

KOVÁCS Kármén – KUTI Mónika

## A MARKETINGESZKÖZÖK ÉS TEVÉKENYSÉGEK RÉSZVÉNYESI ÉRTÉKRE GYAKOROLT HATÁSA

A vállalati marketing pénzügyi teljesítményre, különösen részvényesi értékre gyakorolt hatásának kimutatása mind fontosabbá válik a marketingráfordítások nagyságának növekedésével, valamint annak felismerésével, hogy a részvényesek számára vevői érték nélkül nem lehet hosszú távon értéket biztosítani, azonban kedvező piaci eredményekkel sem feltétlenül valósul meg a pénzügyi teljesítmény növekedése. A szerzők tanulmányukban a marketingeszközök és -tevékenységek részvényesi értékre gyakorolt hatását vizsgálják, rámutatnak arra, hogy milyen módon befolyásolhatják a részvényeseket megillető szabad pénzáramot, a tulajdonosi megtérülést, a stratégiai tervezési időhorizontot és a végértéket. A marketing néhány lehetséges negatív hatását is kiemelik. Ezt követően felvázolják a marketingjellegű beruházások reálopciók karakterisztikáit, valamint játékelméleti összefüggéseit dinamikusan változó környezetben.

*Kulcsszavak:* marketing-pénzügy interfész, marketingeszközök, részvényesi érték, reálopciók

A vállalati marketing általában a vevőkör megtartását és bővítését, az értékesítés, illetve a piaci részesedés növelését, valamint a profit maximalizálását tűzi ki fő célul. Nagyon ritkán, és rendszerint csak implicit módon érvényesül a marketingdöntések során, hogy a marketing-funkció, valamint a hozzá kapcsolódó tevékenységek és eszközök a részvényesi érték maximalizálására irányulnak. Az elmúlt évtizedekben dinamikusan növekvő marketingráfordítások – különösen a reklámberuházások emelkedése – következtében egyre nagyobb igény merült fel a vállalati marketing elszámoltatására. Ennek egyik módja lehet a marketing részvényesi értékre gyakorolt hatásának feltárása, kimutatása. A nemzetközi szakirodalomban az e témához kapcsolódó első cikkek az 1990-es évek végén jelentek meg; érdekes módon akkor, amikor a piaci verseny rendkívül élessé vált, és a vállalatok versenyképességében a marketing szerepe kulcsfontosságú lett, a reklámberuházások megtérülése pedig ugyanakkor jelentősen csökkenni kezdett.

Régóta vita tárgyát képezi a marketing és a pénzügyi szakemberek között, hogy a vállalatoknak a fogyasztókat, avagy a részvényeseket kell e fontosabbnak tekinteniük. Amíg az egyik nézet szerint az elégedett fogyasztók megtartása és számának növelése legyen a

vállalatok célja, addig a másik megközelítés értelmében a vállalatoknak elsődlegesen a részvényesi érték maximalizálására kell törekedniük. A két aspektus – habár az értéklánc különböző részeire fókuszál – azonban szorosan egymáshoz kapcsolódik, hiszen *vevői érték nélkül nem lehet hosszú távon a részvényesek számára értéket biztosítani* (Rappaport, 2002; Zinkin, 2006). A vevői értéket és a részvényesi értéket együtt kell figyelembe venni, mivel ha az egyikre túl nagy hangsúly helyeződik, akkor annak hosszú távon negatív hatása lehet a másikra (Payne – Holt, 2001). Ennek ellenére a pénzügyi szakirodalomban többnyire még mindig figyelmen kívül marad a marketingtevékenységeknek, illetve eredményeiknek a részvényesi érték generálásához való hozzájárulása (Srivastava – Shervani – Fahey, 1998).

Amíg korábban minden marketingráfordítást költségként kezelték, napjainkban mind több vállalatnál felismerik, hogy a marketingráfordítások többségét sokkal inkább beruházásnak kell tekinteni, valamint hogy *a marketingtevékenységek és -eszközök a folyó és a jövőbeni részvényesi érték teremtésének egyik fő forrásai*. A marketing alapvető céljaként tehát a részvényesi érték létrehozásához való hozzájárulást kell meghatározni (Ward – Ryals, 2001). Ez egyben azt is

jelent, hogy fontos elszakadniuk a marketingmenedzsereknek attól a hagyományos feltételezéstől, hogy a kedvező termék-piaci eredmények automatikusan a legjobb pénzügyi eredményeket is adják. Így nem csupán olyan közvetlen pénzügyi mutatók alkalmazása szükséges a marketingeredmények előrejelzése, mérése és kontrollingja során, mint a piaci részesedés vagy a bruttó árres, hanem olyanoké is – mint például a diszkontált cash flow, amelyek a marketing részvényesi értékre gyakorolt hatásának számításához kapcsolódnak (Srivastava – Shervani – Fahey, 1998). Lukas – Whitwell – Doyle (2005) azt vizsgálta, hogyan javíthatja a részvényesiérték-megközelítés a marketing stratégiai hatásait. A részvényesiérték-megközelítés segít helyesen meghatározni a marketing céljait, azt a nyelvezetet nyújtja, amellyel a marketing eredményesebben integrálhatja magát a többi üzleti funkció közé, továbbá hozzájárul, hogy a marketing eszközeinek jelentőségét bizonyíthassa, megvédje a marketingbűdzsét a profitmaximalizálási törekvésektől, valamint kulcspozícióba helyezi a marketinget a stratégiaalkotás folyamatában.

Tanulmányunkban elsőként a marketingeszközök és -tevékenységek részvényesi értékre gyakorolt hatásával foglalkozunk. Külön elemezzük a tulajdonosi szabad pénzáram (FCFE) felgyorsulására, növekedésére, ingadozására, valamint végértékére ható tényezőket, majd ismertetjük a tulajdonosi megtérülést ( $r_E$ ) és a stratégiai tervezési időperiódust befolyásoló marketingelemeket. Ezt követően arra hívjuk fel a figyelmet, hogy léteznek olyan marketingdöntések, -eszközök és -tevékenységek, amelyek negatívan befolyásolják a részvényesi érték nagyságát. Bizonytalan környezetben a marketingberuházások reálopciók értékelése a részvényesi érték további rétegeit tárja fel, amit a versenytársak lépései módosíthatnak.

### **A marketingeszközök és -tevékenységek részvényesi értékre gyakorolt hatása**

A nemzetközi szakirodalomban a marketingeszközök és -tevékenységek részvényesi értékre gyakorolt hatását rendszerint csak a jövőbeni – részvényeseket megillető – szabad pénzáram szempontjából vizsgálják. Azt is főként az árbevétel-növekedés aspektusából elemzik, és általában figyelmen kívül marad a részvényesi értéket befolyásoló másik két fő tényező, a részvényesi megtérülés és az időhorizont. Az alábbiakban megkíséreljük a marketing részvényesi értékre gyakorolt hatásának komplex vizsgálatát.

A marketingeszközöknek és -tevékenységeknek meghatározó szerepük van a részvényesi érték létrehozásában. A marketingeszközök fogalmát és körét azon-

ban nem határozza meg egyértelműen a szakirodalom. Doyle (2000) szerint a marketingeszközök kapcsolják a marketingtevékenységeket az értékteremtéshez. Kiemeli továbbá, hogy a marketingeszközök a versenyelőny elsődleges forrásai, amelyek megszerzése időigényes és nehezebb a dologi eszközökénél. Minthogy azonban a marketingeszközöket általában nem tüntetik fel a mérlegben, értéküket alábecsülik.

A marketingeszközök egy csoportját képező piacalapú eszközök – amelyek vállalaton kívüli, általában a mérlegben meg nem jelenő, testetlen (*intangible*), nehezen mérhető és kevésbé felismerhető eszközök – képezik az egyik legfontosabb hidat a marketing és a részvényesi érték között. Két nagy csoportjuk különböztethető meg: a kapcsolati és a szellemi jellegűek. Az előbbiek a vállalat és a meghatározó külső érdekhordozók – úgymint például a vásárlók, a disztribútorok vagy más stratégiai partnerek – közti kapcsolat eredményei. Ide tartozik például a vevői elégedettség és a vásárlói hűség. A szellemi piacalapú eszközök a vállalat által a környezetről – beleértve például a piaci helyzetről, a vásárlókról, a versenytársakról, a beszállítókról – rendelkezésre álló információk és ismeretek. A marketingeszközök egy másik, nem piacalapú részébe tartozik például a termékminőség és a márkaszemélyiség. A marketingtevékenységek közé pedig például a reklámozás, az árpromóció és az újtermék-bevezetés sorolható (Srivastava – Shervani – Fahey, 1998; Srinivasan – Hanssens, 2009).

*A marketingeszközök és -tevékenységek növelhetik a részvényesi értéket azáltal, hogy felgyorsítják és emelik a szabad pénzáram képződését, csökkentik annak volatilitását és gyengeségét, valamint növelik a részvényeseket megillető cash flow reziduális értékét.* Szinergia is érvényesülhet; lehetséges például, hogy valamely marketingtevékenység felgyorsítja e pénzáram realizálását, ugyanakkor azonban növeli is a jövőbeni pénzáram volatilitását (Srivastava – Shervani – Fahey, 1998). Tekintsük át az alábbiakban külön-külön az egyes hatásokat!

### **A tulajdonosokat megillető szabad pénzáram felgyorsulására ható tényezők**

A marketingeszközökbe irányuló beruházások felgyorsíthatják a részvényeseket megillető pénzáram realizálását, vagyis növelhetik a nettó jelenértéket – a piac nagyobb mértékű alkalmazkodóképességével. Az egyik legnyilvánvalóbb összefüggés, hogy a korai termékkipróbálást, valamint a rövid idő alatt történő termékelfogadást és -elterjedést jelentős mértékben segítheti a reklámozás és a többi promóciós elem. Továbbá, ha például a fogyasztók nagyon márkatudatosak, és

igen pozitív a márkaattitűdjük, akkor általában gyors a reakciójuk a márkával kapcsolatos marketinghatásokra. Empirikus bizonyítékok is alátámasztják, hogy minél pozitívabb a márkaattitűd, annál rövidebb idő alatt reagálnak a fogyasztók az új termékekre (Srivastava – Shervani – Fahey, 1998, 1999). A személyi számítógépek esetében például a legerősebb imázssal rendelkező márkák (pl. IBM, Hewlett-Packard) vevői általában három-hat hónappal korábban adaptálják az új generációs termékeket, mint a gyengébb imázsú márkák vásárlói (Srivastava – Shervani – Fahey, 1998 hiv. Zandan, 1992). Ebből tehát az a következtetés vonható le, hogy a márkába történő különböző jellegű beruházások előidézhetik a márkás termékek vásárlása által a tulajdonosokat megillető, növekményi pénzáram rövidebb időn belül történő elérését.

A termékfejlesztés felgyorsítása, az ellátási lánc hatékonyságának és/vagy rugalmasságának javítása, valamint a piaci behatolás időtartamának csökkentése is a tulajdonosi szabad pénzáram gyorsabb realizálását és a részvényesi érték növelését eredményezi. Ez utóbbihoz nagyban hozzájárulhat a stratégiai partnerség megfelelő kihasználása (Srivastava – Shervani – Fahey, 1998, 1999); például az ellátási láncot tekintve a beszállítókkal, illetve a disztribútorokkal való eredményes, piacorientált együttműködés, amely főként az alkalmazkodóképességhez kapcsolódó reakcióidő és a teljesítési idő lerövidítésére irányul. (A termelő vállalatok számára például mind fontosabbá válik az, hogy olyan beszállítójuk legyen, amely képes és hajlandó az alkatrészek és – a gyakran speciális – inputok gyors fejlesztését és szállítását egyaránt megvalósítani.) A stratégiai partnerekkel fennálló jó kapcsolat lehetővé teszi, hogy a vállalat gyorsan és megfelelően tudjon reagálni a piaci igényekre és változásokra, ebből pedig egyfajta, a tulajdonosi szabad pénzáramokra vonatkozó akceleratorhatás következik. A marketingeszközök tehát számos módon tudnak hozzájárulni ahhoz, hogy a vállalat a pénzáramok realizálását gyorsabban tudja megvalósítani.

### ***A tulajdonosokat megillető szabad pénzáram növekedésére ható tényezők***

A részvényesi érték emelkedését a marketingeszközök a tulajdonosokat megillető szabad pénzáram növekedésével is előidézhetik. Ez négy fő módon valósulhat meg: magasabb hozamgenerálással, költségcsökkentéssel, alacsonyabb forgótőke-szükséglettel, illetve kisebb állótőke-szükséglettel. A tulajdonosokat megillető szabad pénzáram növelésében az egyik meghatározó szerepet a termékdifferenciálás és a márka játssza. A versenytársakétól jól megkülönböztethető termékek és az erős márkák esetében a vállalat áprémiumot al-

kalmazhat, és ezzel növelheti e pénzáramát. A márka-kiterjesztés is egy fontos módja a magasabb bevétel elérésének, egy a piacon jól megalapozott márkánév használatával új termékvonalakat, termék kategóriákat vezethet be a vállalat, és a márka ismertségének hatására könnyebben és gyorsabban elfogadják a vásárlók az új termékeket, mintha márkánév nélkül vagy egy újonnan kifejlesztett márkánév alatt kerültek volna a piacra. A márkabővítés ugyanakkor lehetővé teszi a költségek csökkentését is, a reklámozás és az értékesítés marginális költségei jelentősen mérséklődhetnek – egy új márkánév bevezetésére ugyanakkor jelentős összeget kell fordítani (Srivastava – Shervani – Fahey, 1998, 1999).

Fontos szerepe van a tulajdonosokat megillető szabad pénzáram növelésében a vevőkapcsolati menedzsmentnek (CRM) is, minthogy nagyban hozzájárulhat az alacsonyabb értékesítési és szolgáltatási költségek eléréséhez, valamint a vásárlók nagyobb hányadának megtartásához (Srivastava – Shervani – Fahey, 1998, 1999). Fontos felismerni azt, hogy egy vállalat nem minden vásárlója azonos értékű; egyes szegmensek profitabilisak, mások pedig csupán fedezetet nyújtanak, avagy veszteséget hoznak létre. Így a fogyasztók megtartása nem feltétlenül javítja a tulajdonosi jövedelmezőséget (ROE). Ebből következően a vállalatnak lényeges feltárnia azt is, hogy kik az értékes vásárlói, hiszen azok a vásárlók, akik a beléjük fektetett tőkét nem térítik vissza vásárlásaikkal, csökkentik a részvényesi értéket. A legjövedelmezőbb vásárlók azonosítása és megcélzása nélkül a részvényesi érték maximalizálása nem valósulhat meg. A vevők élettartamértékének (CLV) figyelemmel kísérése azonban dinamikus értelemben is fontos, mivel előfordulhat, hogy egy nem jövedelmező vásárlói csoport profitabilissá válik, avagy hogy egy jól jövedelmező vásárlói szegmens kevesebb tulajdonosi szabad pénzáramot biztosít a későbbiekben (Payne – Holt, 2001; Ward – Ryals, 2001). A meglévő vevők megtartására és az új vásárlók megszerzésére pedig nem külön célként kell tekinteni, mert az nem eredményezhet maximális – részvényesi szabad – pénzáramot (Zinkin, 2006).

Szoros kapcsolat van a vevői elégedettség és a vállalati – nettó – profitabilitás között, ez az összefüggés azonban nem lineáris, és az erőssége pedig ágazatonként, vállalatonként különbözik (Gupta – Zeithaml, 2006; Yeung – Ennew, 2000). Az elégedett vevők általában nagyobb valószínűséggel vásárolnak újra egy adott terméket, márkát, illetve egy adott vállalattól, mint azok a vevők, akik nem elégedettek vagy elégedetlenek a választott kínálati elem jellemzőivel. Következésképpen az elégedett vevők többnyire időről időre, illetve magasabb – részvényesi – hozamot biztosítanak a vállalat számára. Gruca – Rego (2005) ku-

tatási eredményei szerint a vevői elégedettség növeli a jövőbeni – tulajdonosokat megillető – pénzáramot, és ezáltal részvényesi értéket képes teremteni – ennek mértéke azonban a vállalati működés jellegétől, illetve ágazattól függő. Vizsgálataik arra mutatnak rá, hogy a magasabb piaci részesedéssel rendelkező vállalatok hatékonyabban tudják a vevői elégedettséget jövőbeni pénzáram-növekedéssé konvertálni. Ugyanez jellemző azokra a vállalatokra is, amelyeknek magasabb a reklámráfordításuk. Azok a vállalatok azonban, amelyeknek nagyobb a márkaportfóliója, kevésbé hatékonyak a részvényesi szabad pénzáram emelését tekintve. Megállapítják továbbá, hogy a nem tartós termékeket értékesítő ágazatokban a vevői elégedettségnek általában nagyobb a pozitív hatása a részvényesi szabad pénzáram növekedésére, a rövid vásárlási ciklusokkal jellemezhető piacokon ugyanis több lehetőség van egy adott periódusban az elégedett vásárlóktól jövedelemszerzésére. Meglátásunk szerint a fentiek alapján van kapcsolat a vevői elégedettség és a részvényesi szabad pénzáram nagysága között, egy elégedett vevő azonban nem minden körülmények között növeli a vállalati pénzáramot. Előfordulhat ugyanis például, hogy egy versenytárs termékét a vevő jobban preferálja, és ezért inkább tőle vásárol, vagyis annak ellenére, hogy elégedett, nem vásárol újra az adott vállalattól. Erős versenyhelyzetben tehát nem feltétlenül elégséges az a vállalat számára, hogy a vevői elégedettek egy termékkel, márkával. Másrészt az is lehetséges, hogy a vevői elégedettséget a vállalat csak olyan magas költségszinten tudja biztosítani, hogy a vállalatnak hosszú távon nem éri meg a termékkel a piacon lenni.

A vevői elégedettség, hűség és megtartás szorosan kapcsolódik a tulajdonosi szabad pénzáram mértékéhez a költségoldalt tekintve is, mivel a megtartott vevők kiszolgálása általában olcsóbb, mint az újaké, és ennek következtében a vevők elégedettsége hozzájárulhat a vállalati költségek csökkentéséhez (Yeung – Ennew, 2000), és így a szabad pénzáram növekedéséhez. A ráfordítások például abból adódóan csökkenhetnek, hogy nincs szükség a termék kipróbálására ösztönző promócióra, amelynek igen magasak lehetnek a költségei. Lukas – Whitwell – Doyle (2005) azonban felhívja a figyelmet arra, hogy a vevői elégedettség nem hoz létre automatikusan részvényesi értéket. Ha ugyanis a vállalat a vevői számára a versenytársainál alacsonyabb árakat vagy magasabb minőséget, illetve hasznosabb termék-, szolgáltatásjellemzőket nyújt, akkor ezek nem biztosíthatnak fenntartható előnyt, ha a kiszolgálás költségei olyan magasak, hogy csak minimális vagy zérus nagyságú haszon realizálódik. Fontosnak tartjuk kiemelni, hogy a vevői elégedettség jelentőségének

túlértékelése, valamint a hozzá kapcsolódó tevékenységek és eredmények pénzügyi szempontú elemzésének elmulasztása így tehát negatívan hathat a részvényesi érték teremtésére. Mittal et al. (2005) arra hívja fel a figyelmet, hogy a vevői elégedettség és a pénzügyi teljesítmény közötti kapcsolat akkor erősebb, ha a vállalat nem csupán a bevétel növelését, hanem a költségek csökkentését is célul tűzi ki, és azt képes is megvalósítani. Weinzimmer et al. (2003) nem bontja ugyan elemeire az értékesítés növekedésére hatást gyakorló tényezőket, empirikusan bizonyítja azonban, hogy az értékesítésnövekedés és a részvényesi érték között közvetlen pozitív kapcsolat áll fenn.

A kapcsolati marketing az egyik meghatározója az alacsonyabb forgótőke- és állótőke-állomány elérésének. A beszállítókkal, a disztribútorokkal és a vásárlókkal való szorosabb kapcsolat kiépítése hatékonyabb működést eredményez például a megrendelések folyamatában és menedzselésében, a raktárkészlet tartásában, valamint a termelési kapacitások kihasználásában, és így jelentős költségmegtakarítás történhet. Az említett érdekhordozókkal való szoros kapcsolat hiányában azonban rendkívül korlátozott a forgótőkével és az állótőkével való hatékonyabb gazdálkodás lehetősége (Srivastava – Shervani – Fahey, 1998). Anderson – Narus (1996) szerint akár 15-20%-kal is csökkenhet a raktárkészlet a csatornabeli együttműködés hatására.

Egy a jövőbeli kereslet előrejelzését célzó piackutatás is nagyban hozzájárulhat a forgótőke-állomány csökkentéséhez, mert a várható értékesítési adatok alapján pontosabban meghatározható a szükséges raktárkészlet nagysága. A kereslet túlbecslése következtében azonban magas lesz a készletállomány, vagyis növekszik a forgótőkeigény, ha viszont a kereslet alulbecsülik, akkor a vállalat potenciális bevételtől esik el a ki nem elégített vevői igényekből következően. Fontos felismerni, hogy habár rövid távon hatékonyak lehetnek az értékesítésösztönzés különböző formái (pl. árleszállítás) a forgótőke-állomány csökkentéséhez, ezek alkalmazása hosszú távon viszont negatívan befolyásolja a részvényesi értéket.

### ***A részvényesi szabad pénzáram ingadozására ható tényezők***

A marketingeszközök és -tevékenységek alkalmazásával csökkenhet a tulajdonosi szabad pénzáram ingadozása és gyengesége, amely a részvényesi érték növekedését eredményezi. Az alacsonyabb volatilitás a pénzáramhoz kapcsolódó mérsékelt kockázatot jelent, amely alacsonyabb tőkeköltséghez vezet. Így a stabilabb és jobban előre jelezhető pénzáramok magasabb részvényesi értéket hoznak létre.



A szabad pénzáram gyengesége a vásárlók elégedettségének, hűségének és megtartásának erősödésével mérséklődik (Srivastava – Shervani – Fahey, 1998). Gruca – Rego (2005) kutatásai szerint a magas piaci részesedéssel rendelkező, illetve a nem tartós termékeket kínáló ágazatokban működő vállalatok hatékonyabban képesek a vevői elégedettséggel a pénzáramok ingadozását mérsékelni. Anderson (1996) arra mutat rá, hogy az elégedett vásárlók kevésbé árérzékenyek, és ha a vállalat árat emel, kevésbé valószínű, hogy ők ennek hatására a versenytárstermékeket fogják választani. Ha egy vállalatnak elégedett és hűséges vásárlói vannak, akkor a tőlük származó tulajdonosi szabad pénzáram kevésbé érzékeny a versenytársokra. A hűségprogramok és a magasabb termék- vagy szolgáltatásváltási költségek is képesek hozzájárulni a vásárlók nagyobb hányadának a megtartásához. A vásárlói hűség belépési korlátot jelenthet, és ez tovább csökkentheti a pénzáram gyengeségét (Srivastava – Shervani – Fahey, 1998).

Az ellátási láncbéli partner- és ügyfélkapcsolatok erősítésével biztosítható a tulajdonosi szabad pénzáram nagyobb stabilitása – nagyobb információmegosztással, az automatikus rendeléssel és feltöltéssel, valamint az alacsonyabb raktárkészletek elérésével. Nagyon fontos továbbá, hogy az ellátási láncban megvalósuljanak a kereslethez könnyen és gyorsan alkalmazkodni képes gyártási, rendelési és szállítási rendszerek. A pénzáram ingadozása akkor is csökkenhet, ha a vállalat vásárlóinak nagy hányadát képes megtartani, mivel a vásárlók megtartásának költsége sokkal jobban előre jelezhető, mint az új vásárlók megszerzésének a költsége. A termékportfólió megfelelő menedzselése is hozzájárulhat a pénzáram volatilitásának mérséklődéséhez, például a gazdasági ciklussal ellentétesen mozgó piacokon jelen lévő termékekkel (Srivastava – Shervani – Fahey, 1998, 1999).

Az erős márkával rendelkező termékek értékesítése lényegesen stabilabb a gyenge márkájú és no name termékekéhez képest. Ez annak a következménye, hogy a vállalati eszközök közül a márka messze a legkevésbé ingadozó értékforrás. Ha a gazdasági körülmények vagy kilátások romlanak, a fogyasztók kevesebb kockázatot vállalnak, és olyan márkák felé fordulnak, amelyeket ismernek, és amelyekkel kapcsolatban bizalmat éreznek, az értékelt márkák árát pedig kisebb mértékben szükséges csökkenteni a potenciális vásárlók megnyerése érdekében (Interbrand 2009). A márkák tehát azzal, hogy egy állandó minőséget, megbízhatóságot, többlettartalmat és egyediséget biztosítanak a vevők számára, jelentősen képesek mérsékelni a tulajdonosi szabad pénzáram ingadozását.

### ***A végértékre ható tényezők***

A piacialapú eszközöket tekintve a stratégiai tervezési időhorizont utáni tulajdonosi szabad pénzáramok jelenértéke, azaz a reziduális érték növekedéséhez leginkább a vásárlói kör hűsége, minősége és nagysága képes hozzájárulni. Ennek egy példája, ha a vevők egy termék korai változatait követően a továbbfejlesztetteket, valamint a kapcsolódó termékeket, szolgáltatásokat és a márkabővítés eredményeképpen megjelenő kínálatot is ugyanattól a vállalatától szerzik be. Továbbá minél nagyobb és minél értékesebb a vevőkör, vagyis minél több terméket vásárol, minél inkább hajlandó árprémiumot fizetni, és minél alacsonyabb az ellátásukhoz, kiszolgálásukhoz kapcsolódó értékesítési költség, annál magasabb a reziduális érték. A hosszú távú vásárlói hűség pedig – amely versenykorlátozó tényezőnek tekinthető – reziduális értéket biztosít (Srivastava – Shervani – Fahey, 1998).

### ***A tulajdonosi megtérülési követelményre ható tényezők***

A marketingeszközök és -tevékenységek tőkeköltésre – azon belül különösen a tulajdonosi megkövetelt megtérülésre – gyakorolt közvetlen hatása meglátásunk szerint nem mutatható ki, és közvetett szerepük is lényegesen nehezebben igazolható, mint a tulajdonosi szabad pénzáram vonatkozásában. (Feltételezzük, hogy ezért nem találtunk e témához kapcsolódóan releváns szakirodalmat.) Ha mérsékelt a tulajdonosi szabad pénzáram ingadozása, akkor alacsony kockázat kapcsolódik hozzá, amelynek következtében kismértékű lehet a tulajdonosi kockázati prémium. Ennek alapján minden olyan marketingeszköz és -tevékenység, amely a pénzáramok ingadozását mérsékli, a befektetők által észlelt kockázatot csökkenti, és ez alacsonyabb megkövetelt részvényesi megtérülést eredményez.

A vevők megtartása, hűsége és elégedettsége így tehát közvetve, valamifajta tovagyrúzó hatás eredményeképpen szerepet játszhat a tulajdonosi megtérülés mérséklésében. Hasonló hatást gyakorolhat az ellátási láncbéli, valamint az ügyfélkapcsolatok megerősítése. Továbbá az erős márkák piaci pozíciója stabilabb, márkabővítési és új piacokra való betörési lehetőségei kedvezőbbek, jövőbeni értékesítése pedig kiszámíthatóbb; mindez hozzájárulhat a tőkeköltés – benne a tulajdonosok által megkövetelt megtérülés – csökkentéséhez.

### ***A stratégiai tervezési periódusra ható tényezők***

A vállalatok számos marketingeszközt használnak a stratégiai tervezési időhorizont növelésére. Az elmúlt évtizedben terjedt el széles körben például a törzsvásárlói programok alkalmazása – az erős piaci verseny

következtében. A vállalatok hosszú távú célja e módszerrel a vevők megtartása és a hűséges vevők számára különböző kedvezmények biztosítása. A hűségnyilatkozat is egy viszonylag új eszköznek tekinthető, amelyet főként a telekommunikációs szolgáltatásokat nyújtó vállalatok alkalmaznak, tulajdonképpen egy meghatározott ideig magukhoz kötik az ügyfeleiket, és ezzel biztosítják maguknak egy adott időtartamig az árbevétel realizálását, megakadályozva a versenytársakhoz való átállást.

Ha a vállalatok nem az említett, a vevők számára gyakran „kényszer” jellegűnek tűnő eszközöket használják, hanem sokkal inkább arra helyezik a hangsúlyt, hogy a termékeik és szolgáltatásaik a vevők és a potenciális vevők igényeit magas szinten kielégítsék, akkor az ennek eredményeképpen kialakuló vevői elégedettség és hűség sokkal nagyobb és biztosabb hatást gyakorolhat az időperiódusra, mint a fentiekben említett eszközök. Ehhez kapcsolódóan fontos kiemelni, hogy jelentős szerepet játszhatnak az erős márkák is a tervezési periódus meghosszabbításában. Az időhorizont növelhető még az újtermék-fejlesztés különböző formáival, például a meglévő termékvonalak kiegészítésével, a meglévő termékek fejlesztésével, átalakításával vagy a termékek újrapozicionálásával is.

Egy más szempontból közelítve fontos kiemelni a stratégiai szövetségek és a partnerszerződések fontosságát. A hosszú távra szóló beszállítói, disztribútori, illetve egyéb érdekhordozókkal való kapcsolatok növelhetik a részvényesi értéket. Mindez tehát azt jelenti, hogy mind a vállalatokon belül, mind a vállalatokon kívül számos lehetőség van a stratégiai tervezési időhorizont meghosszabbítására.

### ***A marketing néhány lehetséges negatív hatása a részvényesi értékre***

A fentiekben a piacra várhatóan pozitív befolyással lévő marketingeszközök és -tevékenységek részvényesi értékre gyakorolt hatásának elemzése történt. Tipton – Bharadwaj – Robertson (2009) azonban rámutat arra, hogy a negatív hatásokkal, eredményekkel, információkkal járó marketingdöntések megértése is rendkívül fontos, mivel gyakran nagyobb hatást gyakorolnak, mint a pozitívak. Az olyan negatív jellegű piaci események, mint például a termékviSSzahívás vagy a gyógyszer visszavonás, pénzügyi hatása sokkal nagyobb lehet, mint a hozzá kapcsolódó közvetlen költségek.

A márkás termékek esetében végrehajtott termékviSSzahívás például megrendítheti a márkába vetett bizalmat, ronthatja a márká imázsát, aminek következtében a márkát vásárlók egy része elfordulhat, és inkább a versenytárs márkák közül választ a továbbiakban.

A negatív jellegű történéseknek gyakran hosszú távon érződik a kedvezőtlen hatása, így tehát számottevően csökkenhet a szabad pénzáram, illetve a részvényesi érték is. A Toyota 2009 végi és 2010 eleji viSSzahívási sorozatai következtében például összesen több mint 7,5 millió gépkocsit rendelt vissza. Egy az amerikai fogyasztók körében végzett felmérés szerint már néhány héttel a viSSzahívások után érezhető volt a megbízhatóságot jelképező Toyota márka presztízvesztése – a megkérdezettek 74%-ának megrendült a hite a márkában (Fogyasztók, 2010). Ennek hatásaként pedig csökken a Toyota értékesítése, ez pedig a részvényesi érték eséséhez vezet majd.

A marketing részvényesi értékre gyakorolt (lehetőséges) negatív hatását más szempontból is érdemes tanulmányozni. A marketingeszközök és -tevékenységek optimálistól eltérő eredménye kedvezőtlenül befolyásolhatja a tulajdonosi szabad pénzáramsort. A marketingberuházások várható megtérülésének és következményének előzetes kalkulálása így rendkívül fontos. A marketingkommunikáció produktivitásának részvényesi értékre gyakorolt hatását Luo – Donthu (2006) vizsgálta. A marketingkommunikáció produktivitását a marketingoutputok (értékesítési szint, értékesítés növekedés, vállalati hírnév) és a marketingkommunikációs ráfordítások arányaként határozták meg. Ráműtattak arra, hogy a marketingkommunikáció produktivitásának pozitív, azonban nem lineáris hatása van a részvényesi értékre. Ez azt jelenti, hogy azok a vállalatok, amelyek hatékonyabban tudják a promóciós ráfordításokat marketingoutputtá alakítani, nagyobb részvényesi értéket képesek létrehozni, a túl nagyfokú kommunikációs produktivitás azonban mérsékli a részvényesi értéket. Ez különösen erősen érvényesül azoknál a vállalatoknál, amelyek jelentős összeget fordítanak K+F-re, és amelyek versenypiacon működnek.

### **A marketing szerepe a reálopciók értékben**

A cikk eddigi része a diszkontált pénzáram- (DCF) alapú modellek főbb értékelési komponensei – a részvényesi szabad pénzáram, a tulajdonosi megtérülés és a végtelen időhorizont – mentén vizsgálta a marketing értékteremtő erejét. A gyorsan változó, volatilis piaci környezet életre hívott egy másfajta értékelési módszertant, a *reálopciókét*. A reálopciók rugalmassági többletérték-potenciált foglalnak magukba a hagyományos diszkontált pénzáramalapú megközelítések felett, ami a menedzseri flexibilitásból, a piaci, technológiai, termelési, társadalmi, jogi környezet változékonyságából ered. A reálopciók módszertan értelmében, ha a várhatóhoz mérten többé vagy kevésbé kedvezőek a

piaci feltételek, a vállalatoknak opciója van arra, hogy a beruházás mértékét, a termelés szintjét növeljék vagy csökkentsék (Trigeorgis – Mason, 1987; Trigeorgis, 1996). A menedzserek rugalmasan dönthetnek a jövőbeli információk tükrében, hogy adott projekteket organikus növekedési, akvizíciós stratégián alapuló expanziós, visszaeső keresletre reagáló szűkítési, gazdasági visszaesés esetén esetleg feladási, vagy például egyéb indokok miatt szakaszolt pályára teszik.

### ***A marketingberuházások reálopciók fajtái***

A marketingberuházások értékelése során többféle reálopciók változat is felmerül. A hírnévből, a márkából, a piaci erőből származó fenntartható kompetitív előny értékes *növekedési opciókkal* ruházza fel a vállalatokat jövőbeli beruházási lehetőségek révén, és azáltal, hogy könnyebben reagálnak a nem várt bizonytalanságokra (Trigeorgis, 1996). A hírnévbe, márkába vagy piaci részesedés növelésébe fektetett tőke reálopciók értelemben az a kötési ár, amivel a cég jogot szerez a marketing „eszközöknek” betudható megnövekedett keresletre, jövőbeli új piacokra, illetve a belőlük származó pénzáramok jelenlegi vagy jövőbeli kapitalizációjára. „Erős marketingeszközök, mint például újtermék-fejlesztési szakértelem, márkák, ügyféllojalítás és stratégiai partnerség kellene ahhoz, hogy kompetitív előnyt és növekedési opciókat hozzanak létre, amik normál keretek között ki kell, hogy tartsanak azon túl is, mint amit a vállalat tervez” (Doyle, 2000: 239. o.).

A növekedési reálopcióhoz közel álló *expanziós* reálopciónak tekinthető a piacszerző, akvizíciós stratégia. Ha a menedzserek marketingkiadások visszafogását vagy elvetését mérlegelik, akkor *szűkítési vagy feladási* reálopcióról beszélhetünk, ami eladási opcióként értelmezhető, hiszen a tervezett reklámkiadások csökkentésével vagy elhagyásával és az általuk nem realizált, jövőbeli veszteségektől mentesülve ér el megtakarításokat a cég. A reálopciók érték szempontjából a marketing a vállalati *input és output flexibilitás* közötti rés, azaz a vállalati értéklánc-rugalmasság menedzselésének mozgatója. Az inputrugalmasság a nyersanyagárak alacsonyágának kihasználásával és a beszállítói kapcsolatokat érintő flexibilis szerződésekkkel, az outputrugalmasság pedig a piaci kereslethez való jövőbeli gyors alkalmazkodással teremt többletértéket.

Az outputrugalmasságra példa, hogy Tsai és Hung (2009) analitikus hierarchiafolyamattal integrált reálopciók megközelítést alkalmaz kompetitív/dinamikus árazási bizonytalanság alatt az árbevétel-menedzsmenttel (RM) kapcsolatos flexibilis döntés támogatásához. Maklan és szerzőtársai (2005) a „csináld és add el” helyett a „hallgasd és reagálj” reálopciók gondolkodás-

módban látják azt a flexibilitási értéket az ügyfélkapcsolat-menedzsment (CRM) rendszerek kiépítésekor, amit a hagyományos NPV projektértékelési módszer nem képes kezelni. A próbajellegű CRM-rendszer kiépítése után a menedzsment dönthet afelől, hogy a projekt folytatásától eláll vagy felfuttatja a fejlesztéseket. A *termékflexibilitás* a marketingnek azon (reál)opciója, hogy az ár és kereslet változékonyságra adott válaszként módosítson a felajánlott termék-kombinációkon, vagy azok modularitásán. Annak értékét, hogy a vállalat rugalmasan válthat kereskedelmi partnert, *váltási reálopcióval* lehet megközelíteni.

Menedzseri rugalmasság van abban, ha a kezdő, tesztjellegű projektek megvalósulása után a vállalatok eldönthetik, hogy akarnak-e további tőkét investálni egy új projekt elindításába vagy új piacokba, ha a feltételek kedvezőek, anélkül, hogy kötelezettségük lenne a beruházások megtételére, ha a körülmények kedvezőtlenek (Dixit – Pindyck, 1995; Myers, 1977; Trigeorgis, 1996). Pennings és társai (2000) rámutatnak arra, hogy új termékek kifejlesztése a világméretű terítés indítására vonatkozó opcióként értelmezhető. Véleményük szerint bizonyos körülmények között jövedelmező a kifejlesztés fázisokra bontása és a világméretű termék-bevezetés elhalasztása annak érdekében, hogy a piacot jobban megismerjék és flexibilitásra tegyenek szert. Ebben az esetben különbséget kell tenni a tesztmarketing és a valós idejű marketing között.

A tesztmarketing néhány reprezentatív város üzleti környezetét próbálja lemásolni, míg a valós idejű marketing a termék világméretű útnak indítását jelzi. Minél nagyobb a bizonytalanság, annál hosszabb a kifejlesztés fázisokra bontott szakasza. Másrészt, minél kisebb a beruházási költség a teljes projektértékhez mérten, annál inkább választják a vállalatok a világszerte termék-bevezetést. Több egymást követő, sőt a korábbi marketingkampány sikerétől függő marketingjellegű beruházássorozat összetett *reálopciók láncot* hoz létre, amelynek opciók értékelése egyre komplexebb módszertant követel.

### ***Marketingtényezők a reálopciók értékelési paramétereiben***

Az opcióárazási modell (Black – Scholes, 1973) input adatai, a beruházási projektek értékelési paramétere közötti párhuzamok feltárásán alapul a reálopciók értékelés. A reálopció „az a választási jog, hogy a jelen pillanatban vagy a jövőben valósítsunk meg egy akciót” (Sanchez, 1993: 253. o.), és az alapul szolgáló eszköz reál és nem pénzügyi eszköz (Amram – Kulatilaka, 1999). A reálopciók értékelési komponensek a marketinggel több területen összefüggenek (1. táblázat).

A marketing nyújtja az információt a jövőbeli piaci előrejelzéssel a növekményi pénzáramok jelenértékének becsléséhez (az alapul szolgáló eszköz árához, projekt esetén a jövőbeli pénzáramok jelenértékéhez, S). A piac megszerzéséhez szükséges beruházási kapacitás méretezéséről, e tőkekiadás nagyságáról (kötési ár, X) a marketing szintén piaci előrejelzéseivel rendelkezik. A piaci kereslet változékonyságáról szóló becslés (variancia,  $\sigma^2$ ) a reálopció érték egyik kulcseleme. A reálopció érték lejáratú idejéről (t) pedig szintén a piaci szakembereknek kell véleményt formálniuk.

A variancia és az idő paramétereinek meghatározása jelentős *becslési hibák*hoz vezethet. Az idő tényezővel kapcsolatban a (piac)növekedési reálopciónál például nehéz előre jelezni, hogy a növekedési lehetőség meddig áll fenn, szabadalmaknál viszont pontosabb érték kapható a szabadalom fennállásának időtartama formájában. A termékek vagy szolgáltatások piacra jutásának várható időtartamai, a termék- és technológia-életciklusok is alkalmasak a *t* tényező becsléséhez. A fogyasztói attitűdváltozások, a vásárlási szokások átalakulásai növelik a változékonyságot, míg a versenytársak kompetitív lépései csökkentik a kumulatív varianciát (*1. táblázat*).

ahol a projektek addig navigálhatók, mielőtt elérnék a tradicionális NPV-vonalat, ahol már nincs idő menedzseri rugalmasságra, és már alig van változékonyság a fogyasztói igényekben, az árakban, technológiában, termelési folyamatokban. Ellenkező esetben a marketingberuházás halogatásának, feladásának, csökkentésének ideje és a piaci környezet változékonysága értéktöbbletet eredményezhet. A marketinginformációk a jövőbeli keresleti kilátások lehetséges ingadozásairól segítséget nyújtanak a menedzserek számára, hogy rugalmasan döntsenek afelől, hogy érdemes-e halogatni még a beruházást magasabb jövőbeli nettó jelenérték reményében, illetve mikor jön el az idő a reálopció érvényesítésére. Előállhat olyan helyzet, hogy negatív nettó jelenértékű marketingprojekt is elfogadható, amennyiben az értékvesztés mértékét a reálopció prémium meghaladja és az ún. kiterjesztett nettó jelenértéket pozitívvá teszi.

Marketingjellegű beruházási projektek reálopció megközelítése arra hívja fel a figyelmet, hogy a termékfejlesztés vagy reklámkampány időzítésében mindaddig reálopció érték van, míg halogatható a beruházási elköteleződés. Másképp megfogalmazva, a vállalatoknak törekedniük kell a reálopció lehetőség-

1. táblázat

**A pénzügyi és reálopciók összekapcsolásának marketingvontkozásai**

Reálopció	Pénzügyi (vételi) opció	Értékelési paraméter	Marketingaspektus
Jövőbeli pénzáramok jelenértéke	Alapul szolgáló eszköz ára (részvényárfolyam)	S	Jövőbeli kereslet, növekményi pénzáram, piaci árak előrejelzése
Kezdeti tőkekiadás	Kötési ár	X	Kereslethez igazított kapacitás
A döntés halaszthatóságának ideje	Lejáratig terjedő idő	t	Piaci növekedés/visszaesés várható ideje Termékváltás ideje Szerződés-kötés halaszthatóságának ideje Versenytársak válaszreakcióinak időzítése Termékek/szolgáltatások minőségének változása A verseny jellegének változása (pl. versenytársak, illetve azok számának változása, a be- és kilépési korlátok változása)
Kockázatmentes kamatláb	Kockázatmentes kamatláb	$r_f$	–
A projekt eszközeinek kockázatossága	Részvényemegtérülés varianciája	$\sigma^2$	Fogyasztói attitűdváltások Vásárlási szokások átalakulása Piaci árak változékonysága

Forrás: az első három oszlop Luehrman (1998a) alapján készült. Az utolsó oszlop saját szerkesztés.

Luehrman (1998b) a vállalati stratégiát reálopció portfólióként határozza meg. A szerző továbbá az érték/költség hányados vízszintes tengelye mögé a kumulatív variancia mentén feszít ki *opció teret*,

geik nyitva tartására, ha a bizonytalan környezet értékessé teszi a várakozást. Ezzel szemben a játékelmélet sajátos módon gazdagítja a marketingjellegű reálopciók világát.



## Marketingberuházások stratégiai értéke játékelméleti kontextusban

A játékelméleti összefüggérendszer rávilágít egyrészt arra, hogy a marketingberuházások reálopcióis értékről lemondó vállalati stratégiai elköteleződés olyankor értékes, ha közben a versenytársak reálopcióis, jövőbeli növekedési lehetőségeit korlátozza, másrészt arra, hogy a reálopcióis érték nagysága függ a versenytársak válaszreakcióinak fajtáitól, mértékétől és időzítésétől.

Smit és Trigeorgis (2004) arra keresi a választ, hogyan elemezhetők a stratégiai opciók dinamikus, interaktív környezetben. Megkülönböztetnek „kemény” tulajdonosi és alkalmazkodó stratégiai lépéseket, valamint a versenytársak oldaláról kapacitásjátszma jellegű (stratégiai helyettesítési), illetve árháborút magában foglaló (viszonzó, stratégiai komplementer) válaszreakciókat. A marketingtípusú beruházási döntések mint stratégiai lépések lehetnek egyidejűek vagy egymást követőek egyfázisú, kétfázisú játszmákban. A szerzők kitérnek még a verseny és kooperáció közötti választással kapcsolatos – marketingjellegű beruházásokra is alkalmazható – projektértékelési összefüggésekre. A tradicionális NPV-t reálopcióis és játékelméleti módszertannal bővítve arra a következtetésre jutnak, hogy kapacitásversenyél, amikor a teljes piaci érték jelentős részének megszerzése a cél, kifizetődőbb az offenzív, megelőző elköteleződés, ha a piacon a cég extraprofitra tehet szert kompetitív fölényén keresztül. Árversenyél viszont a nem offenzív, kooperatív elköteleződésnek van pozitív hatása, amikor a versenytársak megosztottnak a teljes piaci értéken.

is igaz. Előfordulnak olyan esetek, amikor is a versenytársak reklámkiadásba irányuló beruházásai elősegítik egy egész termék-kategória promócióját, nem csak a versenytárs márkáját, így növelve a piaci torta nagyságát és csökkentve az adott, másik cég reklámkiadásait. Ekkor a versenytárs marketingkiadásai *megosztott beruházások*, mert a piac többi szereplője is részesülhetne a megnövekedett piaci keresletről. Más esetekben, új termék bevezetése során, erősen bizonytalan környezetben, ha a versenytárs helyettesítő termékkel lép be a piacra, akkor piaci részesedést vihet el a másik cégtől, másrészt csökkentheti a terméktípus fogadtatásának bizonytalanságát. A tanulási hatás értékeesebb lehet ilyenkor, mint a direkt piacvesztés; a versenytárs kompetitív belépéséből a másik cég előnyt kovácsol.

A játékelméleti módszertan rávilágít arra, hogy a marketingjellegű beruházások stratégiai játszmák részeként eltérő hozzáadott részvényesi értéket teremtenek. Attól függően, hogy alátámasztható-e az elretentő kapacitásépítés, vagy számolni kell a versenytársak piaci erejét jelző megtorlással, amikor a stratégiai alkalmazkodás válhat kifizetődőbbé, vagy megfontolandóbb a piaci kooperáció – a részvényesi értéknövelésnek különféle lefutása lesz.

## Összegzés

Tanulmányunkban arra tettünk kísérletet, hogy komplex módon áttekintsük a marketing pénzügyi teljesítményre gyakorolt hatását (3. táblázat); ehhez három releváns módszert alkalmaztunk, a DCF-alapú, a reálopcióis és a játékelméleti metodikára épülő részvényesiérték-megközelítést.

2. táblázat

### A hírnév reálopcióis játékelméleti interakciói

Értékmozgató	Stratégia	Opcióis játékelméleti interakciók	
		Opcióportfólió	Stratégiai lépés
<i>Hírnév áttételi hatása</i>	Cél: minőség és szolgáltatások terén vezető pozíció teremtése Hol: nagy márkatőkésű iparágak, pl. üdítőital- és cigarettaiipar.	Reklámba és marketingbe irányuló stratégiai/goodwill beruházások.	Elköteleződési hatás a vállalaton és a kompetitív reakciókon múlik.

Forrás: Smit – Trigeorgis (2004) 30 o. (részlet)

A reálopcióis érték és a stratégiai elköteleződés közötti komplex összefüggésekre nézzünk néhány marketinggel kapcsolatos példát (2. táblázat). Rese és Roemer (2004) rámutat arra, hogy az előzetes szerződés-kötési elköteleződés miatt a vállalat veszíthet flexibilitásából és a jövőben kialakuló üzleti tevékenységekből. Ez nemcsak szerződésekre, hanem a marketingberuházási döntésekre

Arra a következtetésre jutottunk, hogy a marketingeszközöknek és -tevékenységeknek meghatározó szerepük van a tulajdonosi szabad pénzáram felgyorsításában, növelésében, ingadozásának mérséklésében, végértékének emelésében, valamint a tulajdonosi megkövetelt megtérülés mérséklésében és a stratégiai tervezési időhorizont hosszabbításában. Felhívtuk azonban a figyelmet arra, hogy a piaci sikerek nem biztosítanak automatikusan pénzügyi teljesítményt,

## VEZETÉSTUDOMÁNY

**A marketing komplex szerepe  
a részvényesiérték-komponensekben**

DCF-alapú értékelés értékkomponensei	
Tulajdonosi szabad pénzáram	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Felgyorsítása: gyors termékfejlesztés, gyors piaci behatolás, reklámozás, a fogyasztók márkatudatossága, a fogyasztók pozitív márkaattitűdje, korai termékkipróbálás, hatékony/rugalmas ellátási lánc, stratégiai partnerség.</li> <li>• Növelése: termékdifferenciálás (árprémium), erős márka (árprémium), márkakiterjesztés, CRM, vevői elégedettség, hűség és megtartás, kapcsolati marketing, jövőbeli kereslet előrejelzését célzó piackutatás.</li> <li>• Volatilitásának csökkentése: vevői elégedettség, hűség és megtartás, ellátási láncbéli partner és ügyfél kapcsolatok, erős márka.</li> </ul>
Tulajdonosi megtérülés	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Csökkentése: vevői elégedettség, hűség és megtartás, ellátási láncbéli partner- és ügyfélkapcsolatok, erős márka.</li> </ul>
Végérték	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Növelése: vásárlói kör hűsége, minősége és nagysága.</li> </ul>
Stratégiai időhorizont	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Növelése: törzsvásárlói programok, hűségnyilatkozat, vevői elégedettség, hűség és megtartás, erős márka, újtermék-fejlesztés különböző formái, stratégiai szövetségek.</li> </ul>
Reálopciók értékelés értékkomponensei	
Növekményi FCFE jelenértéke	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lásd: a tulajdonosi szabad pénzáram sornál fentebb.</li> </ul>
Kezdeti tőkekiadás	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Piackutatás.</li> </ul>
Variancia	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Piaci beszerzési és eladási árak változékonysága, fogyasztói attitűdváltások, piaci igény a termékváltásra.</li> </ul>
Lejárat idő	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Piaci növekedési dinamika várható ideje, termék vagy szolgáltatás életciklusa, az értékesítési csatorna partnereivel való szerződés-kötés halaszthatósága.</li> </ul>
Játékelméleti értékelés értékkomponensei	
Stratégiai játszmák	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hírnévbe, márkába, termékfejlesztésbe irányuló tulajdonosi vagy a versenytársakkal megosztott beruházások egyidejűsége, egymásutánisága, az általa nyert piaci részesedés nagysága, a versenytársak válaszreakcióinak fajtái, versengés és kooperáció.</li> </ul>

Forrás: saját szerkesztés

vagyis például a vállalat vevőinek elégedettsége nem feltétlenül növeli a tulajdonosi szabad pénzáramot. A marketingeszközök működtetése tehát nem elégséges feltétele a részvényesi érték növelésének. Ezenkívül a marketingdöntések lehetséges negatív hatásaira is fontos figyelni. Ezért tehát mindig kellő körültekintéssel szükséges mérlegelni a marketing pénzügyi teljesítményhez való hozzájárulását. Másrésztől azonban fontos belátni, hogy részvényesi érték teremtéséhez vevői érték szükséges, amely elsősorban marketingeszközök és -tevékenységek eredményeképpen jön létre. A bizonytalan piaci környezet felértékeli a marketing-jellegű beruházások reálopciók értékét, amelyek például termékfejlesztéssel, termékváltással, hírnévpépítéssel, a vevőkkel és szállítókkal történő szerződés-kötéssel kapcsolatosak. A reálopciók érték feladásának vagy realizálásának kérdésköre játékelméleti összefüggések segítségével modellezhető, a részvényesi értékváltozásokat a versenytársak által megléptett válaszreakciók tükrében érdemes végig gondolni.

**Felhasznált irodalom**

Amram, M. – Kulatilaka, N. (1999): Uncertainty: The New Rules for Strategy. *The Journal of Business Strategy*, Vol. 20. No. 3, p. 25–30.

Anderson, J.C. – Narus, J.A. (1996): Rethinking Distribution: Adaptive Channels. *Harvard Business Review*, Vol. 74, No. 4, p. 112–122.

Black, F. – Scholes, M. (1973): The of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, Vol. 81, No. 3, p. 637–654.

Dixit, A.K. – Pindyck, R.S. (1995): The Options Approach to Capital Investment. *Harvard Business Review*, Vol. 73, No. 3, p. 105–115.

Doyle, P. (2000): Valuing Marketing’s Contribution. *European Management Journal*, Vol. 18, No. 3, p. 233–245.

Fogyasztók (2010): Csorbították a Toyota hírnevét a visszahívások. Fogyasztók honlapja: [www.fogyasztok.hu](http://www.fogyasztok.hu); Letöltés ideje: 2010. március 19.

Gruca, T.S. – Rego, L.L. (2005): Customer Satisfaction, Cash Flow, and Shareholder Value. *Journal of Marketing*, Vol. 69, No. 3, p. 115–130.

- Gupta, S. – Zeithaml, V. (2006): Customer Metrics and Their Impact on Financial Performance. *Marketing Science*, Vol. 25, No. 6, p. 718–739.
- Interbrand (2009): Best Global Brands 2008: Creating and Managing Brand Value. Interbrand honlapja: www.interbrand.com; Letöltés ideje: 2009. január 31.
- Luehrman, T. A. (1998a): Investment Opportunities as Real Options: Getting Started on the Numbers. *Harvard Business Review*, Vol. 76, No. 4, p. 51–67.
- Luehrman, T. A. (1998b): Strategy as a Portfolio of Real Options. *Harvard Business Review*, Vol. 76, No. 5, p. 89–99.
- Lukas, B.A. – Whitwell, G.J. – Doyle, P. (2005): How Can a Shareholder Value Approach Improve Marketing's Strategic Influence? *Journal of Business Research*, Vol. 58, No. 4, p. 414–422.
- Luo, X. – Donthu, N. (2006): Marketing's Credibility: A Longitudinal Investigation of Marketing Communication Productivity and Shareholder Value. *Journal of Marketing*, Vol. 70, No. 4, p. 70–91.
- Maklan, S. – Knox, S. – Ryals, L. (2005): Using Real Options to Help Build the Business Case for CRM Investment. *Long Range Planning*, Vol. 38, No. 4, p. 393–410.
- Mittal, V. – Anderson, E.W. – Sayrak, A. – Tadikamalla, P. (2005): Dual Emphasis and the Long-term Financial Impact of Customer Satisfaction. *Marketing Science*, Vol. 24, No. 4, p. 544–555.
- Myers, S.C. (1977): Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, No. 2, p. 147–175.
- Payne, A. – Holt, S. (2001): Diagnosing Customer Value: Integrating the Value Process and Relationship Marketing. *British Journal of Management*, Vol. 12, No. 2, p. 159–182.
- Pennings, E. – Lint, O. (2000): Market Entry, Phased Rollout or Abandonment? A Real Option Approach. *European Journal of Operational Research*, Vol. 124, No. 1, p. 125–138.
- Rappaport, A. (2002): A tulajdonosi érték: Útmutató vállalatvezetőknek és befektetőknek. Budapest: Alinea Kiadó
- Rese, M. – Roemer, E. (2004): Managing Commitments and Flexibility by Real Options. *Industrial Marketing Management*, Vol. 33, No. 6, p. 501–512.
- Sanchez, R. (1993): Strategic flexibility, firm organization, and managerial work in dynamic markets: A Strategic Options Perspective. in: Shrivastava, P., Huff, A. S. and Dutton, J. (eds.): *Advances in Strategic Management*, Vol. 9, Greenwich, CT: JAI Press. p. 251–291.
- Smit, H.T.J. – Trigeorgis, L. (2004): *Strategic Investment: Real Options and Games*. Princeton, NJ: Princeton University Press
- Srinivasan, S. – Hanssens, D.M. (2009): Marketing and Firm Value: Metrics, Methods, Findings, and Future Directions. *Journal of Marketing Research*, Vol. 46, No. 3, p. 293–312.
- Srivastava, R.K. – Shervani, T.A. – Fahey, L. (1998): Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis. *Journal of Marketing*, Vol. 62, No. 1, p. 2–18.
- Srivastava, R.K. – Shervani, T.A. – Fahey, L. (1999): Marketing, Business Processes, and Shareholder Value: An Organizationally Embedded View of Marketing Activities and the Discipline of Marketing. *Journal of Marketing*, Vol. 63, No. 4, Special issue, p. 168–179.
- Tipton, M.M. – Bharadwaj, S.G. – Robertson, D.C. (2009): Regulatory Exposure of Deceptive Marketing and Its Impact on Firm Value. *Journal of Marketing*, Vol. 73, No. 6, p. 227–243.
- Trigeorgis, L. (1996): *Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation*. Cambridge, M.A.: The MIT Press
- Trigeorgis, L. – Mason, S. (1987): Valuing Managerial Flexibility. *Midland Corporate Finance Journal*, Vol. 5, No. 1, p. 14–21.
- Tsai, W-H. – Hung, S-J. (2009): Dynamic Pricing and Revenue Management Process in Internet Retailing under Uncertainty: An Integrated Real Options Approach. *Omega*, Vol. 37, No. 2, p. 471–481.
- Ward, K. – Ryals, L. (2001): Latest Thinking on Attaching a Financial Value to Marketing Strategy: Through Brands to Valuing Relationships. *Journal of Targeting, Measurement and Analysis for Marketing*, Vol. 9, No. 4, p. 327–340.
- Weinzimmer, L.G. – Bond, E. U. – Houston, M.B. – Nystrom, P. C. (2003): Relating Marketing Expertise on the Top Management Team and Strategic Market Aggressiveness to Financial Performance and Shareholder Value. *Journal of Strategic Marketing*, Vol. 11, No. 2, p. 133–159.
- Yeung, M.C.H. – Ennew, C.T. (2000): From Customer Satisfaction to Profitability. *Journal of Strategic Marketing*, Vol. 8, No. 4, p. 313–326.
- Zandan, P. (1992): *Brand Equity in Technology Product-Markets*. Presentation slides, Intelliquest Inc., Austin, TX
- Zinkin, J. (2006): Strategic Marketing: Balancing Customer Value with Shareholder Value. *The Marketing Review*, Vol. 6, No. 2, p. 163–181.

Cikk beérkezett: 2010. 4. hó

Lektori vélemény alapján véglegesítve: 2010. 5. hó