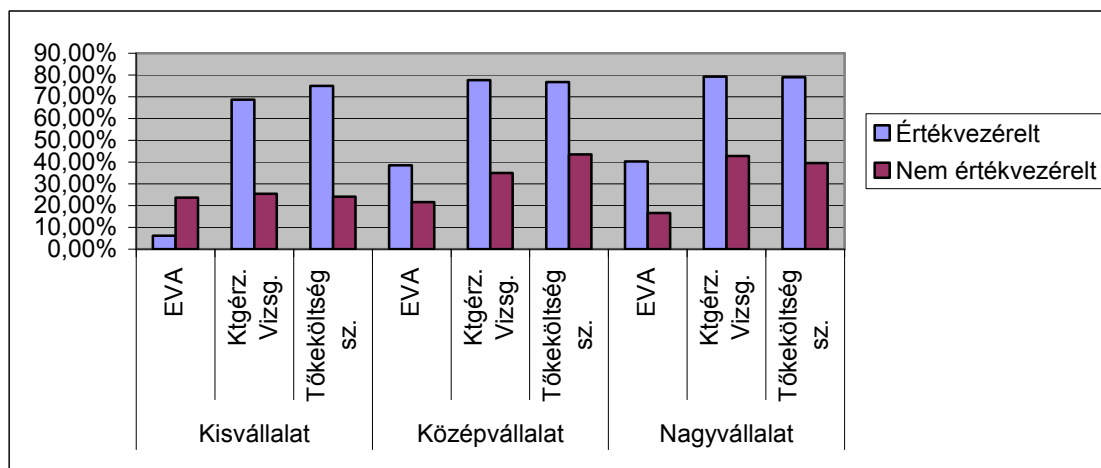
### **EVA, költségérzékenységi vizsgálat, tőkeköltség számítás alkalmazás gyakoriságában megmutatkozó különbség felbontása standartizálás, különbségfelbontás módszerrel**

	Értékvezérelt "é"	Nem értékvezérelt "né"	Standard "s"	Teljes eltérés "é"- "né"	Részhatás "s"- "né"	Összetétel -hatás "é"- "s"
Gazdasági hozzáadott érték elemzés (EVA)	0,354	0,217	0,28	0,137	0,059	0,078
Költségérzékenységi vizsgálat	0,773	0,344	0,54	0,429	0,199	0,229
Tőkeköltség számítás	0,775	0,358	0,62	0,417	0,266	0,151

A költségérzékenység vizsgálatokat a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatcsoporton belül 42%-kal többen használták. Ebből 20%-ot magyaráz az, hogy a „nem mérő” vállalatcsoportban a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok kétszer annyian alkalmazták a költségérzékenységvizsgálatokat, mint a „nem értékmérő” vállalatok; és ez messze kompenzálta a mérő vállalatcsoportban tapasztalható fordított irányú 3%-os eltérést. 22%-os eltérés abból adódik, hogy az értékvezérelt vállalatcsoporton belül sokkal nagyobb arányban találhatóak a magasabb teljesítménymérési eszközhasználattal rendelkező „mérő” vállalatok. A tőkeköltségszámítás esetében a részátlagok eltéréseivel a teljes 41%-os eltérésből 26% magyarázható, míg a kedvező vállalati összetétellel 15%. Az EVA mutató alkalmazásában összesen 13,7%-os eltérés mutatható ki, amely 7,8%-ban adódik az összetételhatásból, és 5,9% a részhatásból (a részhatás index pozitív értéke abból adódik, hogy a standartizálásnál a nem értékvezérelt vállalatokon belüli megoszlását tekintetem standard súlynak.)

## 16. sz. melléklet

**EVA, költségérzékenységi vizsgálat, tőkeköltség számítás alkalmazásának gyakorisága, a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség, ill. fő tulajdonosi forma szerinti bontásban**



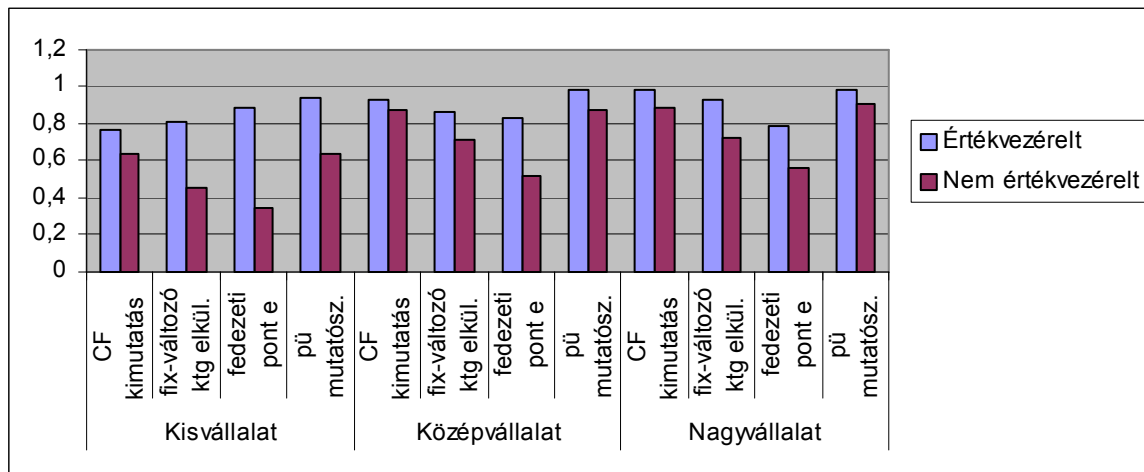
## 17. sz. melléklet

**CF kimutatás, fix-változó költség, fedezeti pont számítás pénzügyi mutatószámok alkalmazásának gyakoriságában megmutatókozó különbség felbontása standartizálás, különbségfelbontás módszerrel**

	Értékvezérelt "é"	Nem értékvezérelt "né"	Standard "s"	Teljes eltérés "é"- "né"	Részhatás "s"- "né"	Összetétel-hatás "é"- "s"
CF kimutatás	0,933	0,795	0,85	0,14	0,05	0,14
fix-változó költség elk.	0,887	0,627	0,73	0,26	0,10	0,26
Fedezeti pont	0,821	0,469	0,61	0,35	0,14	0,35
Pénzügyi mutatók	0,977	0,801	0,87	0,18	0,07	0,18

## 18. sz. melléklet

Cash-flow kimutatás, fix-változó költség, fedezeti pont számítás, pénzügyi mutatószámok alkalmazásának gyakorisága, a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség, ill. vállalatméret szerinti bontásban



## 19. sz. melléklet

ABC elemzés, célköltség számítás, készletforgási mutatók, piaci érték mutatók alkalmazásának gyakorisága, a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban

Elemzési eszközök	Módszert alkalmazók %-ban		
	Értékvezérelt vállalatok	Nem értékvezérelt vállalatok	Vállalati minta
ABC elemzés	<b>71,21</b>	45,91	57,38
Célktg számítás	<b>34,35</b>	14,19	23,42
Készletforgási mutatók	<b>78,79</b>	56,88	66,78
Piaci érték mutatók	<b>41,67</b>	27,04	33,67

## 20. sz. melléklet

### ABC alkalmazására ható tényezők vizsgálata regresszió elemzés segítségével I.

14,8%-os magyarázó erővel rendelkező regressziós függvényt sikerült felállítani, amelyben a leginkább meghatározó tényező a „P1mér” változó, melynek béta értéke: 0,348. A regresszió függvénybe a tevékenység diverzifikáltsága mint magyarázó tényező bekerült (béta: 0,172), a többi vizsgált tényező: a vetítési alapok segítségével felosztott költségek aránya, a vállalat méret, és a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség változókat a FORWARD módszer nem vonta be a regressziós függvénybe, mivel ezen tényezők magyarázó ereje nem bizonyult szignifikánsnak.

#### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,353(a)	,125	,121	,465	,125	36,541	1	256	,000
2	,393(b)	,155	,148	,458	,030	8,944	1	255	,003

a Predictors: (Constant), p1mér

b Predictors: (Constant), p1mér, A tevékenység diverzifikáltsága

#### Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,163	,073		2,241	,026
	p1mér	,120	,020	,353	6,045	,000
2	(Constant)	-,064	,104		-,617	,538
	p1mér	,118	,020	,348	6,034	,000
	A tevékenység diverzifikáltsága	,122	,041	,172	2,991	,003

a Dependent Variable: Használják-e:tevékenység alapú kltsg számítás

#### Excluded Variables(c)

Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
						Tolerance
1	Ktg hányad: vetítési alapok segítségével	,114(a)	1,960	,051	,122	,996
	A tevékenység diverzifikáltsága	,172(a)	2,991	,003	,184	,999
	Vállalatméret	-,062(a)	-1,009	,314	-,063	,914
2	Ktg hányad: vetítési alapok segítségével	,108(b)	1,878	,062	,117	,994
	Vállalatméret	-,070(b)	-1,167	,244	-,073	,912

a Predictors in the Model: (Constant), p1mér

b Predictors in the Model: (Constant), p1mér, A tevékenység diverzifikáltsága

c Dependent Variable: Használják-e:tevékenység alapú kltsg számítás

## 21. sz. melléklet

### ABC alkalmazására ható tényezők vizsgálata regresszió elemzés segítségével II. (magyarázó változók közül kiszedtem a P1mér változót)

A P1mér változó nélkül újból lefutattam a regresszió elemzést, amelynek eredménye egy 4,3%-os magyarázó erejű regresszió függvény, amelyben a tevékenység diverzifikáltsága 17,9%-os, a vetítési alapok segítségével felosztott költségek aránya 13%-os magyarázó erővel rendelkezik. Az „értékvezérelt” vállalatcsoporton belül nem sikerült 3%-nál nagyobb magyarázóerővel rendelkező regressziós függvényt felállítani.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,184(a)	,034	,030	,489	,034	8,969	1	256	,003
2	,225(b)	,051	<b>,043</b>	,486	,017	4,513	1	255	,035

a Predictors: (Constant), A tevékenység diverzifikáltsága

b Predictors: (Constant), A tevékenység diverzifikáltsága, Ktg hányad: vetítési alapok segítségével

**Coefficients(a)**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,316	,089		3,562	,000
	A tevékenység diverzifikáltsága	,130	,044	,184	2,995	,003
2	(Constant)	,257	,092		2,784	,006
	A tevékenység diverzifikáltsága	,127	,043	,179	2,928	,004
	Ktg hányad: vetítési alapok segítségével	,004	,002	,130	2,124	,035

a Dependent Variable: Használják-e:tevékenység alapú kltsg számítás

**Excluded Variables(c)**

Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
						Tolerance
1	Ktg hányad: vetítési alapok segítségével	,130(a)	2,124	,035	,132	,998
	Vállalatoméret	,037(a)	,608	,544	,038	,997
2	Vállalatoméret	,020(b)	,332	,740	,021	,979

a Predictors in the Model: (Constant), A tevékenység diverzifikáltsága

b Predictors in the Model: (Constant), A tevékenység diverzifikáltsága, Ktg hányad: vetítési alapok segítségével

c Dependent Variable: Használják-e:tevékenység alapú kltsg számítás

## 22. sz. melléklet

### A célköltségszámítás alkalmazására ható tényezők vizsgálata regresszió elemzés segítségével

5,4%-os magyarázó erővel rendelkező függvényt sikerült létrehozni, amelyben a meghatározó tényező a P1mér volt (a termék/technológia fejlesztés ténye, illetve mértéke nem került be a regressziós függvénybe mint meghatározó tényező).

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,247(a)	,061	<b>,054</b>	,415	,061	8,417	1	129	,004

a Predictors: (Constant), p1mér

**Coefficients(a)**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,022	,096		-,231	,818
	p1mér	,075	,026	,247	2,901	,004

a Dependent Variable: Használják-e.célköltségszámítás

**Excluded Variables(b)**

Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
						Tolerance
1	Vállalatméret	,106(a)	1,217	,226	,107	,947
	Értékteremtés melletti elkötelezettség K+F közül alkalmaz:termék-termelés fejlesztés	,094(a)	1,095	,275	,096	,978
	Évente eFt-ot költ: termék-termelés fejlesztés	,000(a)	,002	,998	,000	,999
		,146(a)	1,719	,088	,150	,998

a Predictors in the Model: (Constant), p1mér

b Dependent Variable: Használják-e.célköltségszámítás

## 23. sz. melléklet

### A készletforgási mutatók elemzésére ható tényezők vizsgálata regresszió elemzés segítségével

A készletforgási mutatók használatára 15,3%-os magyarázóerővel rendelkező regressziós függvényt lehetett felállítani, amelyben a meghatározó szerepet továbbra is a P1 mér mutató tölti be.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,381(a)	,145	,142	,435	,145	43,069	1	254	,000
2	,400(b)	,160	,153	,432	,015	4,421	1	253	,036

a Predictors: (Constant), p1mér

b Predictors: (Constant), p1mér, Vállalatméret

**Coefficients(a)**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,273	,067		4,076	,000
	p1mér	,121	,019	,381	6,563	,000
2	(Constant)	,152	,088		1,730	,085
	<b>p1mér</b>	,108	,019	<b>,339</b>	5,553	,000
	Vállalatméret	,079	,038	,128	2,103	,036

a Dependent Variable: Használják-e:készletforgási mutatók elemzése

**Excluded Variables(c)**

Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
						Tolerance
1	Vállalatméret	,128(a)	2,103	,036	,131	,893
	Forgó eszköz arány	-,029(a)	-,506	,613	-,032	1,000
	Forgóeszközök 2000	,019(a)	,326	,745	,020	,994
	Értékteremtés melletti elkötelezettség	-,005(a)	-,070	,945	-,004	,694
2	forgeperbe	-,019(b)	-,329	,742	-,021	,992
	Forgóeszközök 2000	-,002(b)	-,039	,969	-,002	,964
	Értékteremtés melletti elkötelezettség	-,016(b)	-,237	,813	-,015	,690

a Predictors in the Model: (Constant), p1mér

b Predictors in the Model: (Constant), p1mér, Vállalatméret

c Dependent Variable: Használják-e:készletforgási mutatók elemzése



## 24. sz. melléklet

### A piaci érték mutatók alkalmazására ható tényezők vizsgálata regresszió elemzés segítségével

A regressziós függvény magyarázó ereje 7,4%-os, és a legmeghatározóbb tényező a P1mér mutató.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,246(a)	,061	,057	,461
2	,285(b)	,081	<b>,074</b>	,457

a Predictors: (Constant), p1mér

b Predictors: (Constant), p1mér, információs rendszer fejlettsége klaszter

**Coefficients(a)**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,055	,078		,704	,482
	p1mér	,084	,021	,246	3,996	,000
2	(Constant)	-,108	,104		-1,046	,297
	p1mér	,071	,022	<b>,207</b>	3,272	,001
	információs rendszer fejlettsége klaszter	,096	,041	,148	2,342	,020

a Dependent Variable: Használják-e:piaci értékére vonatkozó mutatók elemzése

**Excluded Variables(c)**

Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
		Tolerance				
1	Szervezeti forma	,061(a)	,980	,328	,062	,991
	Tőzsdei cég 1	,037(a)	,590	,555	,038	,996
	Tulajdonosi elvárások szerinti saját besorolás	,009(a)	,141	,888	,009	,997
	Vállalati besor részletes	,005(a)	,073	,942	,005	,884
	információs rendszer fejlettsége klaszter	,148(a)	2,342	,020	,148	,931
	Vállalati méret	,022(a)	,344	,731	,022	,919
	Tulajdonosok típusa	-,041(a)	-,671	,503	-,043	,998
	Fő tevékenység	-,072(a)	-1,155	,249	-,073	,989
2	Szervezeti forma	,057(b)	,925	,356	,059	,990
	Tőzsdei cég 1	,024(b)	,387	,699	,025	,988
	Tulajdonosi elvárások szerinti saját besorolás	-,002(b)	-,025	,980	-,002	,992
	Értékteremtés melletti elkötelezettség	-,003(b)	-,047	,962	-,003	,882
	Vállalati méret	,019(b)	,296	,768	,019	,918
	Tulajdonosok típusa	-,046(b)	-,752	,453	-,048	,997
	Fő tevékenység	-,064(b)	-1,047	,296	-,067	,987

a Predictors in the Model: (Constant), p1mér

b Predictors in the Model: (Constant), p1mér, információs rendszer fejlettsége klaszter

c Dependent Variable: Használják-e:piaci értékére vonatkozó mutatók elemzése

25 sz. melléklet

**Teljesítménymérési eszközök kinyilvánított hasznossága a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalati csoportban**

	Teljesítménymérési eszközök	Módszerek hasznossága (számtani átlag)		
		Használók	Nem használók	Összesen
<b>1</b>	<b>fix-változó költségek elkülönítése</b>	<b>4,37</b>	2,75	<b>4,27</b>
2	Fedezeti pont számítás	<b>4,34</b>	2,73	<b>4,14</b>
<b>3</b>	<b>Tőkeköltség</b>	<b>4,28</b>	3,19	4,13
4	Tevékenység alapú kltsg számítás	<b>4,27</b>	2,58	3,92
<b>5</b>	<b>Pénzügyi mutatószámok elemzése</b>	<b>4,18</b>	3,33	<b>4,16</b>
6	Költségérzékenységi vizsgálat	4,11	3,21	3,95
7	Gazdasági hozzáadott érték elemzése	4,09	2,80	3,45
8	Készletforgás	4,07	2,36	3,86
9	CF kimutatás	4,06	2,63	3,98
10	Piaci értékére vonatkozó mutatók elemzése	3,98	2,76	3,45
11	célköltség számítás	3,91	2,52	3,22

**Teljesítménymérési eszközök kinyilvánított hasznossága a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalati csoportban**

	Teljesítménymérési eszközök	Módszerek hasznossága (számtani átlag)		
		Használók	Nem használók	Összesen
<b>1</b>	<b>Tevékenység alapú kltsg számítás</b>	4,41	2,68	<b>3,78</b>
2	Fedezeti pont számítás	4,25	2,55	3,60
<b>3</b>	<b>Fix-változó költségek elkülönítése</b>	4,23	2,86	<b>3,87</b>
4	Célköltség-számítás	4,23	2,35	2,82
<b>5</b>	<b>Pénzügyi mutatószámok elemzése</b>	<b>4,19</b>	2,00	<b>3,97</b>
6	Gazdasági hozzáadott érték elemzése	4,09	2,35	2,91
7	Költségérzékenységi vizsgálat	4,06	2,73	3,39
<b>8</b>	<b>Tőkeköltség</b>	<b>4,04</b>	2,67	3,38
9	Készletforgás	3,93	2,19	3,48
10	Piaci értékére vonatkozó mutatók elemzése	3,93	2,37	2,97
11	CF kimutatás	3,83	2,40	3,63

## 26. sz. melléklet

### Teljesítménymérési eszközök alkalmazási gyakorisága és kinyilvánított hasznossága közötti korreláció vizsgálata, tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség melletti bontásban

Teljesítménymérési eszközök	Használat és hasznosság közötti korreláció	
	Értékvezérelt	Nem értékvezérelt váll
<b>cash-flow kimutatás</b>	<b>0,353</b>	<b>0,418</b>
<b>fix-változó ktgek elkülönítése</b>	<b>0,466</b>	<b>0,554</b>
<b>fedezeti pont számítás</b>	<b>0,508</b>	<b>0,636</b>
<b>ktgérzékenységi vizsgálat</b>	<b>0,349</b>	<b>0,535</b>
tevékenység alapú kltsg számítás	0,609	0,673
célköltségszámítás	0,609	0,614
árbevétel ABC elemzése	0,590	0,629
készletek ABC elemzése	0,689	0,584
vevők ABC elemzése	0,587	0,621
ktg-alapú szállítóértékelési módszerek	0,553	0,495
elosztási csatornák ktg-einek elemzése	0,680	0,697
készletforgási mutatók elemzése	0,540	0,636
beszedési és fizetési idők egy. elemzése	0,549	0,540
penzkonverziós ciklus elemzése	0,637	0,399
Balanced Scorecard mutatószám rendszer	0,405	0,397
<b>tőkektg a beruházási döntéseknél</b>	<b>0,416</b>	<b>0,515</b>
penzügyi mutatószámok elemzése	0,153	0,635
<b>gazdasági hozzáadott érték elemzése</b>	<b>0,525</b>	<b>0,654</b>
piaci értékére vonatkozó mutatók elemzése	0,526	0,370

## 27. sz. melléklet

### Információs rendszer fejlettsége. Azonos tartalmú kérdések közötti korreláció vizsgálata

Információs rendszer támogatja...	korreláció	Legerősebb	Leggyengébb
<b>üzleti döntéseket</b>	19%-52%	V75, M4vezér	M4 termelés kereskedelem
<b>tervezést ellenőrzést, beszámoltatás</b>	16%-60% 6%-51%	V75, M4vezér p2 és M4 penzügy	M4 termelés és pénzügy M4 termelés és pénzügy között nem lehet szignifikáns kapcsolatot kimutatni
<b>költségcsökkentési lehetőségek feltárását</b>	14%-55%	V75, M4vezér	p2 és M4 vezér
<b>vállalat egészének teljesítményének értékelését</b>	16,4% -54,6%	V75, M4vezér	M4 termelés és pénzügy
<b>belső vállalati folyamatok fejlesztését</b>	12,7-50,9%	V75, M4vezér p2 és M4 penzügy	V75 - M4 termelés

## 28. sz. melléklet

### Információ rendszer fejlettsége klaszterelemzés

Az információs rendszer fejlettségére a versenyképességi kutatás mintegy 84 kérdés segítségével kérdez rá. Szerettem volna elkerülni az információ veszteséget, ugyanakkor a klaszterelemzésbe viszonylag alacsony számú változót érdemes bevonni az áttekinthetőség miatt. Faktorelemzés és korreláció elemzés segítségével vizsgáltam az adathalmaz struktúráját, végül 7 új mesterséges változót hoztam létre, bevonva az összes kérdésre adott választ. A válaszoknál két rendezőelvet alkalmaztam: válaszadás kérdésblokk (V75, P2, M4, M2qaltal – szükséges-e változtatni az információs rendszeren), illetve minden kérdésblokkokban a kérdéseket két csoportba osztottam, alap: legnagyobb támogatottságot élvező, legfontosabb területek, és egyéb.) A V75 és M4 IR alap támogatási funkciók képzéséhez az alábbi kérdések átlagát számítottam: tervezés; ellenőrzés, beszámoltatás; üzleti döntések meghozatal, költségcsökkentési lehetőség, vállalat teljesítményének értékelés.

A klaszterelemzés során 3 klasztert azonosítottam: gyenge, közepes, illetve jó információs rendszerrel rendelkező vállalatok klaszterét.

Final Cluster Centers	Cluster		
	1	2	3
V75alap	2,551	3,747	4,075
V75egyeb	2,027	2,984	3,364
P2alap	2,811	3,420	4,350
P2egyeb	2,166	2,489	3,557
M4alap	2,892	3,478	3,883
M2qaltal	3,175	2,866	2,783
M4egyeb	2,223	2,808	3,231

klaszter	Klaszter értelmezése	Klaszter elemszám
1	Gyenge információs rendszer	53
2	Közepes információs rendszer	120
3	Jó információ rendszerrel rendelkezők	106

29. sz. melléklet

Értékvezérelt vállalatok információs rendszerének támogatottsága, információs rendszer (IR) fejlettségi klaszter szerinti bontásban

IR fejlettsége klaszter		Terv. V75	üzl. dönt. v75	Ell., beszám. V75	Költség-csök. V75	váll. teljesít. ért. V75	Ell., beszám. P2	Terv. P2	Árképz. Dönt. P2	Jöv. szám. P2	Ktg csökk. P2	belső foly. fejl. P2	Beruház dönt. P2
1	Mean	2,61	2,67	2,72	2,11	2,94	3,39	3,00	2,78	2,89	2,83	2,22	3,00
	N	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
	Std. Deviation	1,037	,907	,669	1,023	1,211	,916	1,138	1,114	1,132	1,043	1,003	1,085
2	Mean	3,82	3,64	3,76	3,40	<b>4,12</b>	3,72	3,46	3,36	3,58	3,32	2,78	3,15
	N	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	48
	Std. Deviation	,962	,827	,894	,808	,718	,757	1,014	1,156	,992	,891	1,036	1,185
3	Mean	4,06	4,00	4,10	<b>3,89</b>	4,35	4,31	<b>4,55</b>	4,15	<b>4,58</b>	4,26	<b>3,66</b>	4,15
	N	62	62	62	62	60	62	62	62	62	62	61	62
	Std. Deviation	,721	,701	,863	,851	,799	,692	,645	,865	,529	,700	,834	,827
Total	Mean	3,77	3,68	3,78	3,45	<b>4,06</b>	3,95	3,92	3,65	3,96	3,70	3,12	3,61
	N	130	130	130	130	128	130	130	130	130	130	129	128
	Std. Deviation	,985	,891	,959	1,035	,954	,825	1,071	1,132	1,037	,993	1,080	1,131

30. sz. melléklet

Nem értékvézérelt vállalatok információs rendszerének támogatottsága információs rendszer fejlettségi klaszter szerinti bontásban

IR fejlettsége klaszter	Terv. V75	üzl. dönt. V75	Ell. beszám. V75	Költség-csök. V75	váll. teljesítm. ért. V75	Ell. beszám. P2	Terv. P2	Árképz. Dönt. P2	Jöv. szám. P2	Ktg. csökk. P2	belső foly. fejl. P2	Beruház dönt. P2
1	2,66	2,40	2,43	2,31	2,80	2,89	2,53	2,80	2,71	2,69	2,32	2,03
	35	35	35	35	35	35	34	35	34	35	34	34
Std. Deviation	1,136	1,035	,917	,832	,994	1,207	1,080	1,132	1,219	1,078	,878	,937
Mean	3,71	3,76	3,74	3,51	<b>4,00</b>	3,59	3,30	3,00	3,22	3,29	2,72	2,90
N	70	70	70	70	70	70	70	70	68	70	68	68
Std. Deviation	,919	,842	,829	,812	,761	,876	1,196	1,116	1,118	,995	1,104	1,122
Mean	4,02	4,02	4,02	<b>3,93</b>	<b>4,36</b>	4,32	4,16	4,20	<b>4,40</b>	4,11	<b>3,80</b>	4,12
N	44	44	44	44	44	44	43	44	43	44	44	42
Std. Deviation	,664	,628	,731	,695	,810	,601	,814	,851	,728	,722	,823	,968
Mean	3,56	3,52	3,52	3,36	<b>3,83</b>	3,64	3,37	3,31	3,45	3,39	2,95	3,05
N	149	149	149	149	149	149	147	149	145	149	146	144
Std. Deviation	1,042	1,044	1,024	,987	1,018	1,035	1,218	1,196	1,224	1,076	1,129	1,286

31. sz. melléklet

Értékvezérelt vállalatok, nem pénzügyi értékteremtő tényezők támogatottsága IR fejlettség szerinti klaszterek alapján  
Report

IR fejlettsége klaszter		Egyes ter. telj. értékelése V75	Munkatársak telj. értékelése V75	Vevői elég. követése V75	Munkatársak elég. követése V75	Munkatársak telj. értékelése P2	Vevői elégedettség nyomanköve-tése P2	Vevők jövedelm. ért. P2	Funkcionális területek értékelése P2
1	Mean	<b>2,78</b>	<b>1,89</b>	<b>1,67</b>	<b>1,56</b>	<b>2,33</b>	<b>1,83</b>	<b>2,39</b>	<b>2,33</b>
	N	18	18	18	18	18	18	18	18
	Std. Deviation	1,166	1,023	,970	,784	1,085	1,150	1,092	1,188
2	Mean	<b>3,48</b>	<b>2,94</b>	<b>2,90</b>	<b>2,44</b>	<b>2,52</b>	<b>2,34</b>	<b>2,60</b>	<b>2,74</b>
	N	50	50	50	50	50	50	48	50
	Std. Deviation	1,054	1,038	,995	,951	1,147	1,222	1,106	1,046
3	Mean	<b>4,00</b>	<b>3,13</b>	<b>3,16</b>	<b>2,52</b>	<b>3,58</b>	<b>3,66</b>	<b>3,68</b>	<b>3,65</b>
	N	62	62	62	61	62	61	59	62
	Std. Deviation	,747	,877	1,043	1,026	1,001	1,153	1,181	,993
Total	Mean	<b>3,63</b>	<b>2,88</b>	<b>2,85</b>	<b>2,36</b>	<b>3,00</b>	<b>2,89</b>	<b>3,08</b>	<b>3,12</b>
	N	130	130	130	129	130	129	125	130
	Std. Deviation	1,020	1,039	1,121	1,014	1,201	1,388	1,267	1,159

32. sz. melléklet

Nem értéktvezérelt vállalatok, nem pénzügyi értéktéremtő tényezők támogatottsága IR fejlettség szerinti klaszterek alapján  
Report

IR fejlettsége klaszter		Egyes ter. telj. értékelése V75	Munkatársak telj. értékelése V75	Vevői elég. vált. követése V75	Munkatársak elég. követése V75	Munkatársak telj. értékelése P2	Vevői elégedettség nyomonköve-tése P2	Vevők jövedelm. ért. P2	Funkcionális területek értékelése P2
1	Mean	<b>2,54</b>	<b>1,91</b>	<b>1,91</b>	<b>1,44</b>	<b>1,94</b>	<b>1,91</b>	<b>2,29</b>	<b>2,27</b>
	N	35	35	35	34	35	35	34	33
	Std. Deviation	1,039	1,121	1,147	,746	,968		1,095	1,153
2	Mean	<b>3,43</b>	<b>2,93</b>	<b>3,00</b>	<b>2,47</b>	<b>2,35</b>	<b>2,54</b>	<b>2,43</b>	<b>2,72</b>
	N	70	70	69	70	69	68	69	68
	Std. Deviation	,957	,997	1,085	,959	1,069		1,152	1,104
3	Mean	<b>3,95</b>	<b>3,45</b>	<b>3,45</b>	<b>3,02</b>	<b>3,73</b>	<b>3,77</b>	<b>3,40</b>	<b>3,72</b>
	N	43	44	44	44	44	43	42	43
	Std. Deviation	,925	1,109	1,210	1,151	,845		1,043	,984
Total	Mean	<b>3,37</b>	2,85	2,88	<b>2,40</b>	2,66	2,75	2,68	2,92
	N	148	149	148	148	148	146	145	144
	Std. Deviation	1,090	1,195	1,267	1,129	1,210		1,305	1,209



### 33. sz. melléklet

#### **Korreláció elemzés: információs rendszer támogató funkciója és a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség, illetve a vállalati méret között, a legfejlettebb információs rendszerrel rendelkező vállalatcsoportban**

##### Correlations

		Tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség	Vállalati méret
Vállalati méret	Pearson Correlation	<b>,239(*)</b>	1
	Sig. (2-tailed)	,015	
	N	104	104
Inf. rendsz.támogatja: az egyes ter. telj. értékelése (V75)	Pearson Correlation	,000	-,050
	Sig. (2-tailed)	1,000	,618
	N	103	103
<b>Inf. rendsz.támogatja: vevői elég. vált. Követése (V75)</b>	Pearson Correlation	-,149	<b>-,290(**)</b>
	Sig. (2-tailed)	,132	,003
	N	104	104
<b>Inf. rendsz.támogatja: munkatársak elég. Követése (V75)</b>	Pearson Correlation	<b>-,257(**)</b>	<b>-,384(**)</b>
	Sig. (2-tailed)	,009	,000
	N	103	103
Inf.rendsz.támogatja-e: munkatársak telj. értékelése (P2)	Pearson Correlation	-,058	-,152
	Sig. (2-tailed)	,560	,123
	N	104	104
Inf.rendsz.támogatja-e: vevői elégedettség nyomonkövetése (P2)	Pearson Correlation	-,044	-,133
	Sig. (2-tailed)	,658	,184
	N	102	102
Inf.rendsz.támogatja-e: funkcionális területek értékelése (P2)	Pearson Correlation	-,019	,107
	Sig. (2-tailed)	,850	,282
	N	103	103
Inf.rendsz.támogatja-e: vevők jövedelemzóságának értékelése (P2)	Pearson Correlation	,129	-,038
	Sig. (2-tailed)	,204	,706
	N	99	99

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

### 34. sz. melléklet

#### Kontrolling és költséggazdálkodás szerepe az összvállalati sikerben, klaszterelemzés

Final Cluster Centers

	Cluster			
	1	2	3	4
Kontrolling súlya a vállalat szempontjából (vezér)	1,647	3,744	3,205	3,898
Kontrolling súlya a vállalat szempontjából (pénzügy)	1,647	3,558	3,265	3,761
Kontrolling súlya a vállalat szempontjából (marketing)	2,176	3,721	2,723	<b>4,250</b>
Kontrolling súlya a vállalat szempontjából (termelés)	2,882	3,163	3,145	<b>4,273</b>
Költséggazdálkodás súlya a vállalat szempontjából (vezér)	3,471	3,837	<b>4,410</b>	<b>4,284</b>
Költséggazdálkodás súlya a vállalat szempontjából (pénzügy)	3,118	3,605	<b>4,542</b>	<b>4,523</b>
Költséggazdálkodás súlya a vállalat szempontjából (marketing)	3,706	4,372	<b>4,012</b>	<b>4,364</b>
Költséggazdálkodás súlya a vállalat szempontjából (termelés)	3,471	3,209	<b>4,482</b>	<b>4,659</b>

klaszter	Klaszter értelmezése	Klaszter elemszám
1	A kontrollingot nem tekintik fontosnak, a költséggazdálkodás közepes fontosságú	17
2	Közepes fontosságú mind a költséggazdálkodás, mind a kontrolling	43
3	Költséggazdálkodás fontos szerepe mellett a kontrolling közepes fontosságú	83
4	<b>Költséggazdálkodás, kontrolling kiemelt szerep</b>	88

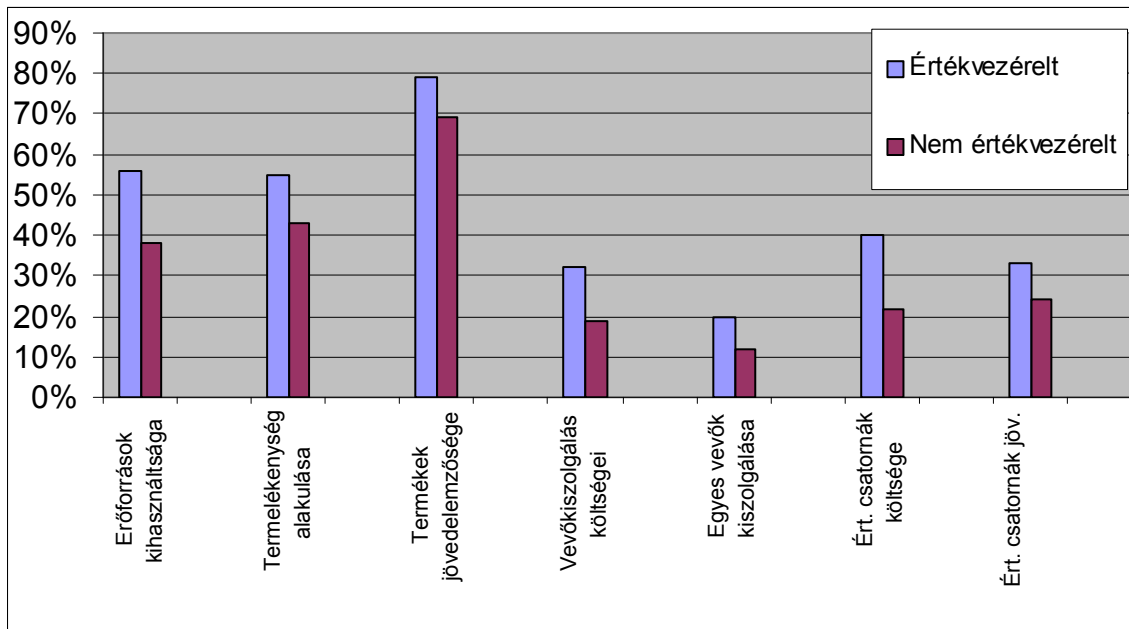
### 35. sz. melléklet

#### Kontrolling és költséggazdálkodás szerepe az összvállalati sikerben. tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban

Klaszter megnevezés			Értékvezérelt vállalatok		Nem értékvezérelt vállalatok	
	Kontrolling fontossága	Költséggazdálkodás fontossága	db	%	db	%
1	kicsi	közepes	4	3,4%	13	11,5%
2	közepes	közepes	23	19,5%	20	17,7%
3	közepes	fontos	43	36,4%	40	35,4%
4	fontos	fontos	48	<b>40,7%</b>	40	35,4%

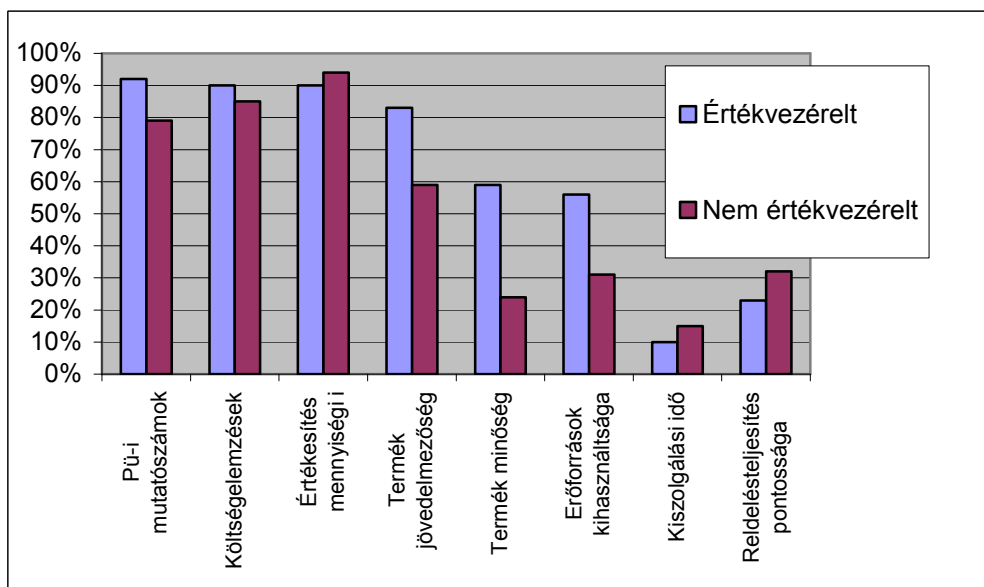
### 36. sz. melléklet

**Erőforrás kihasználással, jövedelmezőséggel kapcsolatos mutatók a kontrolling jelentésekben, tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban**



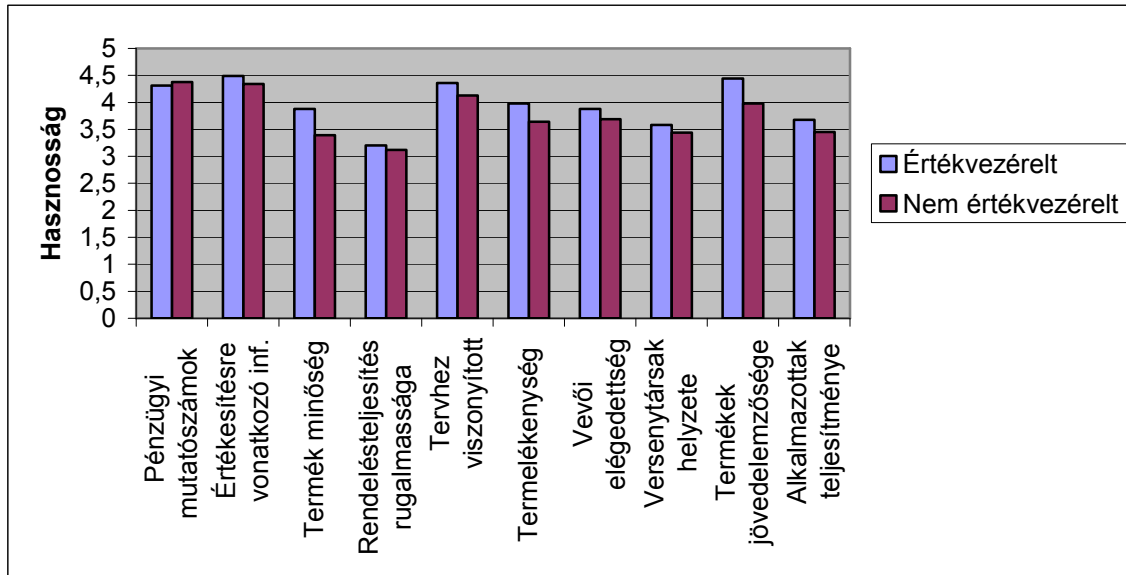
### 37. sz. melléklet

**Kontrolling jelentések tartalma azoknál a vállalatoknál, ahol a kontrolling kiemelt szerepet tölt be az öszvállalati siker szempontjából, tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban**



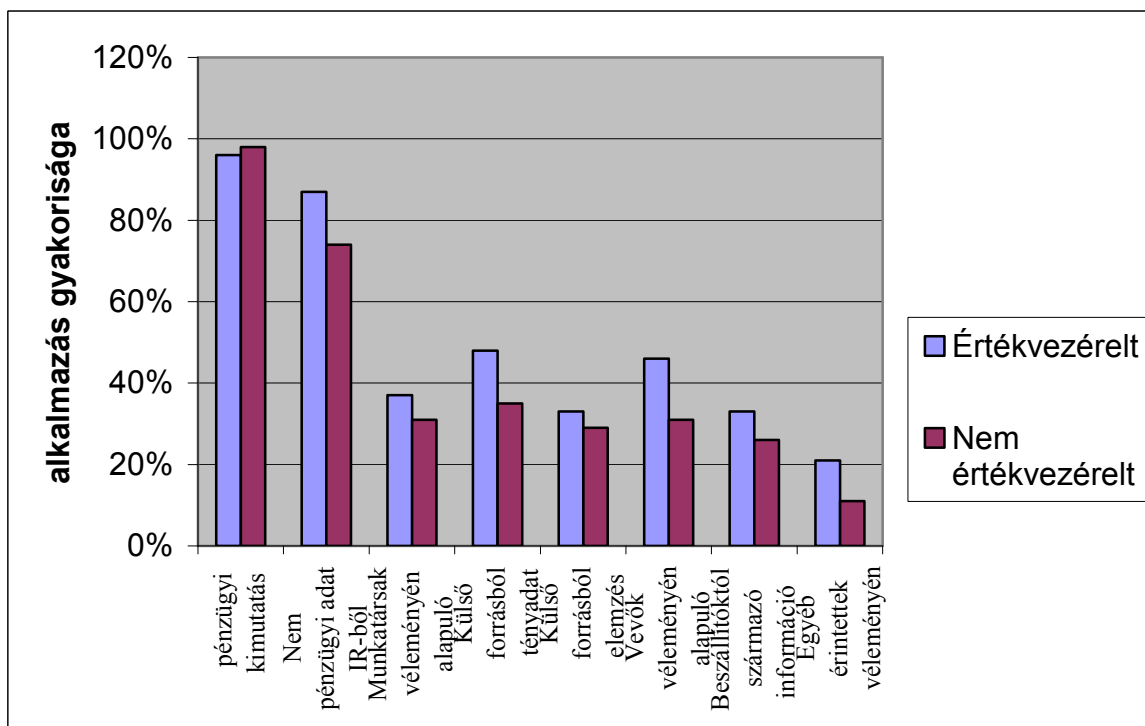
### 38. sz. melléklet

#### Kontrolling jelentések információ tartalmának fontossága, tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban



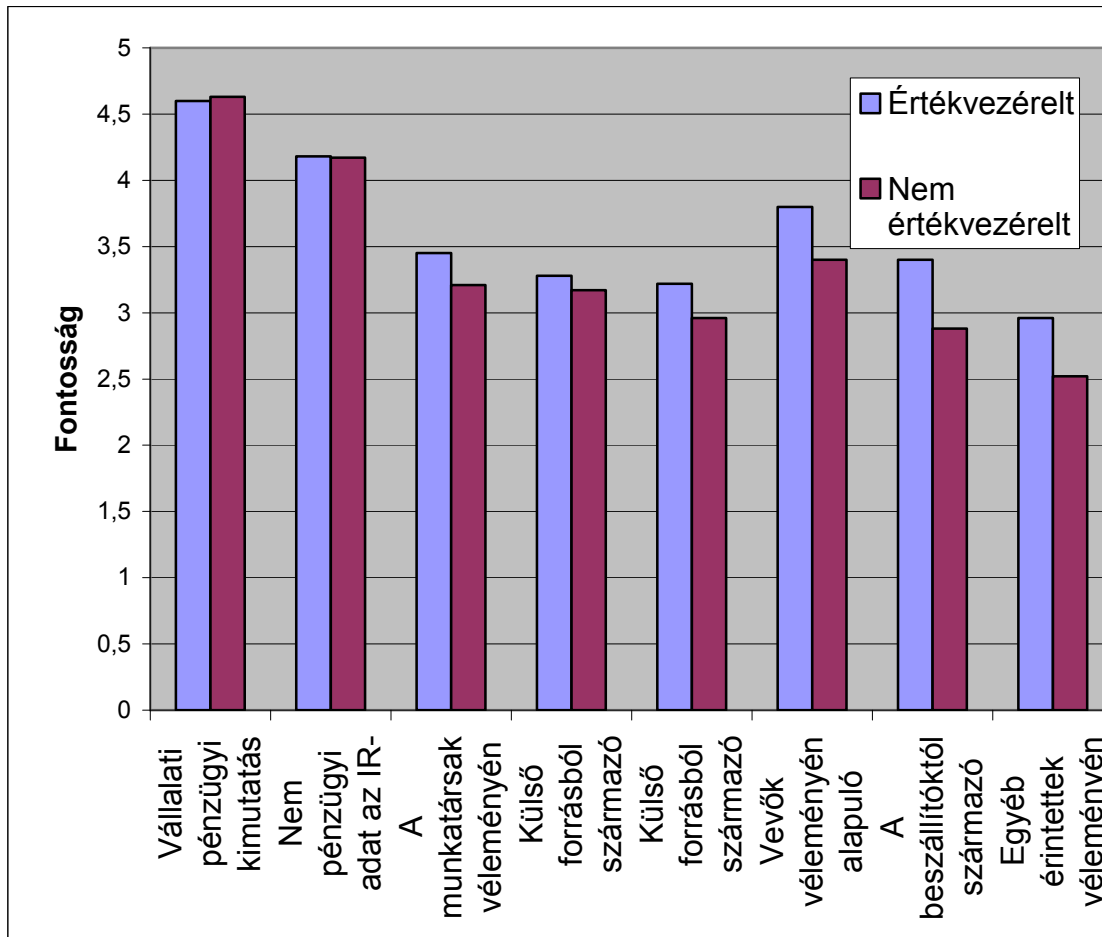
### 39. sz. melléklet

#### Kontrolling jelentések információs forrása tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban



40. sz. melléklet

**Kontrolling jelentések információs forrásainak kinyilvánított hasznossága, tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban**



## 41. sz. melléklet

### Pénzügyi mutatók számítása

Elemzésben Használt jel	megnevezése	számítása
ROIC	Befektetett tőke arányos hozam	Üzemi eredmény / (Saját tőke + Hosszú lejáratú kötelezettség*)
ROE	Saját tőke arányos nyereség	Adózott eredmény / saját tőke
ROI	Befektetés arányos megtérülés	Üzemi eredmény / (Befektetett tőke + Forgóeszköz – Rövid lejáratú kötelezettségek**)
ROA	Eszközarányos megtérülés	Adózott eredmény/ mérlegfőösszeg
fedh	Fedezeti hányad	Üzemi eredmény / árbevétel
tokef	Tőkeforgás	Árbevétel / befektetett tőke
ujrabef	Újra befektetési ráta	Mérleg szerinti eredmény / adózott eredmény
keszf	Készletforgás (fordulatok száma)	Beszerezések értéke / átlagos készletállomány
vevof	Vevőforgás (fordulatok száma)	Árbevétel / átlagos vevő állomány
szallf	Szállítóforgás (fordulatok száma)	Beszerezések értéke / átlagos szállítóállomány

\*A hosszú lejáratú hitel számításánál (2000 és 2002-ben) figyelembe vettem azt a sajátos magyarországi jelenséget, hogy a vállalatok nem jutván hosszú lejáratú hitelhez, gyakran rövid lejáratú hitelt használnak tartós finanszírozáshoz. Ezt a gyakorlatilag hosszú lejáratúnak kezelendő hitelállományt becsültem.

\*\*Amennyiben a befektetett tőke számításánál figyelembe kellett venni korrekciót, úgy azt a ROI mutató számításánál is figyelembe vettem.

42. sz. melléklet

Vállalatok besorolása jövedelmezőség alapján - klaszterelemzés

Final Cluster Centers

	Cluster											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ROE 2000	2,78	,11	4,59	,07	-,08	-,22	2,74	,29	-25,59	3,10	-,37	,37
ROE 2002	,94	-4,50	-1,60	,03	2,73	-1,53	8,17	,75	-,40	,01	,05	,24
ROIC 2000	,31	,02	5,48	,07	,05	-,27	2,33	,34	-,37	-,01	-,15	,44
ROIC 2002	,87	-,33	-,23	,04	-,54	-1,78	9,90	,86	-,16	,03	,06	,25

Number of Cases in each Cluster

Cluster 1	1,000
2	2,000
3	1,000
4	<b>193,000</b>
5	1,000
6	1,000
7	1,000
8	<b>6,000</b>
9	1,000
10	1,000
11	<b>12,000</b>
12	<b>36,000</b>
Valid	256,000
Missing	45,000





#### 43. sz. melléklet

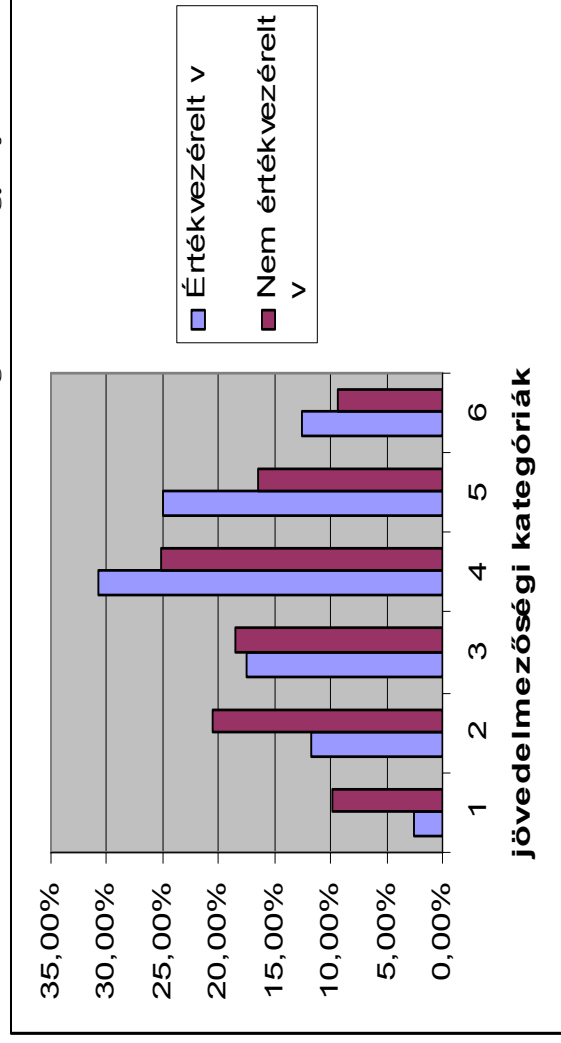
**Vállalati teljesítmény megítélése iparági átlaghoz képest (1-5 Likert skálán, önértékelés) jövedelmezőségi kategóriánkénti bontásban**  
(1: sokkal gyengébb, 3: lényegében azonos, 5: sokkal jobb)

Jöved besor új		Árbevétel- arányos nyereség	Tőke- jövedelmezőség
Stabilan veszteséges vállalatok (1)	Mean	<b>2,17</b>	<b>2,06</b>
	N	18	17
	Std. Deviation	,857	,827
Üzemi szinten 2002-ben veszteséges vállalatok (2)	Mean	<b>2,44</b>	<b>2,34</b>
	N	41	41
	Std. Deviation	1,050	1,132
0% körüli, vagy nem egyértelműen besorolható vállalatok (3)	Mean	<b>2,94</b>	<b>2,91</b>
	N	47	46
	Std. Deviation	1,030	,812
Alacsony jövedelmezősé- gű vállalatok (3)	Mean	<b>3,03</b>	<b>2,86</b>
	N	73	73
	Std. Deviation	,986	,962
Nyeréséges vállalatok (5)	Mean	<b>3,17</b>	<b>3,25</b>
	N	52	51
	Std. Deviation	1,043	,977
Stabil magas nyereségű vállalatok (6)	Mean	<b>3,79</b>	<b>3,68</b>
	N	28	28
	Std. Deviation	,876	,772
Összesen	Mean	2,97	2,90
	N	259	256
	Std. Deviation	1,071	1,030



44. sz. melléklet

Értékvezérelt és nem értékvezérelt vállalatok megoszlása az egyes jövedelmezőségi kategóriák között

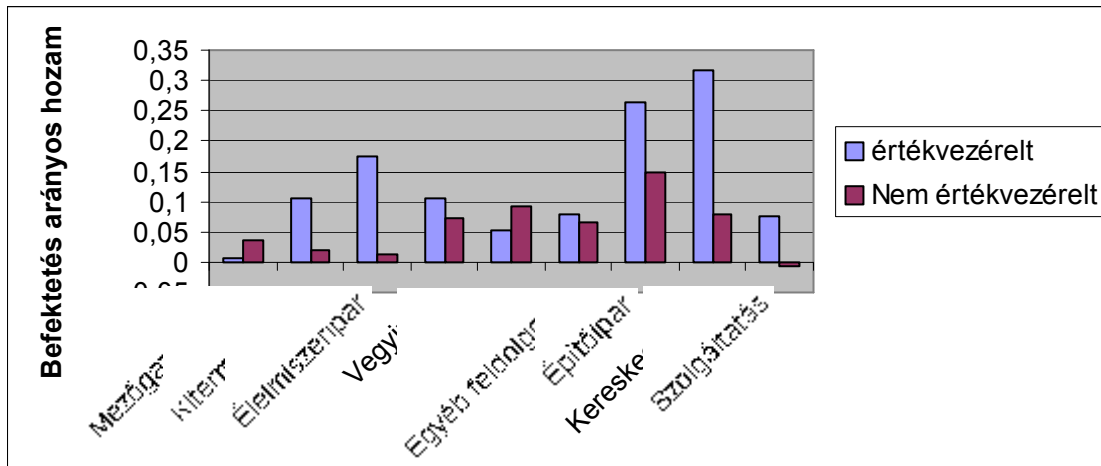


A tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség részletes besorolása (1:ellentmondásos vállalatok,....10: értékvezérelt 4 „mérő” vállalatok) jövedelmezőség szerinti bontásban (1: stabilan veszteséges vállalatok, ....6: stabil magas nyereségű vállalatok)

Jöv. Kat.	Vállalati besorolás a tulajdonosi érték teremtés melletti elkötelezettség alapján																							
	1,00		2,00		3,00		4,00		5,00		6,00		7,00		8,00		9,00		10,00					
	db	%	db	%	db	%	db	%	db	%	db	%	db	%	db	%	db	%	db	%	db	%		
1,00	1	6,7%	2	50,0%	5	15,6%	2	18,2%	5	9,8%	2	5,6%	3	7,3%	4	14,8%	3	15,8%						
2,00	4	26,7%			4	12,5%	4	36,4%	14	27,5%	6	16,7%	7	17,1%										
3,00	2	13,3%			7	21,9%			10	19,6%	5	13,9%	12	29,3%	2	7,4%	3	15,8%	4	12,1%				
4,00	4	26,7%			9	28,1%	3	27,3%	16	31,4%	6	16,7%	9	22,0%	6	22,2%	4	21,1%	18	54,5%				
5,00	2	13,3%	1	25,0%	6	18,8%	1	9,1%	3	5,9%	11	30,6%	8	19,5%	8	29,6%	7	36,8%	7	21,2%				
6,00	2	13,3%	1	25,0%	1	3,1%	1	9,1%	3	5,9%	6	16,7%	2	4,9%	7	25,9%	2	10,5%	4	12,1%				

#### 45. sz. melléklet

**Befektetett tőke arányos hozam (ROIC) alakulása nemzetgazdasági ágazatonként 2002-ben, tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban**



## 46. sz. melléklet

### Jövedelmezőségre (jövedelmezőségi kategóriák) ható tényezők vizsgálata regressziószámítás segítségével

#### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,250(a)	,062	,059	1,37009
2	,327(b)	,107	,100	1,33976
3	,361(c)	,131	<b>,120</b>	1,32467

a Predictors: (Constant), Változásokhoz való viszony, reakciók

b Predictors: (Constant), Változásokhoz való viszony, reakciók, Tulajdonosok típusa

c Predictors: (Constant), Változásokhoz való viszony, reakciók, Tulajdonosok típusa, Vállalati besor részletes

#### Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,707	,259		10,438	,000
	Változásokhoz való viszony, reakciók	,399	,098	,250	4,062	,000
2	(Constant)	2,010	,322		6,244	,000
	Változásokhoz való viszony, reakciók	,356	,097	,223	3,672	,000
	Tulajdonosok típusa	,430	,122	,213	3,515	,001
3	(Constant)	1,651	,347		4,752	,000
	Változásokhoz való viszony, reakciók	,330	,096	<b>,206</b>	3,426	,001
	Tulajdonosok típusa	,355	,124	<b>,176</b>	2,853	,005
	Vállalati besor részletes (tulajdonosi értékeremtés melletti elköt.)	,092	,036	<b>,159</b>	2,581	,010

a Dependent Variable: Jöved besor új

#### Excluded Variables(d)

Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
						Tolerance
1	Vállalati méret	,054(a)	,847	,398	,054	,945
	Tulajdonosok típusa	,213(a)	3,515	,001	,218	,984
	Fő tevékenység	-,067(a)	-1,078	,282	-,068	,981
	Szervezeti forma	,010(a)	,155	,877	,010	,979
	Vállalati besor részletes	,200(a)	3,294	,001	,205	,983
2	Vállalati méret	,027(b)	,425	,671	,027	,930
	Fő tevékenység	-,057(b)	-,939	,349	-,060	,979
	Szervezeti forma	,017(b)	,273	,785	,017	,978
	Vállalati besor részletes	,159(b)	2,581	,010	,162	,929
3	Vállalati méret	,002(c)	,035	,972	,002	,908
	Fő tevékenység	-,060(c)	-,991	,323	-,063	,979
	Szervezeti forma	-,023(c)	-,371	,711	-,024	,918

a Predictors in the Model: (Constant), Változásokhoz való viszony, reakciók

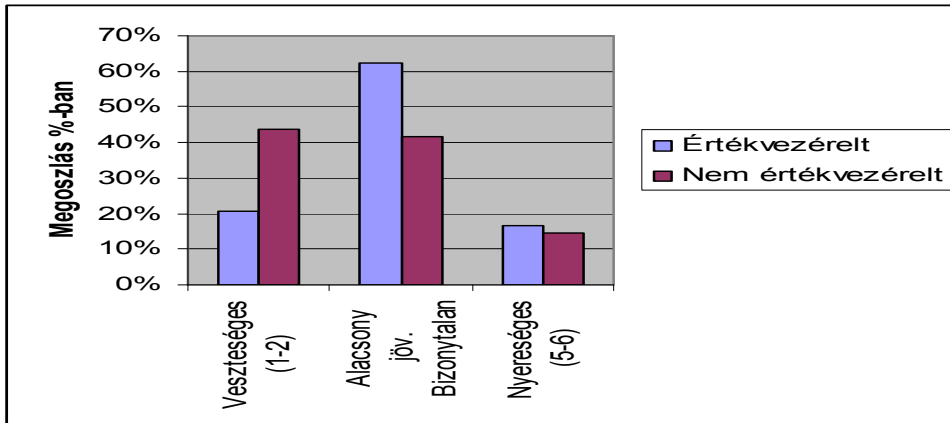
b Predictors in the Model: (Constant), Változásokhoz való viszony, reakciók, Tulajdonosok típusa

c Predictors in the Model: (Constant), Változásokhoz való viszony, reakciók, Tulajdonosok típusa, Vállalati besor részletes

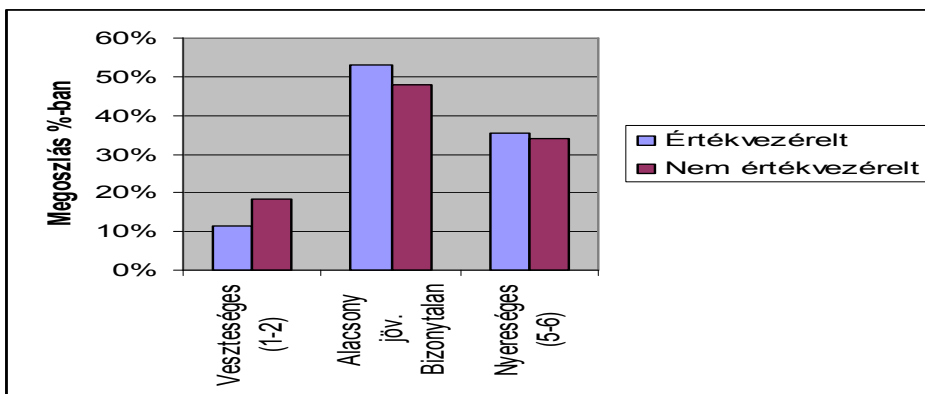
d Dependent Variable: Jöved besor új

47. sz. melléklet

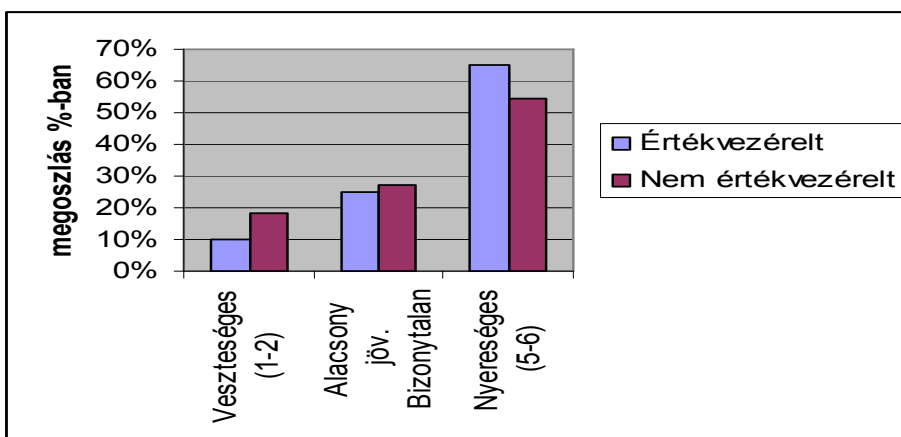
47/1. ábra Többségi állami tulajdonban levő vállalatok jövedelmezőségi besorolása tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban



47/2. ábra. Többségi belföldi tulajdonban levő vállalatok jövedelmezőségi besorolása tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség alapján



47/3. ábra. Többségi külföldi tulajdonban levő vállalatok jövedelmezőségi besorolása tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség alapján



#### 48. sz. melléklet

##### **Többségi belföldi tulajdonú vállalatok jövedelmezőségének összehasonlítása tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban, standartizálás segítségével**

A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett belföldi vállalatok 2002-ben 2,7% ponttal magasabb befektetés arányos hozamot értek el. Ez elsősorban annak köszönhető, hogy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatoknak nagyobb arányban sikerült a környezeti változásokhoz megfelelően alkalmazkodniuk (ez 2,38% pontos növekedést eredményezett). A részhatás különbség nagyon alacsony volt, az 1% pontnyi különbséget sem érte el, ami abból adódik, hogy a változásokra felkészülő vállalatcsoporton belüli magasabb jövedelmezőséget „kioltotta” a változásokra késve vagy nem reagáló csoporton belüli alacsonyabb jövedelmezőség. Magasabb részhatás különbséget lehetett volna kimutatni, ha nem a nem értékvezérelt vállalatokra jellemző súlyarányt használnom a standartizáláshoz.

##### **Többségi belföldi tulajdonban levő vállalatok csoportjában, a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett és nem elkötelezett vállalatok 2002-es befektetett tőke arányos hozamában (ROIC) számszerűsített különbség felbontása standartizálás, különbségfelbontás módszer segítségével**

	Értékvezérelt "é"	Nem értékvezérelt "né"	Standard "s"	Teljes eltérés "é"- "né"	Részhatás "s"- "né"	Összetétel- hatás "é"- "s"
ROIC 2002	0,118	0,091	0,094	0,027	0,003	0,0238

## 49. sz. melléklet

### Többségi külföldi tulajdonban levő vállalatok jövedelmezőségére (jövedelmezőségi kategóriák) ható tényezők vizsgálat regresszió elemzés segítségével.

#### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,345(a)	,119	,099	1,55523
2	,442(b)	,196	<b>,158</b>	1,50334

a Predictors: (Constant), Vállalatméret

b Predictors: (Constant), Vállalatméret, Vállalati besor részletes

#### Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,415	1,059		1,336	,188
	Vállalatméret	,974	,400	,345	2,438	,019
2	(Constant)	,355	1,150		,309	,759
	Vállalatméret	,870	,390	<b>,308</b>	2,234	,031
	Vállalati besor részletes	,194	,096	<b>,279</b>	2,022	,049

a Dependent Variable: Jöved besor új

#### Excluded Variables(c)

Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
						Tolerance
1	Fő tevékenység	,257(a)	1,762	,085	,260	,901
	Változásokhoz való viszony, reakciók	,006(a)	,038	,970	,006	,888
	Régió	-,028(a)	-,191	,849	-,029	,938
	Szervezeti forma	-,052(a)	-,344	,732	-,052	,911
	Vállalati besor részletes	,279(a)	2,022	,049	,295	,983
2	Fő tevékenység	,227(b)	1,594	,118	,239	,890
	Változásokhoz való viszony, reakciók	-,022(b)	-,148	,883	-,023	,880
	Régió	-,019(b)	-,132	,896	-,020	,937
	Szervezeti forma	-,203(b)	-1,305	,199	-,197	,760

a Predictors in the Model: (Constant), Vállalatméret

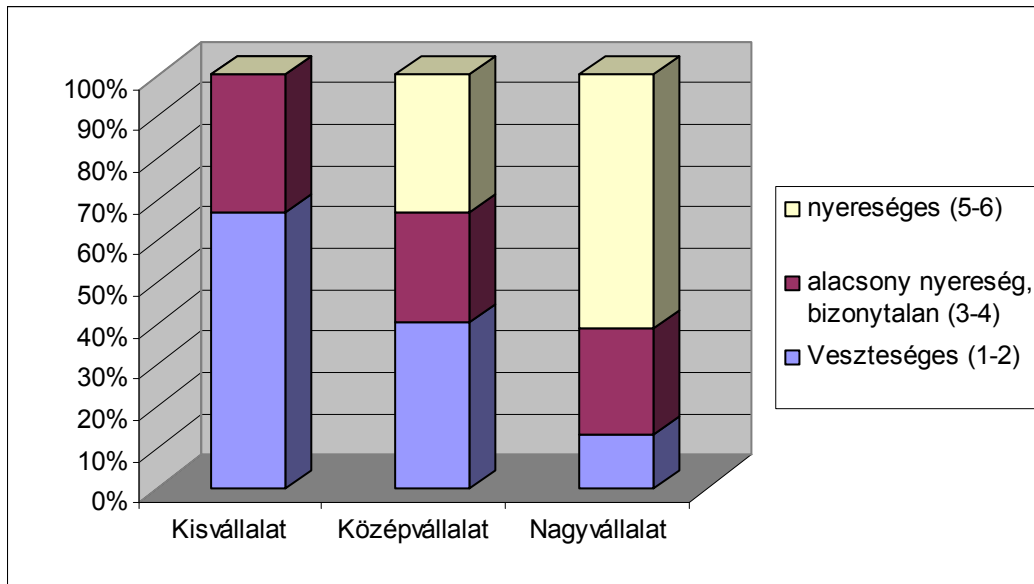
b Predictors in the Model: (Constant), Vállalatméret, Vállalati besor részletes

c Dependent Variable: Jöved besor új



## 50. sz. melléklet

### Többségi külföldi tulajdonban levő vállalatok jövedelmezőségi besorolása vállalati méret szerinti bontásban



## 51. sz. melléklet

### Többségi külföldi tulajdonban levő vállalatok csoportjában, a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett és nem elkötelezett vállalatok 2002-es befektetett tőke arányos hozamában (ROIC) számszerűsített különbség felbontása standardizálás, különbségfelbontás módszer segítségével

	Értékvezérelt "é"	Nem értékvezérelt "né"	Standard "s"	Teljes eltérés "é"- "né"	Részhatás "s"- "né"	Összetétel- hatás "é"- "s"
ROIC 2002	0,156622	0,076954	0,14928	0,07967	0,07233	0,00734

52. sz. melléklet

**Jövedelmezőség, tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség, környezeti változásokra való reagálás, vállalatméret közötti korrelációs kapcsolatok**

Vállalatcsoport	Jövedelmezőség Tulajdonosi értékteremtéshez való viszony	Jövedelmezőség Körny. változásokhoz való viszony	Jövedelmezőség Vállalati méret	Tulajdonosi értékteremtéshez való viszony körny. változásokhoz való viszony	Tulajdonosi értékteremtéshez való viszony vállalati méret
<b>Külföldi tul. vállalatok</b>	<b>,330(*)</b>	0,168	<b>,396(**)</b>	0,208	0,251
Külföldi tul. leányvállalatok	<b>,350(*)</b>	0,175	0,283	0,217	0,102
Külföldi tul. nem leány váll.	0,429	0,385	<b>,590(*)</b>	0,11	<b>,502(*)</b>
<b>Belföldi tul. váll</b>	0,051	<b>,219(*)</b>	0,074	0,155	0,154
Belföldi tul. leányvállalatok	0,066	0,246	-0,152	-0,047	0,106
Belföldi tul. nem leány váll.	0,072	<b>,211(*)</b>	0,153	<b>,194(*)</b>	0,121
<b>Állami tul. vállalatok</b>	<b>,261(*)</b>	<b>,358(**)</b>	0,071	0,006	<b>,295(**)</b>

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

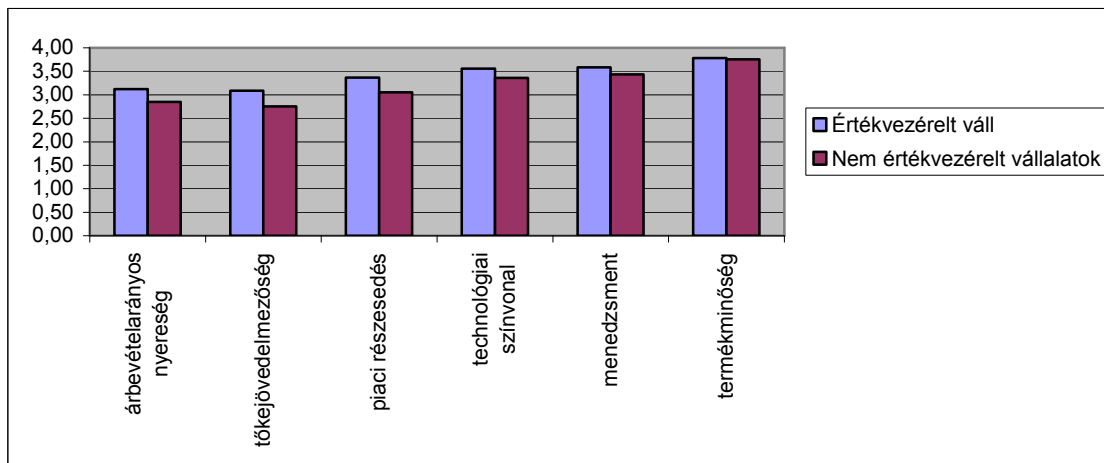
### 53. sz. melléklet

#### Pénzügyi mutatók (ROIC, ROE, ROI) konzisztenciájának tesztelése a változás iránya alapján 1995 és 2002 között

Változás irányának konzisztenciája	Változás előző évhez képest											
	2002		2000		1998		1997		1996		1995	
	db	%	db	%	db	%	db	%	db	%	db	%
Konzisztens	35	83,33	17	58,62	23	67,65	25	67,57	32	84,21	15	60,00
Nem konzisztens	7	<b>16,67</b>	12	<b>41,38</b>	11	<b>32,35</b>	12	<b>32,43</b>	6	<b>15,79</b>	10	<b>40,00</b>
Összesen	42	100,00	29	100,00	34	100,00	37	100,00	38	100,00	25	100,00

### 54. sz. melléklet

#### Iparági átlaghoz viszonyított önértékelés tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban





## 55. sz. melléklet

### Legerősebb versenytárshoz képesti önértékelés – legjobbnak minősített tényezők

Értékvezérelt vállalatok		Nem értékvezérelt vállalatok	
	Átlag		Átlag
etikus magatartás	<b>3,64</b>	etikus magatartás	<b>3,74</b>
rugalmas vevői igénykielégítés	<b>3,59</b>	rugalmas vevői igénykielégítés	<b>3,68</b>
termékminőség	<b>3,57</b>	termékminőség	<b>3,60</b>
<b>szállítás pontossága</b>	<b>3,52</b>	fogy-i igények vált. követése	<b>3,54</b>
<b>környezeti tudatosság</b>	<b>3,47</b>	<b>szállítás pontossága</b>	<b>3,51</b>
<b>közvetlen kapcsolat a fogyasztókkal</b>	<b>3,46</b>	<b>közvetlen kapcsolat a fogyasztókkal</b>	<b>3,40</b>
<b>jól felkészült vezetők</b>	<b>3,42</b>	<b>környezeti tudatosság</b>	<b>3,34</b>
alkalmazottak képzettsége	<b>3,40</b>	megfelelő alapanyagok bevezetése	<b>3,34</b>
fogy-i igények vált. követése	<b>3,40</b>	<b>jól felkészült vezetők</b>	<b>3,32</b>
váll-i image	<b>3,39</b>	rövid szállítási határidő	<b>3,32</b>

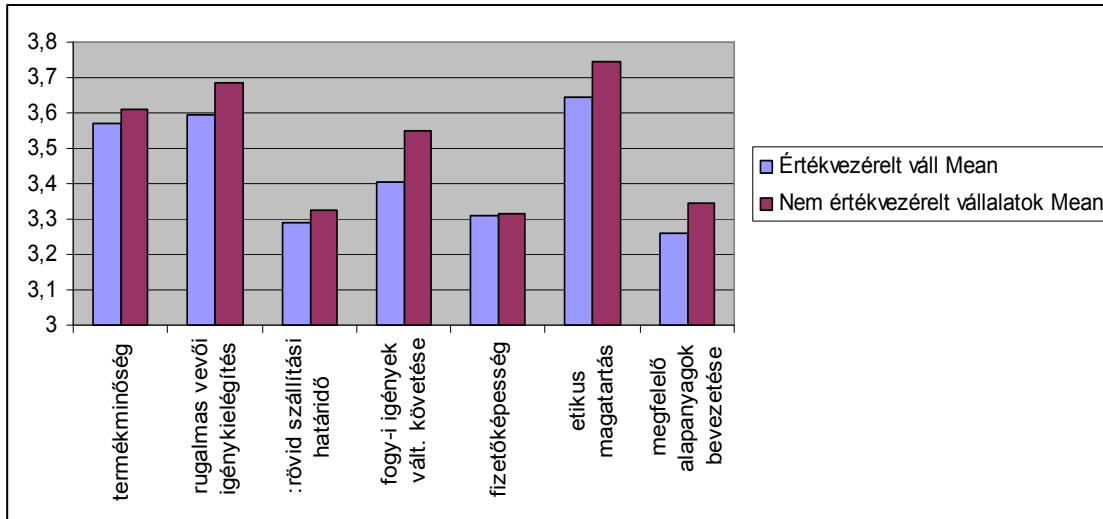
### Legerősebb versenytárshoz képesti önértékelés – leggyengébbnek minősített tényezők

Értékvezérelt vállalatok		Nem értékvezérelt vállalatok	
	Átlag		Átlag
államnak történő értékesítés	<b>2,67</b>	államnak történő értékesítés	<b>2,28</b>
<b>K+F ráfordítások szintje</b>	<b>2,74</b>	lobbizás államig-i szerveknél	<b>2,55</b>
<b>exportpiacokon való megjelenés</b>	<b>2,80</b>	<b>K+F ráfordítások szintje</b>	<b>2,55</b>
lobbizás államig-i szerveknél	<b>2,84</b>	<b>exportpiacokon való megjelenés</b>	<b>2,65</b>
eladásösztönzés alkalmazása	<b>2,89</b>	eladásösztönzés alkalmazása	<b>2,73</b>
<b>piaci részesedés</b>	<b>3</b>	<b>jövedelmezőség színvonala</b>	<b>2,77</b>
<b>jövedelmezőség színvonala</b>	<b>3,01</b>	<b>ktg hatékonyság</b>	<b>2,82</b>
jól szerv. elosztási csatornák	<b>3,03</b>	<b>piaci változások előrejelzése</b>	<b>2,90</b>
új termékek piacra vitele	<b>3,06</b>	<b>piaci részesedés</b>	<b>2,90</b>
stratégiai szöv. a fő partnerekkel	<b>3,06</b>	jól szerv. elosztási csatornák	<b>2,93</b>

## 56. sz. melléklet

### Legerősebb versenytárhoz viszonyított önértékelés I.

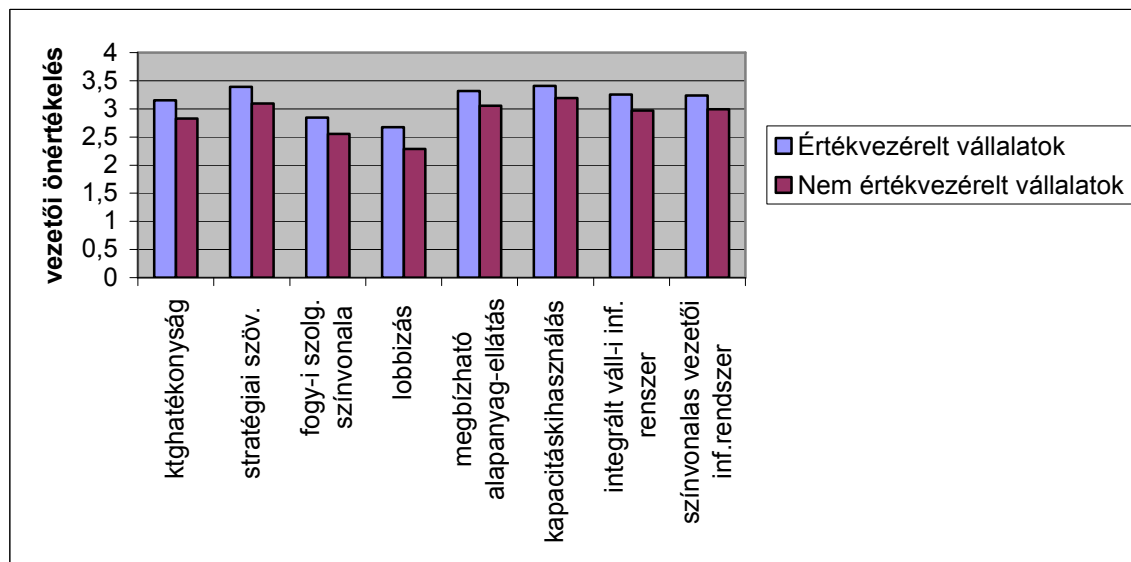
(Tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok kedvezőbb önértékelése)



## 57. sz. melléklet

### Legerősebb versenytárhoz viszonyított önértékelés II.

(A legnagyobb különbséget mutató tételek kiemelése)



58. sz. melléklet

**Jövedelmezőségre ható tényezők vizsgálata I. - tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok - regresszió elemzés**

(függő változó: jövedelmezőség besorolás, magyarázó változók: vállalati önértékelés)

A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalati csoportban **39%-os magyarázó erejű regressziós modellt** sikerült felállítani, amelyben a legmeghatározóbb tényezők a versenyképes árak (béta: 0,352), eladásösztönzés (béta: 0,297), gazdálkodási funkciók integrációja (béta: 0,279) a jövedelmezőség színvonala (2,25) volt. Több tényező az erős parciális korreláció miatt nem került bele a Forward módszer alapján készített regressziós függvénybe.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,407(a)	,165	,154	1,13369
2	,487(b)	,237	,215	1,09165
3	,556(c)	,310	,280	1,04570
4	,607(d)	,369	,332	1,00729
5	,658(e)	,434	<b>,392</b>	,96110

a Predictors: (Constant), Váll.teljes.:gazdálkodási funkciók integrációja

b Predictors: (Constant), Váll.teljes.:gazdálkodási funkciók integrációja, Váll.teljes.:jövedelmezőség színvonala

c Predictors: (Constant), Váll.teljes.:gazdálkodási funkciók integrációja, Váll.teljes.:jövedelmezőség színvonala , Váll.teljes.:versenyképes árak

d Predictors: (Constant), Váll.teljes.:gazdálkodási funkciók integrációja, Váll.teljes.:jövedelmezőség színvonala , Váll.teljes.:versenyképes árak , Váll.teljes.:megfelelő készletek

e Predictors: (Constant), Váll.teljes.:gazdálkodási funkciók integrációja, Váll.teljes.:jövedelmezőség színvonala , Váll.teljes.:versenyképes árak , Váll.teljes.:megfelelő készletek , Váll.teljes.:eladásösztönzés alkalmazása

**Coefficients(a)**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
3	(Constant)	-,468	,853		-,549	,585
	Váll.teljes.:gazdálkodási funkciók integrációja	,534	,187	<b>,298</b>	2,848	,006
	Váll.teljes.:jövedelmezőség színvonala	,382	,134	<b>,299</b>	2,861	,006
	Váll.teljes.:versenyképes árak	,504	,186	<b>,271</b>	2,716	,008
5	(Constant)	-,084	,847		-,100	,921
	Váll.teljes.:gazdálkodási funkciók integrációja	,499	,188	,279	2,648	,010
	Váll.teljes.:jövedelmezőség színvonala	,287	,128	,225	2,251	,028
	Váll.teljes.:versenyképes árak	,656	,175	,352	3,736	,000
	Váll.teljes.:megfelelő készletek	-,546	,178	-,302	-3,063	,003
	Váll.teljes.:eladásösztönzés alkalmazása	,451	,162	,297	2,791	,007

a Dependent Variable: Jöved besor

## 59. sz. melléklet

### Jövedelmezőségre ható tényezők vizsgálata II. - tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok - regresszió elemzés

(függő változó: jövedelmezőségi besorolás, magyarázó változók: vállalati önértékelés, de a korábbi regressziós függvény 3 legmeghatározóbb magyarázó tényezőjét - jövedelmezőség színvonala, versenyképes árak, integráció – kivettem a regresszió elemzés magyarázó változói közül)

A háttér változók kimutatása érdekében újra futattam a regressziós függvényt úgy, hogy a magyarázó változók közül kihagytam a gazdálkodási funkciók integrációját, a versenyképes árakat és a jövedelmezőség színvonalát. Az új regressziós függvény majdnem ugyanolyan magyarázó erővel (38,5%) rendelkezett, de a meghatározó tényezők a korszerű döntési módszerek (béta: 0,395), a piaci részesedés (béta: 0,322), és a fogyasztói igények változásának követése (béta: 0,291) lettek.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,403(a)	,162	,151	1,14351
2	,491(b)	,241	,220	1,09613
3	,569(c)	,324	,296	1,04145
4	,620(d)	,384	,350	1,00100
5	,653(e)	,426	<b>,385</b>	,97339

a Predictors: (Constant), Váll.teljes.:korszerű döntési módszerek

b Predictors: (Constant), Váll.teljes.:korszerű döntési módszerek , Váll.teljes.:fogy-i igények vált. követése

c Predictors: (Constant), Váll.teljes.:korszerű döntési módszerek , Váll.teljes.:fogy-i igények vált. követése, Teljesítményértékelés:piaci részesedés

d Predictors: (Constant), Váll.teljes.:korszerű döntési módszerek , Váll.teljes.:fogy-i igények vált. követése, Teljesítményértékelés:piaci részesedés , Váll.teljes.:megbízható alapanyag-ellátás

e Predictors: (Constant), Váll.teljes.:**korszerű döntési módszerek** , Váll.teljes.:**fogy-i igények vált. követése**, Teljesítményértékelés:**piaci részesedés** , Váll.teljes.:**megbízható alapanyag-ellátás**, Váll.teljes.:**fizetőképesség**

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
5	(Constant)	,318	,800		,397	,692
	Váll.teljes.:korszerű <b>döntési módszerek</b>	,682	,173	<b>,395</b>	3,943	,000
	Váll.teljes.: <b>fogy-i igények vált. követése</b>	,473	,155	<b>,291</b>	3,047	,003
	Teljesítményértékelés: <b>piaci részesedés</b>	,394	,113	<b>,322</b>	3,499	,001
	Váll.teljes.:megbízható alapanyag-ellátás	-,711	,212	<b>-,362</b>	-3,359	,001
	Váll.teljes.:fizetőképesség	,289	,128	,231	2,255	,027

a Dependent Variable: Jöved besor



## 60. sz. melléklet

### Versenyképes árakat meghatározó tényezők vizsgálata – tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok - regresszió elemzés

(függő változó: versenyképes árak legerősebb versenytárshoz képest, magyarázó változók: vállalati önértékelés)

35,2%-os magyarázó erejű modellt sikerült felállítani, melyben a meghatározó tényezők: a fogyasztói igények változásának követése (béta: 0,261), gyártási tevékenység színvonala (béta: 0,302), és a költséghatékonyság (béta: 0,215) volt.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,445(a)	,198	,188	,655
2	,509(b)	,259	,240	,633
3	,591(c)	,349	,323	,598
4	,620(d)	,384	<b>,352</b>	,585

a Predictors: (Constant), Váll.teljes.:fogy-i igények vált. követése

b Predictors: (Constant), Váll.teljes.:fogy-i igények vált. követése, Teljesítményértékelés:technológiai színvonal

c Predictors: (Constant), Váll.teljes.:fogy-i igények vált. követése, Teljesítményértékelés:technológiai színvonal, Váll.teljes.:gyártási tevék. színvonala

d Predictors: (Constant), Váll.teljes.:**fogy-i igények vált. követése**, Teljesítményértékelés:**technológiai színvonal**, Váll.teljes.:**gyártási tevék. színvonala**, Váll.teljes.:**ktghatékonyság**

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
3	(Constant)	2,462	,424		5,808	,000
	Váll.teljes.:fogy-i igények vált. követése	,272	,089	,306	3,061	,003
	Teljesítményértékelés:technológiai színvonal	-,332	,091	-,362	-3,670	,000
	Váll.teljes.:gyártási tevék. színvonala	,306	,094	,345	3,264	,002
4	(Constant)	2,433	,415		5,859	,000
	Váll.teljes.:fogy-i igények vált. követése	,232	,089	,261	2,605	,011
	Teljesítményértékelés:technológiai színvonal	-,391	,093	-,426	-4,207	,000
	Váll.teljes.:gyártási tevék. színvonala	,268	,094	,302	2,868	,005
	Váll.teljes.:ktghatékonyság	,161	,077	,215	2,090	,040

a Dependent Variable: Váll.teljes.:versenyképes árak

## 61. sz. melléklet

### Értékvezérelt vállalatok önértékelésének elemzése jövedelmezőségi kategóriánként - kiemelések

Elvégeztem az értékvezérelt vállalatok önértékelésének elemzését jövedelmezőségi kategóriánként is (lásd 47. sz. CD melléklet), amelyből csak néhány érdekes megállapítást emelnék ki.

A **tartósan veszteséges 3 értékvezérelt vállalat** önértékelése három szempont kivételével mindenhol átlagos vagy átlag feletti volt, a három szempont: versenyképes árak (2,3), az iparághoz viszonyított árbevétel arányos nyereség (2) és tőkejövedelmezőség (2). E három vállalat között volt egy kitermelő és energiaszolgáltatásban működő többségi állami tulajdonú nagyvállalat, és két többségi külföldi tulajdonú vállalat a könnyűiparban, illetve az egyéb feldolgozóiparban.

A **veszteséges vállalatok (2-es kategória)** a legerősebb versenytársaikhoz képest a legtöbb szempont szerint rosszabbnak értékelték önmagukat (összértékelés átlaga 2,8). Néhány kiemelt tényező: költséghatékonyság (2,8) a piaci részesedés (2,5), eladásösztönzés (2), technikai színvonal (2,5), termékválaszték (2,6), K+F ráfordítások (2,27), piaci változások előrejelzése (2,75), logisztikai rendszer hatékonysága (2,8), hitelképesség (2,3), jól felkészült vezetők (2,6), korszerű döntési módszerek (2,3), integrált információs rendszer (2,25). Az iparági átlaghoz képest csak a jövedelmezőségüket és a piaci részesedésüket tartják átlagon alulinak. Ezen vállalatok a legnagyobb figyelmet a költséghatékonyság fejlesztésére (70%) kívánják fordítani, illetve 35%-uk a fogyasztói igények változásának követését, és a termékminőség fejlesztését tartotta kiemelkedően fontosnak.

Az **éppen nem veszteséges**, vagy nem egyértelműen besorolható vállalatok összértékelése már átlagkörűlinek mondható (3,1), a leggyengébb tényezőként szintén a költséghatékonyság (2,86), piaci részesedés (2,7), eladásösztönzés (2,85), K+F ráfordítások (2,65), korszerű döntési módszerek (2,85) és az exportpiaci teljesítmény (2,4) mutatkozott. Az iparági átlaghoz képest csak a jövedelmezőségüket ítélték gyengébbnek, a többi tényezőt átlag felettinek.

A **nyereséges** értékvezérelt vállalatok a legerősebb iparági versenytársaikhoz képest átlag felettinek értékelték magukat minden szempont szerint, kivéve a lobbizást (2,8). A stabilan magas nyereségű vállalatok (6-os jövedelmezőség szerinti besorolás) és a nyereséges vállalatok (5-os jövedelmezőség szerinti besorolás) között is kimutatható különbség. Míg az utóbbi a legerősebb versenytárához képest gyengébbnek ítélte meg az exportpiacon való megjelenést (2,6) és a K+F ráfordítások szintjét (2,7), a stabilan nyereséges értékvezérelt vállalatok e két tényezőt átlag körűlinek ítélték. (részletes adatokat lásd 47. sz. CD melléklet)

## 62. sz. melléklet

### Jövedelmezőségre ható tényezők vizsgálata I. - tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok - regresszió elemzés

(függő változó: jövedelmezőségi besorolás, magyarázó változók: vállalati önértékelés)

Regresszió számítás segítségével vizsgáltam a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok jövedelmezőségére ható tényezőket is. A modell magyarázó ereje 36%-os volt, a legmeghatározóbb tényezőnek a vállalati hitelképesség (béta: 0,514) bizonyult, emellett magyarázó változóként megjelentek a piaci tényezők; a rugalmas vevői igény kielégítés (béta: 0,395) és a technológiai színvonal (béta: 0,22) (A regressziós függvény ellentmondásos korrelációs kapcsolatokra világított rá: negatív korrelációs kapcsolatot mutatott ki a jövedelmezőségi besorolás illetve az új termékek piacra vitele, a fogyasztói igények változásának követése, és a vállalati image között. Ez az eredmény is rávilágít a szubjektív értékelés problémáira.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,422(a)	,178	,168	1,44260
2	,482(b)	,232	,212	1,40336
3	,522(c)	,272	,244	1,37504
4	,572(d)	,328	,292	1,33018
5	,606(e)	,367	,325	1,29893
6	,638(f)	,408	<b>,360</b>	1,26540

a Predictors: (Constant), Váll.teljes.:hitelképesség

b Predictors: (Constant), Váll.teljes.:hitelképesség, Váll.teljes.:új termékek piacra vitele

c Predictors: (Constant), Váll.teljes.:hitelképesség, Váll.teljes.:új termékek piacra vitele, Váll.teljes.:rugalmas vevői igénykielégítés

d Predictors: (Constant), Váll.teljes.:hitelképesség, Váll.teljes.:új termékek piacra vitele, Váll.teljes.:rugalmas vevői igénykielégítés, Váll.teljes.:fogy-i igények vált. követése

e Predictors: (Constant), Váll.teljes.:hitelképesség, Váll.teljes.:új termékek piacra vitele, Váll.teljes.:rugalmas vevői igénykielégítés, Váll.teljes.:fogy-i igények vált. követése, Váll.teljes.:váll-i image

f Predictors: (Constant), Váll.teljes.:hitelképesség, Váll.teljes.:új termékek piacra vitele, Váll.teljes.:rugalmas vevői igénykielégítés, Váll.teljes.:fogy-i igények vált. követése, Váll.teljes.:váll-i image

Teljesítményértékelés:technológiai színvonal

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
6	(Constant)	1,928	,886		2,176	,033
	Váll.teljes.:hitelképesség	,700	,147	<b>,514</b>	4,749	,000
	Váll.teljes.:új termékek piacra vitele	-,507	,167	<b>-,312</b>	-3,030	,003
	Váll.teljes.:rugalmas vevői igénykielégítés	,703	,192	<b>,395</b>	3,658	,000
	Váll.teljes.:fogy-i igények vált. követése	-,453	,185	-,244	-2,451	,017
	Váll.teljes.:váll-i image	-,466	,187	-,266	-2,495	,015
	Teljesítményértékelés:technológiai színvonal	,378	,168	,222	2,242	,028

a Dependent Variable: Jöved besor

## 63. sz. melléklet

### Jövedelmezőségre ható tényezők vizsgálata II. - tulajdonosi értékteremtés mellett **nem** elkötelezett vállalatok - regresszió elemzés

(függő változó: jövedelmezőségi besorolás, magyarázó változók: vállalati önértékelés hitelképesség és fizetőképesség változók nélkül)

A vállalatok jövedelmezőségi besorolására lefutott új regressziós elemzés, amely már nem tartalmazta a vállalat hitelképességének és fizetőképességének megítélését, két meghatározó tényezőt azonosított a technológiai színvonalat (béta: 0,27) és a rugalmas vevői igény kielégítést (béta: 0,224), viszont a regressziós függvény magyarázó ereje csak 15,8%-os lett.

#### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,283(a)	,080	,068	1,52629
2	,361(b)	,130	,108	1,49353
3	,435(c)	,189	<b>,158</b>	1,45099

a Predictors: (Constant), Teljesítményértékelés:technológiai színvonal

b Predictors: (Constant), Teljesítményértékelés:technológiai színvonal, Váll.teljes.:rugalmas vevői igénykielégítés

c Predictors: (Constant), Teljesítményértékelés:technológiai színvonal, Váll.teljes.:rugalmas vevői igénykielégítés, Váll.teljes.:új termékek piacra vitele

#### Coefficients(a)

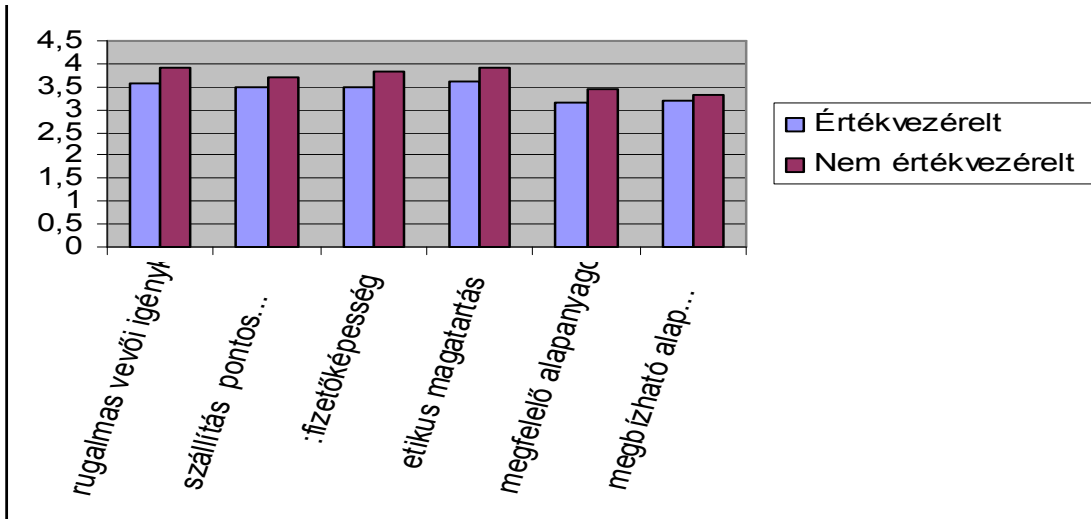
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,819	,644		2,826	,006
	Teljesítményértékelés:technológiai színvonal	,481	,184	,283	2,618	,011
2	(Constant)	,390	,922		,423	,673
	Teljesítményértékelés:technológiai színvonal	,459	,180	,270	2,554	,013
	Váll.teljes.:rugalmas vevői igénykielégítés	,400	,188	,224	2,122	,037
3	(Constant)	,670	,903		,741	,461
	<b>Teljesítményértékelés:technológiai színvonal</b>	,567	,181	<b>,333</b>	3,140	,002
	<b>Váll.teljes.:rugalmas vevői igénykielégítés</b>	,572	,197	<b>,321</b>	2,905	,005
	Váll.teljes.:új termékek piacra vitele	-,441	,186	-,271	-2,375	,020

a Dependent Variable: Jöved besor új

64. sz. melléklet

**Stabilan nyereséges vállalatcsoporton (5, 6 jövedelmezőségi kategória) belüli önértékelés összehasonlítása I.**

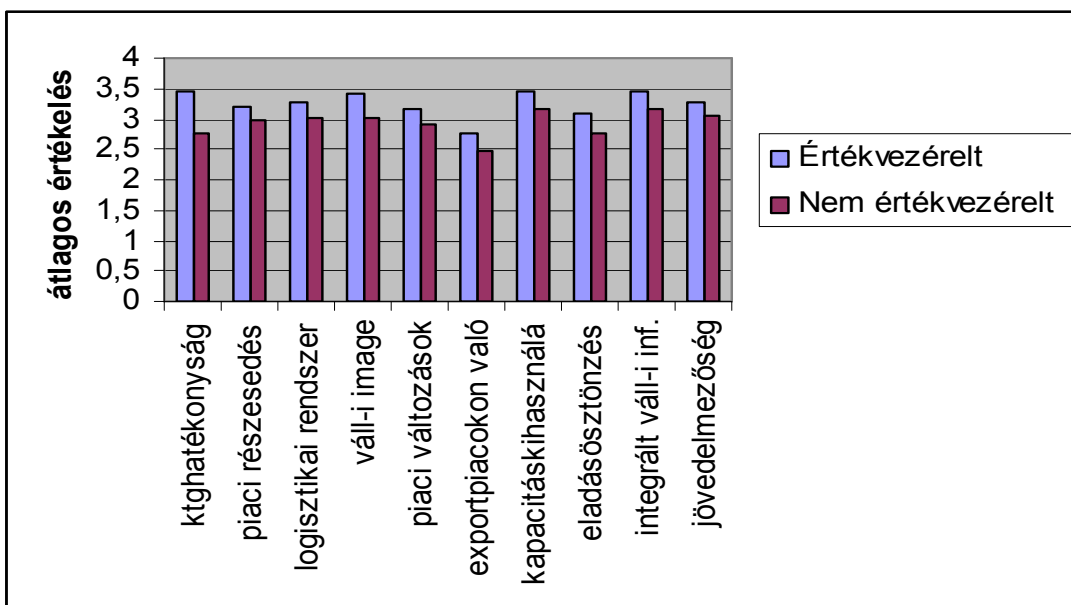
(Tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett vállalatok kedvezőbb önértékelése)



65. sz. melléklet

**Stabilan nyereséges vállalatcsoporton (5, 6 jövedelmezőségi kategória) belüli önértékelés összehasonlítása II.**

(Tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok kedvezőbb önértékelése)



## 66. sz. melléklet

### Longitudinális elemzés adatbázisának jellemzése

**66/1. tábla. Vállalati minta megoszlása tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség alapján**

	db	%
Nem értékvezérelt	16	32,0%
Értékvezérelt	34	<b>68,0%</b>

**66/2. tábla Vállalati minta megoszlása tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség alapján (részletes besorolás)**

Tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség	db	%
1 Ellentmondásos vállalatok	2	4,0%
3 Felsővezetői elkötelezettség melletti pénzügyi bizonytalanság.	3	6,0%
4 Mérő és „elkötelezett” 2-es vállalatok	1	2,0%
5 Csak a kinyilvánítás szintjén elkötelezett 3 vállalatok	8	16,0%
6 Elkötelezett, de „nem mérő” vállalatok	2	4,0%
7 Fogalom használatban bizonytalan 3 „mérő” vállalatok	13	26,0%
8 Értékvezérelt 3 „mérő” vállalatok	8	16,0%
9 Értékvezérelt 4, „nem mérő” vállalatok	2	4,0%
10 Értékvezérelt 4 „mérő” vállalatok	11	22,0%

**66/3. tábla Vállalati minta megoszlása méret alapján**

	Nem értékvezérelt		Értékvezérelt		Összesen	
	db	%	db	%	db	%
Kisvállalat	6	37,50%	5	14,70%	11	22
Középvállalat	6	37,50%	11	32,40%	17	34
Nagyvállalat	4	25,00%	18	52,90%	22	44

## 66. sz. melléklet (folyt)

### Longitudinális elemzés adatbázisának jellemzése

**66/4. tábla Vállalati minta megoszlása többségi tulajdonos típus szerint**

Többségi tulajdonos típus	Nem értékvezérelt		Értékvezérelt	
	db	%	db	%
Többségi állami tulajdonú	4	26,7%	13	40,6%
Többségi belföldi (nem állami) tulajdonú	11	<b>73,3%</b>	11	34,4%
Többségi külföldi tulajdonú			8	25,0%

**66/5. tábla Vállalati minta megoszlása állami jogelőd léte alapján**

	Nem értékvezérelt		Értékvezérelt	
	db	%	db	%
Volt állami jogelődje	10	62,5%	25	75,8%

**66/6. tábla Vállalati minta megoszlása fő tevékenységkör alapján**

Nemzetgazdasági ágak	Nem értékvezérelt		Értékvezérelt	
	db	%	db	%
Mezőgazdaság	3	18,8%	3	8,8%
Kitermelő ipar és energiaszolgáltatás	2	12,5%	6	17,6%
Élelmiszeripar			4	11,8%
Könnyűipar	3	18,8%	4	11,8%
Vegyipar	1	6,3%	1	2,9%
Gépipar	2	12,5%	6	17,6%
Egyéb feldolgozóipar	1	6,3%	2	5,9%
Építőipar	1	6,3%	1	2,9%
Kereskedelem	1	6,3%	2	5,9%
Szolgáltatás és közösségi szolgáltatás	2	12,5%	5	14,7%

**66. sz. melléklet (folyt.)****Longitudinális elemzés adatbázisának jellemzése****66/7. tábla Vállalati minta megoszlása domináns tulajdonos léte alapján**

Domináns tulajdonos léte	Nem értékvezérelt		Értékvezérelt	
	db	%	db	%
75% vagy nagyobb részesedéssel rend. dom. tul.	6	37,5%	19	57,6%
75%-nál kisebb részesedéssel rend. dom. tul.	8	50,0%	13	39,4%
Nincs domináns tul.	2	12,5%	1	3,0%

**66/8. tábla Vállalati minta megoszlása szervezeti forma szerint**

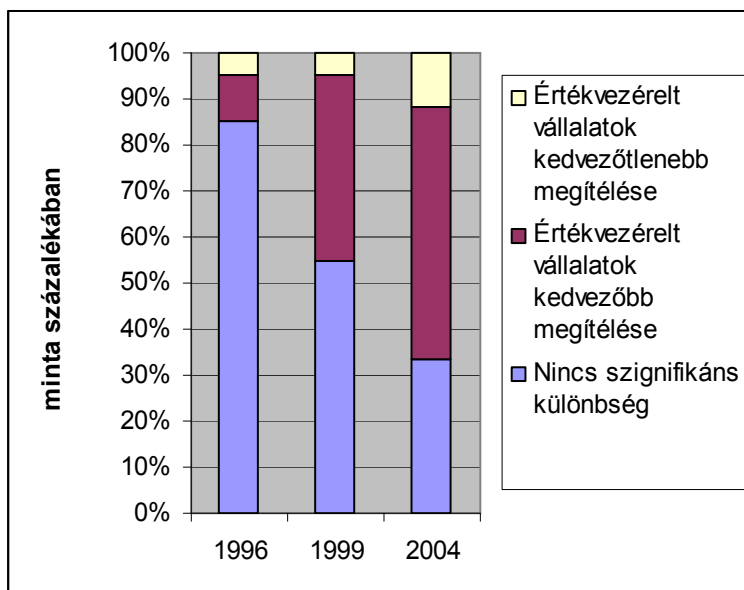
Szervezeti forma	Nem értékvezérelt		Értékvezérelt	
	db	db	db	%
Egyéb Szövetkezet	2	12,5%	1	3,0%
Kft	7	43,8%	11	33,3%
RT	7	43,8%	21	<b>63,6%</b>



## 67. sz. melléklet

### Tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett és nem elkötelezett vállalatok legerősebb versenytársához képesti önértékelésének összehasonlítása 1996 és 2004 között

(42 vizsgálati szempont szerint értékelték a vállalatok saját teljesítményüket a legerősebb versenytársukhoz viszonyítva. A grafikon azt mutatja, hogy az egyes években a 42 vizsgálati kérdés hány százalékában értékelték a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok saját teljesítményüket jobbnak, rosszabbnak, illetve a kérdések hány százalékában nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni.)



## **Felhasznált irodalom**

**Adams, C. – Neely, A. [2004]:** Prism reform. Financial Management, London: May 2002. pg. 28.

**Anthony R.N. [1993]:** Menedzsment kontroll, BKE háziyomda 1993.

**Anthony, L. – Velocci, Jr. [2000]:** 2000 Competitiveness Index Uses Engaged Lens To Examine Firms. Aviation Week & Space Technology, New York: July 10, 2000. Vol. 153, Iss.2; pg. 84

**Atkinson, A. A. – Waterhouse, J. H. – Wells, R. W. [1997]:** A Stakeholder Approach to Strategic Performance Measurement. Sloan Management Review, Spring 1997; Vol. 38; Iss.3.

**Agrawal, R. és szerzőtársai [1996]:** Why the US leads and why it matters. The McKinsey Quarterly 1996, Number 3. pp. 39-55.

**Ashton, R. H. [2005]:** Intellectual Capital and Value Creation: A Review. Journal of Accounting Literature. Gainesville, 2005, Vol. 24. pp. 53-103.

**Auguste, B.G. – Hao, Y. – Singer, M.- Wiegand, M. [2002]:** The other side of outsourcing. McKinsey Quarterly 2002. Iss. 1. pp. 53-63.

**Arccal a piac felé - gyorsjelentés az 1999. évi kérdőíves felmérés eredményeiről.**  
[www.uni-corvinus.hu/vallgazd/kutatas/versenykepesség](http://www.uni-corvinus.hu/vallgazd/kutatas/versenykepesség)

**Babbie, E. [2003]:** A társadalomtudományi kutatás gyakorlata. Balassi Kiadó.

**Bacidore, J. M. – Boquist, J. A. – Milbourn, T. T. –Thakor, A. V. [1997]:** The search for the best financial performance measure. Financial Analysts Journal, Charlottesville: May/June 1997. Vol. 53; Iss. 3; pg. 11.

**Bartek Lesi M. - Bartók I. – Czakó E. – Gáspár J. – Könczöl E. – Pecze K. [2007]:** Vállalati stratégia. Alinea Kiadó, Budapest

**Bába Á. [1991]:** Költségszámítás. Számvitel II. Egyetemi jegyzet. Aula

**Becker P.- Turner A.-Varsányi J. - Virág M. [2005]:** Értékalapú stratégiák. Akadémiai Kiadó

**Berács J. [2003]:** Piacorientáció, érték és a marketing. Vezetéstudomány 2003. 5. szám. pp. 13-25.

**Best practice technique: Focus on CFROI...[2003]:** Best practice technique: Focus on CFROI analysis to boost your firm's growth in 2004. Anonymous. IOMA's Report on Financial Analysis, Planning & Reporting, New York, Nov 2003. Vol. 03, Iss. 11. pg.1

- Bélyácz I. [1992]:** Privatizáció és tőkeértékelés. Bankszemle 1992. dec. pp. 16-22.
- Bélyácz I. [1994]:** A tőke megőrzésének koncepciói. Közgazdasági Szemle, 1994. 7-8. szám, pp. 662-669.
- Bélyácz I. [1995]:** A vállalati tőke és a benső értékének kapcsolata. Bankszemle, 1995. aug.-szept. pp. 10-18.
- Bélyácz I. [2007]:** A vállalati pénzügyek alapjai. Aula.
- Biddle, G.C. – Bowen, R.M – Wallace, J. S. [1999]:** Evidence on EVA. Journal of applied corporate finance 1999. summer, Iss. 2. pp. 69-79.
- Biddle, G.C. – Bowen, R.M – Wallace, J. S. [1997]:** Does EVA beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values. Journal of Accounting and Economics, Vol. 24, No. 3, pp. 301-336.
- Black, A. – Wright P. – Bachman, J. E. – Davies, J. [1999]:** Shareholder value. Az értékközpontú vállalatirányítás. KJK
- Boda Gy. [1997]:** A vállalati gazdálkodás és tervezés alapjai. BCE Közgazdasági Továbbképző Intézet.
- Bodie, Z.- Kane, A. – Marcus, A. J. [2005]:** Befektetések. Aula Kiadó.
- Bodnár V. [1997 a]:** Menedzsment kontroll, controlling, vezetői számvitel: nemzetközi elmélet és gyakorlat- hazai tapasztalatok – A controlling vezetői megközelítései-, Vezetéstudomány 1997. 5. szám, pp. 3-12.
- Bodnár V. [1997 b]:** Menedzsment kontroll, controlling, vezetői számvitel: nemzetközi elmélet és gyakorlat- hazai tapasztalatok –Controlling célra használt számviteli információ-, Vezetéstudomány 1997. 6. szám, pp. 3-11.
- Bodnár V. [1997 c]:** Menedzsment kontroll, controlling, vezetői számvitel: nemzetközi elmélet és gyakorlat- hazai tapasztalatok –Controlling hazai gyakorlata-, Vezetéstudomány 1997. 7-8. szám, pp. 20-30.
- Bodnár V. [1999]:** Controlling, avagy az intézményesített eredménycentrikusság. Ph.D értekezés. BKAE
- Bodnár V. [2001]:** Mire irányítják a vezetők figyelmét a controlling rendszerek?, Kontrolling 2001.1.szám, pp. 24-26.
- Bodnár V. [2005]:** Teljesítménymenedzsment vagy controlling? In: Bakacsi Gy. - Balaton K.-Dobák M. [2005]: Változás és Vezetés. Aula 2005. pp. 147-153.
- Bordáné Rabóczki M. [1986]:** A nyereségtervezés és elemzés, vállalatvezetés. KJK
- Bordáné Rabóczki M. [1989a]:** A gazdasági társaságok pénzügyi megítélése. KJK

- Bordáné Rabóczki M. [1989b]:** A pénzügyi helyzet vizsgálata a cash-flow kimutatás alapján. Pénzügyi szemle 1989. 10. szám. pp. 805-823.
- Bordáné Rabóczki M. [1993]:** Controlling és a belső elszámolási, beszámolási rendszerek. A vezetői teljesítmények értékelése. Számvitel és könyvvizsgálat 1993. 7-8. szám, pp. 324-330.
- Bordáné Rabóczki M. [1994]:** A mérleg és eredménykimutatás elemzése. Számvitel és könyvvizsgálat 1994. pp. 19-24.
- Bose, S. – Oh, K.B. [2004]:** Measuring strategic value-drivers for managing intellectual capital. The Learning Organization 2004. Vol. 11. No. 4/5 pp. 347-356.
- Bosnyák J. [1993]:** A költségszámítás néhány elméleti és gyakorlati vonatkozásai. Számvitel és Könyvvizsgálat, 1993. 7-8. szám, pp. 318-323.
- Bógel Gy. [1994a]:** A vállalati divíziók pénzügyi értékelése. Vezetéstudomány, 1994. 12. szám, pp.13-17.
- Bógel Gy. [1994b]:** Vállalati belső átadási árak. Közgazdasági szemle 1994. 2. szám
- Bölöni E. [2004]:** EVA alapú teljesítménymérési rendszer Magyarországon. Vezetéstudomány 2004. 7-8. szám, pp.16-29.
- Brealey R. A. – Myers S. C. [1992]:** Modern vállalati pénzügyek, Panem Kft
- Brealey R. A. – Myers S. C. [2005]:** Modern vállalati pénzügyek, Panem Kft
- Bródy A. [1990]:** Mennyi az ennyi? Bevezetés a gazdasági mérés elméletébe. Közgazdasági Szemle, 5. szám, pp. 521-537.
- Bródy A. [1997]:** A gazdaságtan szerszámairól. Kritika 1997. 4. szám, pp. 8-10.
- Bryant, L. – Jones, D. A. –Widener, S. K. [2004]:** Managing Value Creation within the Firm: An examination of multiple performance Measures. Journal of Management Accountig Sarasota, 2004. Vol 16.
- Bughin, J. – Copeland, T.E. [1997]:** The virtuous cycle of shareholder value creation. The McKinsey Quarterly 1997, Number 2. pp. 157-167.
- Burgman, B.J. – Roos, G., – Ballow, J.J. – Thomas, R.J. [2005]:** No longer „out of sight, out of mind”. Intellectual capital approach in AssetEconomics Inc. And Accenture LLP. Journal of Intellectual Capital Vol. 6, No. 4, pp. 588-614.
- Chikán A. [2003]:** Vállalatgazdaságtan. Aula Kiadó.
- Chikán A. – Demeter K. szerk. [1999]:** Termelésmenedzsment. Aula Kiadó.

**Chikán A. – Czakó E. [2005]:** Versenyben a világgal 2004-2006 – Gazdasági versenyképességünk vállalati nézőpontból. Kutatási tervtanulmány. Versenyképesség kutatások műhelytanulmány-sorozat, 1. kötet, BCE Versenyképesség Kutató Központ Budapest.

**Chikán A. – Czakó E. [2005]:** Versenyképesség- ahogyan a vállalatvezetők látják. Versenyben a világgal 2004-2006 – Gazdasági versenyképességünk vállalati nézőpontból című kutatás 49. sz. műhelytanulmány. BCE Versenyképesség Kutató Központ Budapest. <http://vallgazd.uni-corvinus.hu/index.php?id=22017>

**Chikán A. – Czakó E. – Kazainé Ónodi A. [2006]:** Gazdasági versenyképességünk vállalati nézőpontból – Versenyben a világgal 2004-2006 kutatási program. Zárótanulmány. <http://vallgazd.uni-corvinus.hu/index.php?id=22017>

**Clinton, B. D. – Chen, S. [1998]:** Do New Performance Measures Measure Up? Management Accounting; Oct 1997; Vol. 80; Iss. 4;

**Cooper, R. – Kaplan, R.S. [1988]:** Measure costs right: Make the right decisions Harvard Business Review 1988. Sept.-Oct.

**Cooper, R. – Slagmulder, R. [1999]:** Integrating activity-based costing and economic value added. Management Accounting Montvale Jan. 1999.

**Copeland, T. – Koller, T. –Murrin, J. [1999]:** Vállalatértékelés. Panem

**Copeland, T. [2002]:** Want to create value? Strategic Finance, Montvale Marc. 2002. pp. 48-54.

**Coyne, K.P. – Witter, J.W. [2002]:** What makes your stock price go up and down. The McKinsey Quarterly 2000. Nov. 2. pp. 29-34.

**Czakó E. – Zoltayné Paprika Z. [2002]:** Az 1996. és 1999. évi versenyképességi kérdőíves felmérések és az adatbázis jellemői. In. Chikán A. – Czakó E. – Zoltayné Paprika Z. [2002]: Vállalati versenyképesség a globalizálódó magyar gazdaságban. Akadémiai Kiadó, Budapest pp.52 – 59.

**Csányi T. – Dolgos O. – Wimmer Á. [1997]:** Költséggazdálkodás, teljesítménymérés és hatékonyság a magyar vállalati gyakorlatban, „Versenyben a világgal” kutatási program Költséggazdálkodás alproject zárótanulmánya

**Csath M. [2004]:** Stratégiai tervezés és vezetés a 21. században. Bp. Nemz. Tankvk.

**Csécsei R. [1991]:** Vállalatértékelés. Ipar-Gazdaság, 1991. jan. pp. 33-38.

**Dankó D. [2005]:** Teljesítménymenedzsment és változásvezetés. In: Bakacsi Gy. - Balaton K.-Dobák M. [2005]: Változás és Vezetés. Aula 2005. pp. 154-181.

**Deimler, M.S. – Whitehurst, J.M. [1999]:** Manage Your Value. Boston Consulting Group [www.bcg.com](http://www.bcg.com)

- Demeter K. (szerk.) [1993]:** Termelésmenedzsment. Egyetemi jegyzet. BKE  
Vállalatgazdaságtan tanszék
- Dobák M. [1996]:** Szervezeti formák és vezetés. KJK.
- Dobs, R. – Koller, T. [2005]:** Measuring long-term performance. The McKinsey Quarterly 2005 special adition: Value and performance pp. 17-27.
- Dobbs, R. – Nand, B. – Rehm, W. [2005]:** Merger valuation: Time to jettison EPS. The McKinsey Quarterly 2005 special adition: Value and performance pp. 83-88.
- Dolgos O. – Wimmer Á. [1995]:** A tevékenység alapú költséggazdálkodás a logisztikában és a termelésben. Ipar-Gazdaság, 1995. 5-6. szám.
- Dolgos O. [2000]:** A logisztika szerepe a vállalati versenyképességben: erőforrás alapú kitekintés és empirikus proposíció alkotás. PhD téziszjavaslatok. BKAE.
- Donaldson, T. – Preston, L. E. [1995]:** A vállalat érintett-elmélete: fogalmak, érvek és következtetések. In: Vállalatelméleti szöveggyűjtemény. Szerkesztette: Chikán Attila, Aula 2002. pp. 105-128.
- Dorgai I. [2003]:** A részvényesi értékmaximalizálás és a vállalati teljesítménymérés kapcsolata. Vezetéstudomány 2003. 3. szám pp. 2-17.
- Dorgai I. [2004a]:** A részvényesi értékmaximalizálás elméleti háttere. Vezetéstudomány 2004. 3. szám. pp. 2-18.
- Dorgai I. [2004b]:** A részvényesi értékmaximalizálás és a vállalati értékteremtés kapcsolata. Ph.D. disszertáció. BKAE.
- Ehrbar A [2000]:** EVA kulcs az értékteremtéshez, Panem kiadó.
- Fazakas G. szerk. [2004]:** Vállalati pénzügyi döntések. Egyetemi tankönyv.
- Felföldi Gy. [1994]:** A vagyon és vállalatértékelés módszerének összehasonlítása. Vezetéstudomány, 1994. 7. szám, pp. 56-59.
- Felton, F. F. – Fritz, P. K. [2005]:** The view from the boardroom. McKinsey Quarterly 2005. Special edition: Value and performance pp. 49-61.
- Fiáth A. [2001]:** Az értékalapú vállalatirányítás. Kontrolling 2001. 2. szám pp. 8-10.
- Fiath A. [2004]:** Az értékközpontú vállalatirányítás gyakorlata a Mol Rt-nél. Vezetéstudomány 2004. 3. szám. pp. 38-46.
- Fónagy – Árva P. – Zéman Z. – Majoros Gy. [2003]:** Értékmérési módszerek alkalmazási lehetőségeinek vizsgálata. Pénzügyi szemle 2003. 4. szám, pp. 380-403.
- Friedman M. [1986]:** Infláció, munkanélküliség, monetarizmus. Budapest, KJK.

**Friedman M. (1970):** The Social Responsibility of Business is to increase its profits. The New York Times Magazine. 1970. Szept. 13.

**Frigo, M. L. [2002]:** Strategy execution and value-based management. Strategic Finance. Montvale: Oct 2002. Vol. 84, Iss.4; pg. 6.

**Frankovics A. – Kadocsa Gy. [1993]:** Adalékok a logisztika – controlling kiépítéséhez. Ipargazdaság 93. 8-9. szám, pp. 28-30.

**Füstös L. – Kovács E. – Mészéna Gy. – Simonné Mosolygó N. [2004]:** Alakfelismerés. Sokváltozós statisztikai módszerek. UMK Budapest

**Goedhart, M. – Koller, T – Wessels, D. [2005]:** Do fundamentals – or emotions – drive the stock market? The McKinsey Quarterly 2005. special edition: Value and performance pp. 7-15.

**Gyökér I. [2004]:** A vállalat szellemi tőkéje – számolatlan vagyon. Harvard Businessmanager 2004. dec. pp.48-58.

**Hanyecz L. [2004]:** Controlling a vállalati gyakorlatban. Vezetéstudomány 2004. 5. szám. pp. 29-37.

**Harangozó T. [2007]:** Az intellektuális tőke mérése és ennek lehetséges magatartási vonatkozásai. Vezetéstudomány 2007. 12. sz. 18-34

**Hársvölcsi K. – Bokor Z. – Csillag L.[2002]:** A Balanced Scorecard gyakorlati adaptálása. Vezetéstudomány 2002. 2. szám, pp. 29-39.

**Hercz E. [2003]:** Balanced Scorecard alkalmazása a Westel Mobil Távközlési Rt-nél. Minőség és megbízhatóság 2003/4. szám, pp. 208-211.

**Hunyadi L. - Mundruczó Gy.- Vita L. [1992, 2008]:** Statisztika I. II. kötet. Aula

**Higgins, R. C. [2001]:** Analysis for financial management. Irwin McGraw-Hill.

**Horváth P., [1990]:** Controlling: a sikeres vezetés eszköze, KJK, Budapest

**Hurwitz, J.- Lines, S.- Montgomery, B.- Schmidt, J. [2002]:** The linkage between management practices, intangibles performance and stock returns. Journal of Intellectual Capital; 2003; Vol. 3; Iss. 1, pp. 51-61.

**Illés M. [1995]:** Inflációs eredetű vagyonmozgás a vállalati szférában. Vezetéstudomány 1995. 10. szám, pp. 7-13.

**Illéssy J. [1992]:** Vállalatértékelési módszerek a gyakorlatban. Vezetéstudomány, 1992. 12. szám, pp. 53-63.

**Imre T. [1996]:** A részvénytulajdonosi érték képzés módszere mint a stratégiai menedzsment fontos eszköze. Vezetéstudomány 1996. 7-8 szám, pp. 59-72.

**Imre T. [2004]:** Balanced Scorecard: Hogyan lehet valóban kiegyensúlyozottá tenni? *Vezetéstudomány* 2004. 5. szám, pp. 19-28.

**Ittner, C. D. – Larcker, F. [1998a]:** Innovations in performance measurement: Trends and Research Implications. *Journal of Management Accounting Research*; 1998; Vol. 10, ABI/INFORM Global pg. 205.

**Ittner, C. D. – Larcker, F. [1998b]:** Are non-financial measures leading indicators of financial performance: an analysis of customer satisfaction. *Journal of Accounting Research* Vol. 36, pp. 1-35.

**Ittner, C. D. – Larcker, F. [2000]:** Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective. *Journal of Accounting & Economics*. 2001. Dec. Vol. 32, Iss. 1-3;

**Ittner, C. D. – Larcker, F. [2004]:** A nem pénzügyi jellegű teljesítménymérés hiányosságai. *Harvard Businessmanager* 2004. június, pp. 16-13.

**Jensen M. C. [2002]:** Értékmaximalizálás, érintettelmélet és a vállalati célfüggvény. In: Jensen M. C. [2008]: *Tulajdonosok és menedzserek* Alinea Kiadó – Rajk László Szk.

**Johnson, T. [1972]:** Early Cost Accounting for Internal Management Control: Lyman Mills in the 1850's. *Business History Review*, Winter 1972. pp. 202-219.

**Johnson, T. [1975]:** Management Accounting in an Early Integrated Industrial: E. I. duPont de Nemours Powder Company 1903-1912. *Business History Review*, Summer 1975. pp. 184-204.

**Johnson, T. [1978]:** Management Accounting in an Early Multidivisional Organization: General Motors in the 1920s. *Business History Review*, Winter 1978. pp. 490-517.

**Juhász P. [2004, a]:** Az emberi erőforrás értékelés kérdései, Bp. BKAE Vállalatgazdaságtan tanszék, Műhelytanulmányok sorozat

**Juhász P. [2004, b]:** Iránytű nélkül – Információs válságban a pénzügyi döntéshozatal. *Vezetéstudomány* 2004. 7-8. szám. pp. 30-41.

**Juhász P. [2005a]:** Az üzleti kapcsolatok pénzügyi értékelési lehetőségei. *Vezetéstudomány* 2005. 5.szám, pp. 35-43.

**Juhász P. [2005b]:** Az emberi erőforrás értékelés kérdései. *Vezetéstudomány* 2005. 1. szám, pp. 13-32.

**Juhász P. [2005c]:** Az üzleti és könyv szerinti érték eltérésének magyarázata – Vállalatok mérlegen kívüli tételeinek értékelési problémái. Ph.D. disszertáció. BCE.

**Kaplan, R. S. – Anderson, S. R. [2005]:** Idővezérelt tevékenység alapú költség számítás *Harvard Businessmanager* 2005. Márc. pp. 17-25.



**Kaplan, R. S. – Atkinson, A. A. [2003]:** Vezetői üzleti gazdaságtan. Panem-Business Kft.

**Kaplan, R.S – Cooper, R. [2001]:** Költség & Hatás, Panem-IFUA Horváth& Partner.

**Kaplan, R. S. – Norton, D. P. [1997]:** Eszköz, ami mozgásba hozza a stratégiát, Balanced Scorecard, kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer. IFUA Horváth & Partner, KJK

**Kaplan, R. S. – Norton, D. P. [2002]:** A stratégiaközpontú szervezet: Hogyan lesznek sikeresek a Balanced Scorecard vállalatok az új üzleti környezetben? Panem.

**Kaplan, R. S. – Norton, D. P. [2004]:** Az immateriális javak stratégiai készenlétének mérése.

Harvard Business manager 2004. augusztus, pp. 70-82.

**Kaplan, R. S. – Norton, D. P. [2005]:** Stratégiai térképek. Hogyan alakulnak át az immateriális javak pénzügyi eredményé? Panem

**Kaplan, R. S. – Norton, D. P. [2008]:** A balanced scorecard mint stratégiai menedzsmentrendszer. Harvard Business Manager magyar kiadás 2007 dec. - 2008 jan. pp. 38-48

**Kenny, G. [2003]:** Strategy: Balanced Scorecard – Why it isn't working. New Zealand Management, Auckland: Marc 5, 2003.

**Kerékgyártó Gy. - Balog I. – Sugár A. – Szarvas B. [2008]:** Statisztikai módszerek és alkalmazásuk a gazdasági és társadalmi elemzésekben. Aula

**Kieser A. [1995]:** Szervezetelméletek. Aula Kiadó

**Kleiman, R. T. [1999]:** Some new evidence on EVA Companies. Journal of Applied Corporate Finance, Summer 1999. Vol.12. No 2. pg. 80.

**Koller, T. [2005]:** Don't expect too much of your share price. The Mckinsey Quarterly 2005. special edition: Value and performance. pg. 29.

**Koltai T. [1992]:** A standard költségszámítás és a vezetői döntéstámogatás. Számvitel és könyvvizsgálat Vol 34. No. 1 pp. 11-18.

**Koltai T. [1994]:** A tevékenység alapú termékkalkuláció elvi alapjai és gyakorlati bevezetése. Számvitel és könyvvizsgálat 1994/10. október

**Koltai T. [1996]:** A tevékenység-alapú költségszámítási rendszer (ABC) tervezésének tapasztalatai az Electrolux-csoport jászárok szállási hűtőládagyárában. Számvitel és könyvvizsgálat No. 4.

**Koltai T. – Sebestyén L. [2003]:** A tevékenység alapú költségkalkuláció esélyei Magyarországon. Számvitel-Adó-Könyvvizsgálat 2003. 11. szám, pp. 494-498.

- Kopányi T. [2005]:** Az integrált vállalatirányítási rendszerek a vállalati értékmaximalizálás szolgálatában. *Vezetéstudomány* 2005. 11. szám, pp. 27-39.
- Kovács K. [2008]:** A márkák pénzügyi értékelésének módszerei. *Vezetéstudomány* 2008. 3. szám, pp. 18-34
- Lakatos I. [1997]:** Lakatos Imre tudományfilozófiai írásai. Atlantisz
- Könczöl E. [2007]:** A vállalati értéknövelés helye a magyar középvállalatok stratégiai célrendszerében. PhD disszertáció.
- Laáb Á. [1994]:** A humán tőke értéke és számbavétele. *Vezetéstudomány*, 1994. 12. szám, pp. 35-40.
- Laáb Á. [1999]:** Motivációs illúziók. Érdekeltség a vállalatoknál. *Cégvezetés* 1999. november pp.161-173.
- Ladó L. [1981]:** Teljesítmények és ráfordítások. Tervezés, mérés, értékelés. KJK.
- Ladó L. [1987]:** A vállalaton belüli szervezeti egységek teljesítményei, hozamai és ráfordításai mérésének néhány kérdéséről. *Vezetéstudomány*, 1987. 6. szám.
- Ladó L. [1992]:** A vezetői döntéshozatal és a számvitel néhány jellegzetes kapcsolódó területéről, *Számvitel és könyvvizsgálat* 1992. 3. szám pp.121.-128.
- Ladó L. [1999]:** A költség valamint kontrolling témájú vezetői információk helyzetéről. *Harvard Business manager* 1999. 2. szám,
- László Gy. - Orosdy B. [2003]:** Szemfényvesztés vagy szemléletváltás a stratégiában? *CEO* 2002. 1. szám.
- Lázár L. [2002]:** Értékek és mértékek. A vállalati erőforrás felhasználás leképezése és elemzése a hazai üzleti szervezetekben. Ph.D. értekezés 2002. BKAE.
- Lázár L. [2003]:** A költségszámítás és elemzés gyakorlata hazai és közép-vállalatokban. *Vezetéstudomány*, 2003 12. szám, pp. 42-61.
- Lehn, K. – Makhija, A. K. [1997]:** EVA, accounting profits, and CEO turnover: an empirical examination, 1985-1994. *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer 1997. Vol.10. No 2. pg.90.
- Lengyel Cs. [2001]:** Balanced Scorecard a huszonegyedik század vezetési szabványa? *Kontrolling* 2001. 1.szám, pp. 7-11.
- Lesi M. [2005]:** A 2004-es versenyképesség kutatás vállalati mintájának alapjellemezői és reprezentativitása. *Versenyképesség kutatások műhelytanulmány-sorozat*, 2. kötet, BCE Versenyképesség Kutató Központ, Budapest
- Lindner S. [2004]:** Humán nézőpontból a Balanced Scorecard. *Munkaügyi szemle* 2004. jan. pp. 20-23.

**Ling, R. V. – Nagy, J. [1992]:** Üzletértékelési módszerek. Számvitel és könyvvizsgálat 1992. 1. szám, pp. 19-22.

**Lukács J. [1987]:** Racionális költséggazdálkodás = takarékoság. Disszertáció. BKE.

**Lukács J. [1991]:** Értékelemzés elvén és módszerén alapuló általános költségtervezési, elemzési, ellenőrzési eljárások. Számvitel II. egyetemi jegyzet. Aula

**Lukács J. [1998]:** Számviteli eljárások magas infláció esetén, Jubileumi tudományos ülészak 1998. okt.1-3. 1. kötet pp. 73-89.

**Lukács J. [2004]:** „Inflációs számvitel”. Számvitel, adó, könyvvizsgálat 2004. ápr, pp. 162-165.

**Madden, B.J. [1998]:** The CFROI valuation model. Journal of Investing. New York: Spring 1988. Vol.7, Iss. 1; pp. 31-45

**Major B. [2000]:** Értékközpontú cégirányítás. Cégvezetés 2000. márc. pp. 155-161.

**Malasics A. [1998]:** A humán erőforrás tőketényezőként való tükröztetése a számviteli információs rendszerben, Jubileumi tudományos ülészak 1998. okt.1-3. 1. kötet pp.19-37.

**Marosi M. [1987a]:** A tőkés vállalatok belső irányítása. Figyelő 1987. jan. pp. 8-13.

**Marosi M. [1987b]:** Vállalaton belüli irányítás külföldön. Ipar-Gazdaság 87. 1. szám, pp. 25-32.

**Marosi M. [1988]:** A szervezés és irányítás nemzetközi fejlődése. KJK

**Marr, B. [2005]:** Business performance measurement: an overview of the current state of use in the USA. Measuring Business Excellence, Bradford: 2005, Vol9, Iss 3, pp. 56-62.

**Marr, B. – Gray, D. – Neely D. [2003]:** Why do firms measure their intellectual capital? Journal of Intellectual Capital 2003. Vol. 4. No. 4.

**Martin H. Gy. [2004]:** A jelenérték-számításra épülő vállalatértékelés és vállalati értéknövelés alapjai. In: Fazekas szerk. [2004] Vállalati pénzügyi döntések. pp. 107-146.

**McNulty J. J. – Yeh T. D. – Schulze W. S. – Lubatkin M. H. [2003]:** Mennyi a valódi tőkeköltsége? Harvard Businessmanager, 2003. május – június, pp. 58-66.old.

**Mészáros T. [2002]:** A stratégia jövője, Aula.

**Miles, L. D. [1973]:** Értékelemzés. KJK.

**Mills, R. – Rowbotham, S. – Robertson, J. [1998]:** Using economic profit in assessing business performance. *Management Accounting*, Nov 1998; Vol. 76., Iss: 10, pp. 34-38.

**Modigliáni, F. – Miller, M. H. [1958]:** The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review* 1958. június, pp. 261-297. In: Franco Modigliani: Pénz, megtakarítás, stabilizáció Válogatott tanulmányok. KJK pp. 231.-285.

**Neely, A. – Mills, J. – Platts, K. – Gregory, M. – Richard, H. [1994]:** Realyzing strategy through measurement. *International Journal of Operations & Production Management*, Bradford: 1994. Vol. 14, Iss. 3, pp. 140-153.

**Neely, A. – Gregory, M. – Platts, K. [1995]:** Performance measurement system design – A literature review and research agenda. *International Journal of Operations and Production Management* 1995. Vol.4., pp. 80-116.

**Neely, A. – Bourne, M [2000]:** Why measurement initiatives fail. *Quality Focus*, Brandford: 2000. Vol. 4., Iss. 4.

**Neely, A. A. – Adams, C. – Kennerley, M. [2004]:** Teljesítményprizma. Alinea Kiadó, Budapest

**Nemeslaki A. - Aranyos M. [2003]:** Az információtechnológia vállalati értékteremtésének elméletei, szemléletmódjai és módszerei. *Vezetéstudomány* 2005. 7-8. szám, pp. 27-38.

**Newing, R. [2006]:** Benefits show in the figures FINANCIAL PERFORMANCE: There is a clear link between better working conditions and business success. *Financial Times*, London (UK): May 18, 2006 pg. 8

**Oksanen O. [1995]:** Shareholder Value Analysis. Alternatív megközelítés a vállalatértékelésben. *Bank és tőzsde* 1995. márc. pp. 10-12.

**Olsen, E. [2002a]:** Rethinking Value-Based Management. *Handbook of Business Strategy* pp. 286-301. [www.bcg.com](http://www.bcg.com)

**Olsen, E. [2002b]:** New Directions in Vaue Management. *Perspectives The Boston Consulting Group*. [www.bcg.com](http://www.bcg.com)

**Ónodi A. [2004]:** Kell –e választani? Tulajdonosi értékelmélet, érintett elmélet. *Vezetéstudomány* 2004. 7-8. szám, pp. 60-72.

**Ónodi A. [2005]:** EVA számviteli korrekciók, 57. sz. Műhelytanulmány. 2005. BCE, Vállalatgazdaságtan Intézet.

**Osman P. [1991]:** Immateriális vagyon, szellemi vagyon. *Vezetéstudomány*, 1991. 9. szám, pp. 19-25.

- Ostrenga, M.R. – Ozan, T. R. – McIlhattan, R.D. – Harwood, M.D.** [1997]: Kézikönyv az ABC –kölségelemzéshez Co-NEX Könyvkiadó 1997.
- Popper K.** [1976]: A társadalomtudományok logikája. In: Papp Zs. (szerk) [1976]: Tény, érték, ideológia. Gondolat Kiadó, pp. 279-301.
- Porter, M.** [1993]: Versenystratégia. Akadémia Kiadó.
- Pratt, S. P.** [1992]: Üzletértékelés. Kossuth könyvkiadó
- Radó M.** [2004,a]: Infláció, amortizációs hiány és a magyar tőzsdei vállalatok eredményessége. Hitelintézeti szemle 2004. 1. szám, pp. 43-73.
- Radó M.** [2004,b]: Az infláció hatása a pénzügyi kimutatásokra. Vezetéstudomány 2004. 7-8. szám, pp. 42-59.
- Radó M.** [2004,c]: A cash-flow struktúra finomítása. Vállalatértékelési oktatási segédanyag.
- Radó M.** [2004d]: Az infláció hatása a vállalati értékre. PhD disszertáció.
- Radó M.** [2003]: Infláció, tőkekölség és a magyar tulajdonosok versenyhátránya. Közgazdasági szemle 2003. nov. pp. 964-987.
- Rappaport A.** [2002]: A tulajdonosi érték, Alinea kiadó
- Reimann B. C.** [1988]: Managing for the shareholders: an overview of value-based planning. Plenning Review; Jan/Feb 1988; 16;1. pp. 10-22.
- Reszegi L.** [1998]: Értékmaximáló vállalati stratégia, In: Jubileumi tudományos ülészek 2. kötet, pp. 918-932.
- Reszegi L.** [2004]: A tulajdonosi érték növelése – a vállalati teljesítménymérés koordináta-rendszerének néhány problémája. Vezetéstudomány 2004. 7-8. szám, pp. 4-15.
- Roztock, N. – Needy, K. L** [1999]: Integrating activity-based costing and economic value added in manufacturing. Engineering Management Journal 1999. Jun.
- Ryan, H. E. – Trahan ,E. A.** [1999]: The Utilization of Value-Based Management: An Empirical Analysis. Financial Practice and Education – Spring/Summer 1999. pp. 46-58.
- Sajtos L.** [2006]: A vállalati marketingteljesítmény értékelésének többdimenziós megközelítése és alkalmazása a Magyarországon működő vállalatok körében. Vezetéstudomány 2006. 3. szám, pp. 18-30.
- Salamon K.** [1993]: A kontrolling szerepe a vállalat hatékonyságának javításában. Számvitel és könyvvizsgálat 1993. 9. szám.

- Skandia [1994]:** Visualising Intellectual Capital in Skandia. Supplement to Skandia's 1994 Annual Report. [www.skandia.com](http://www.skandia.com)
- Skandia [1995]:** Value Creating Processes. Supplement to Skandia's 1995 Annual Report. [www.skandia.com](http://www.skandia.com)
- Skandia [1996a]:** Customer value. Supplement to Skandia's 1996 Annual Report. [www.skandia.com](http://www.skandia.com)
- Skandia [1996b]:** Power of innovation. Supplement to Skandia's 1996 Interim Report. [www.skandia.com](http://www.skandia.com)
- Skandia [1997]:** Intelligent enterprising. Supplement to Skandia's 1997 Interim Report. [www.skandia.com](http://www.skandia.com)
- Skandia [1998]:** Human capital in transformation. Supplement to Skandia's 1998 Annual Report. [www.skandia.com](http://www.skandia.com)
- Skandia [1999]:** Annual Report 1999 Skandia. [www.skandia.com](http://www.skandia.com)
- Smith, A. [1992]:** Nemzetek gazdasága. KJK
- Schultz, T. W. [1983]:** Beruházás az emberi tőkébe. KJK
- Stelter, D. – Joiner, M. – Olsen, E. – Hansell, G. – Banducci, B. [2001]:** Dealing with investors' expectations. A global study of company valuations and their strategic implications. The Boston Consulting Group Report. [www.bcg.com](http://www.bcg.com).
- Stewart, G.B. [1991]:** The quest for value. HarperBusiness, USA
- Sveiby, K.E. [2001]:** Methods for Measuring Intangible Assets.
- Szabóné Laluk. Cs. [1991]:** Controlling a vállalatvezetésben. Ipar-Gazdaság 1991, 2. szám, pp. 5-8.
- Szegedi E. [2003]:** Tapasztalatok a Balanced Scorecard kialakításával kapcsolatban Minőség és megbízhatóság 2003. 4. szám, pp. 203-207.
- Székelyi M. – Barna I. [2003]:** Túlélő készlet az SPSS-hez. Typotex Kiadó.
- Szűts I. [1983]:** Módszerek a vállalati hatékonyság összehasonlító elemzéséhez. KJK
- Tayles, M. – Bramley, A. – Adshead, N. – Farr, J. [2002]:** Dealing with the management of intellectual capital. The potential role of strategic management accounting. Accounting, Auditing & Accountability Journal, 2002. Vol. 15 No 2. pp. 251-265.
- Taylor, F. W. [1983]:** Üzemvezetés. A tudományos vezetés alapjai. KJK.
- Tirnitz T. [2004]:** Értéorientált mutatók és – rendszerek a vállalatvezetés szolgálatában. Doktori tézisrövegezet. BKAE.

**Trevino, R. – Robertson, F. [2002]:** P/E Ratios and Stock Market Returns. Journal of Financial Planning febr. 2002; Vol. 15, Iss. 2 pg. 76

**Turner A. [2003]:** A tulajdonosi érték maximalizálásának lehetőségei Magyarországon. Ph.D. értekezés. BKAE

**Ulbert J. [1993]:** Kockázatkezelés a vállalatok értékelésekor, Pénzügyi szemle 2003. 2. szám, pp. 186-197.

**Ulbert J. [1994a]:** A kalkulatív kamatláb szerepe a vállalatok értékelésében. Bankszemle 1994. 11-12. szám, pp. 19-31.

**Ulbert J. [1994b]:** Jelenlegi és végérték a gazdaságossági számításokban. Vezetéstudomány, 1994, 9. szám, pp. 29-36.

**Ulbert J. [1994c]:** A vállalat értéke. Janus Pannonius Tudományegyetem Pécs.

**Ulbert J. [1995]:** Privatizáció és vállalatértékelés. Bankszemle, 1995. aug-szept., pp. 1-9.

**Varsányi J. – Virág M. [1997]:** Cégstratégiák piaci, pénzügyi megalapozása. Műszaki könyvkiadó

„**Versenyben a világgal**” 1995-1997. Versenyképességi kutatás zárótanulmány. [www.uni-corvinus.hu/vallgazd/kutatas/versenykepesség](http://www.uni-corvinus.hu/vallgazd/kutatas/versenykepesség)

**Virág M. [1993]:** A pénzügyi kimutatások szerepe az üzleti teljesítmény megítélésében. Ipar-Gazdaság. Vol. 45. No. 4. pp. 27-40.

**Virág M. [2004]:** Pénzügyi elemzés, csödelőrejelzés. Aula Kiadó.

**Vogler I. [1988]:** Korszerű üzemgazdasági módszerek a bankreform szolgálatában. A bankcontrolling működése és megszervezése. Saldó

**Wimmer Á. [1997]:** Vállalati teljesítménymérés: Mit mérünk és hogyan?, Logisztikai Híradó 1997. 4.szám.

**Wimmer [1999]:** Teljesítménymérés. In: Chikán A. - Demeter K. szerk. [1999]: Termelésmenedzsment. Aula Kiadó. pp. 531-563.

**Wimmer Á. [2000]:** A vállalati teljesítménymérés az értékteremtés szolgálatában. Ph.D értekezés. BKAE.

**Wimmer Á. [2002]:** Üzleti teljesítménymérés 17. számú Műhelytanulmány 2002. június. BKAE Vállalatgazdaságtan tanszék

**Wimmer Á. [2004]:** Üzleti teljesítménymérés az értékteremtés szolgálatában. Vezetéstudomány, 2004. 9. szám, pp. 2-11.

**Wimmer Á. [2005]:** Teljesítménymérés és döntéstámogatás az üzleti szférában. Versenyképességkutatás műhelytanulmány-sorozat 10. szám.

**Wimmer Á. – Csesznák A. [2005]:** A vállalati jellemzők és összefüggéseik az EU-csatlakozás idején. A „Versenyben a világgal 2004-2005” kutatási programban résztvevő vállalatok jellemzése. Versenyképesség kutatások műhelytanulmány-sorozat, 3. kötet, BCE Versenyképesség Kutató Központ, Budapest

**Wimmer Á. – Tarcali E. – Pecze K. [2004]:** Teljesítménymérés a stratégia szolgálatában – iparági tapasztalatok. 47. sz. műhelytanulmány. 2004. BKAE Vállalatgazdaságtan tanszék

**2000. évi C. törvény a számvitelről,** kiegészítve a számviteli törvény módosításaival 2007. jan. 1-ig bezárólag.