

KAZAINÉ Ónodi Annamária

TULAJDONOSI ÉRTÉKTEREMTÉS MELLETTI ELKÖTELEZETTSÉG MAGYARORSZÁGON ÉS ENNEK HATÁSA A PÉNZÜGYI TELJESÍTMÉNYRE

A szerző az értékközpontú vállalatvezetés (VBM) elméleti koncepciójából kiindulva vizsgálta a magyarországi vállalatok tulajdonosi értékteremtéshez való viszonyát, illetve mintegy 11 évet felölelő versenyképességi kutatás adatbázisán az elkötelezett vállalatok pénzügyi teljesítményének alakulását. A nemzetközi kutatásoktól eltérően egy saját kategóriarendszert alakított ki a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség vizsgálatához. A kutatás feltárta, hogy a magyarországi vállalatvezetők általában egyetértenek a tulajdonosi érdekek fontosságával, ugyanakkor bizonytalanság van abban a kérdésben, hogy mit is jelent a tulajdonosi érdekek figyelembevétele. A kutatás eredményei nem cáfolták meg azt a feltételezést, hogy a tulajdonosi értékre koncentráció jobb pénzügyi teljesítményhez vezet.

Kulcsszavak: értékközpontú vállalatvezetés, Value Based Management (VBM), Magyarország, pénzügy, pénzügyi teljesítmény

Az értékközpontú vezetés (VBM) napjaink egyik meghatározó irányzata. Nemzetközi felmérések támasztották alá, hogy a tulajdonosi értékre koncentráció növeli a vállalati hatékonyságot. Kutatásomban¹ a versenyképességi kutatás 2004-es felmérésének adatbázisán vizsgáltam a magyarországi vállalatok tulajdonosi értékteremtéshez való viszonyát, illetve mintegy 11 évet felölelő adatbázison a pénzügyi teljesítményük alakulását. A nemzetközi kutatásoktól eltérően egy saját kategóriarendszert alakítottam ki a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség vizsgálatához. A kategorizálás során a fő vizsgálati kérdésem az volt, hogy a vállalati célhierarchiában és a vállalati döntések során megfelelő súllyal veszik-e figyelembe a tulajdonosi érdekeket, illetve ezt miben „méri”. Kutatásom nem a tulajdonosi értékszemlélet mellett, illetve az érintett elmélet ellen érvel, hanem a tulajdonosi érdekekre való odafigyelés fontosságát hangsúlyozza, függetlenül annak a vállalati célhierarchiában elfoglalt helyétől.

Az értékközpontú vezetés vagy Value Based Management (VBM) napjaink egyik meghatározó

irányzata, melynek elméleti hátterét a tulajdonosiérték-szemlélet adja. Nemzetközi felmérések² támasztották alá, hogy a tulajdonosi értékre koncentráció növeli a vállalati és nemzetgazdasági hatékonyságot. A szélesebb értelemben vett társadalmi jóléthez viszont csak olyan mértékig járul hozzá, ameddig erre rákényszeríti a gazdasági, szabályozási és etikai környezet. Az elméleti háttér és a kutatási céloom rövid ismertetése után először bemutatom a magyarországi vállalatok tulajdonosi értékteremtéshez való viszonyát és a kialakított kategóriarendszeremet; majd összehasonlítom a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett és nem elkötelezett vállalatok pénzügyi teljesítményét, illetve annak időbeli alakulását.

Az értékközpontú vállalatvezetés

Az 1990-es évektől számos szerző foglalkozik, illetve kötelezi el magát az értékközpontú vezetés mellett (Copeland et al., 1999; Rappaport, 2002; Black et al., 1999; Goedhart et al., 2005). Ryan és Trahan (1999) amerikai iparágvezető vállalatok körében végzett

felmérése azt mutatta, hogy a mintába bevont vállalatok (184 vállalat) 87%-a ismerte az értékkezőpontú vállalatvezetés koncepcióját. Az Ernst & Young 2003-as felmérése³ viszont azt a következtetést vonta le, hogy a vállalatoknak csak 30%-a használja aktívan, és körülbelül ugyanennyien kipróbálták, de felhagytak az értékkezőpontú vállalatvezetéssel. A hazai szakirodalomban és vállalati gyakorlatban is jelen van a tulajdonosiérték-szemlélet és az értékkezőpontú vállalatvezetés koncepciója⁴.

Az értékkezőpontú vezetés egyrészt egy értékmaximáló gondolkodásmódot jelent (a vállalat elsődleges célja a hosszú távú tulajdonosiérték-teremtés), másrészt felöleli ezen szemléletmód megvalósításához szükséges vezetési eljárásokat és folyamatokat. Az értékkezőpontú vezetés elméleti háttérét a tulajdonosiérték-szemlélet adja, amely kimondja, hogy a vállalat elsődleges célja: „tulajdonosi értéket teremteni törvényes és tisztességes módszerekkel” (Rappaport, 2002: 19. old.).

Az értékkezőpontú vállalatvezetésben a tulajdonosi értékhez kétféle értelmezésben közelítenek. Rappaport (2002: 48. old.) a tulajdonosi értéket a vállalat belső értékéből vezeti le. Tulajdonosi érték = vállalat belső értéke – hitelek értéke. A vállalat (belső) értékét a DCF⁵ modellen alapuló hozamérték-konceptió alapján határozzák meg. Vállalatérték (belső érték) = az előrejelzési időszak működési pénzáramlásainak jelenértéke + maradványérték + piacképes értékpapírok és egyéb befektetések aktuális értéke. 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.). Az értékkezőpontú vezetés képviselői egyetértenek abban, hogy a végső cél a megfelelő tőkepiaci teljesítmény, hiszen ebben realizálódik a tulajdonosi hozam. A megfelelő tulajdonosi hozam biztosításához, a vállalat belső értékének növelésére kell koncentrálni, mivel ezt tudják a vezetők közvetlenül menedzselni.

Az értékkezőpontú vezetés sikeres alkalmazásának első lépése, hogy a vezetők és a szervezet tagjai elfogadják, hogy az értéket a hosszú távú, kockázatot is figyelembe vevő, a pénzáramlásokban megjelenő teljesítmény határozza meg, és nem a rövid távú eredmények. A következő fontos lépés, hogy azonosítsák, megértsék a vállalati értéket leginkább befolyásoló teljesítményváltozókat, az értékteremtő tényezőket (value driver). Rappaport A. (2002) hét pénzügyi értékteremtőt (makroszintű értékteremtő tényezőt) azonosít: árbevétel növekedése, működési eredményhányad, a befektetett

eszközökbe, illetve működő tőkébe történő pótlólagos befektetés, készpénzes társaságiadó-kulcs, tőkeköltség és az értéknovekedési periódus hossza. A makroszintű értékteremtő tényezőket tovább kell bontani mikroszintű értékteremtő tényezőkre, például piaci részesedés növekedése, fajlagos anyagfelhasználás csökkentése, átfutási idő javítása. A vállalati értékre legnagyobb hatást gyakorló tényezők és az ezeket mérő parciális mutatók azonosítása és mérése kritikus része az értékvezérelt teljesítménymérésnek, mivel az operatív vezetési szinteken, ezeken a parciális mutatókon keresztül tudnak hatást gyakorolni a vállalati érték alakulására.

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

1. értékmaximáló stratégia kialakítása,
2. az értékmaximáló stratégia lefordítása értékteremtő tényezőkben kifejezett rövid és hosszú távú teljesítménycélokra,
3. akciótervek, költségtervek meghatározása,
4. teljesítménymérő /ösztönzési rendszerek.

A kutatás célja és módszertana

Kutatásomban egyrészt választ kerestem arra a kérdésre, hogy a magyarországi vállalatok hogyan értelmezik a tulajdonosi értékteremtést, követik-e célkitűzéseikben, illetve visszaigazolódnak-e ez az értékkel a tényleges pénzügyi teljesítményben. Nemzetközi felmérésekben⁶ igazolták, hogy a tulajdonosi értékre koncentráció jobb pénzügyi teljesítményhez vezet. A nemzetközi kutatásoktól eltérően egy saját kategóriarendszert alakítottam ki a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség vizsgálatához. Az értékkezőpontú vállalatvezetés (VBM) elméleti koncepciójából indultam ki, ugyanakkor nem a VBM ismertségének és alkalmazási gyakoriságának vizsgálata volt a célom. Továbbá a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatcsoportot nem azonosítottam az EVA (economic value added, hozzáadott gazdasági érték) mutatót alkalmazó vállalatcsoporttal. A kategorizálás során a fő vizsgálati kérdésem az volt, hogy a vállalati célhierarchiában és a vállalati döntések során megfelelő súllyal veszik-e figyelembe a tulajdonosi érdekeket, illetve ezt miben „méri”. Nem vizsgáltam azt a kérdést, hogy a vállalati döntési struktúrában a tulajdo-

nosi érdekeknek prioritást biztosítanak-e a többi érintett érdekeivel szemben. Kutatásom nem a tulajdonosi érték szemlélet mellett, illetve az érintett elmélet ellen érvel, hanem a tulajdonosi érdekekre való odafigyelés fontosságát hangsúlyozza, függetlenül annak a vállalati célhierarchiában elfoglalt helyétől.

Kutatásom egy másik ponton is eltér a nemzetközi gyakorlattól. Az értékkezőpontú vállalatvezetés koncepció a legnagyobb relevanciával azoknál a vállalatoknál bír, ahol a legerősebben jelentkezik a megbízó-ügynök probléma. Ez magyarázza, hogy a vizsgálatokat elsősorban a tőzsdei részvénytársaságokra végzik. Másrészt a tulajdonosi értékteremtést csak a piac tudja visszaigazolni (a nyilvános társaságoknál). Ugyanakkor a tulajdonosi értékteremtés nemcsak a nyilvános társaságok sajátja, ebben az esetben meg kell keresni azokat a kritikus teljesítménymutatókat, amelyek jól közelítik, vélhetően kapcsolatban vannak a tulajdonosi értékteremtéssel. Kutatásomban a vizsgált vállalati kört kiterjesztettem az ötven főnél többet foglalkoztató, önálló jogi személyiséggel rendelkező cégekre, függetlenül a társasági formától. Kutatásom során magyarázatorientált megközelítést alkalmaztam, a kutatás előtt kialakított előzetes hipotézisrendszer „helyességét” empirikus adatok segítségével ellenőriztem le.

Az adatbázis fő jellemzői

Vizsgálataim során elsősorban a „Versenyképességi kutatások” 2004-es felmérésének adatbázisára támaszkodtam (a kutatás tervtanulmányát lásd Chikán – Czakó, 2005), ugyanakkor a longitudinális vizsgálatokhoz felhasználtam a korábbi, az 1996-os és 1999-es felmérés adatbázisait is⁷. A vállalati minta kialakítása során alapvetően az ötven főnél többet foglalkoztató önálló jogi személyiséggel rendelkező cégeket célozták meg, szem előtt tartva a minta megfelelő reprezentativitását. 2004-ben összesen 1300 vállalatot kerestek meg, 23%-os válaszadási ráta mellett végül 301 vállalatot sikerült összegyűjteni értékelhető kérdőívet. Létszám alapján 57,2% a középvállalati, 37,7% a nagyvállalati kategóriába tartozott. A minta gazdasági ágak szerinti összetétele a magyarországi ötven fő feletti vállalkozások összetételéhez hasonló, bár a sokasághoz képest nagyobb arányban tartalmaz feldolgozóipari, energia- és közösségi szolgáltatásokat nyújtó cégeket. A felmért vállalati kör több mint fele a feldolgozóiparban működik. A tulajdonosi szerkezetet tekintve a minta 25,7%-a közösségi többségi tulajdonú, 21,3%-a külföldi tulajdonú és 53%-a belföldi többségi magántulajdonban van. (A vállalati minta részletes jellemzését lásd Lesi, 2005 és Wimmer – Csesznák, 2005.)

A magyarországi vállalatok viszonya a tulajdonosi értékteremtéshez – vállalati kategóriarendszer kialakítása

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 a továbbiakban, mint alapsorolásra fogok hivatkozni).

A vállalatok *alapsorolásához* alkalmazott kérdések (5 fokozatú Likert-skálán mérve: 1 – egyáltalán nem, 5 – meghatározó mértékben):

- 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 négy alapkategóriába soroltam be (lásd 1. táblázat):

- „Értékvezérelt vállalatok”: 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 kinyilvánítás szintjén fontos a tulajdonosi érdekek figyelembevétele, de a pénzügyi stratégia kialakításánál nem kap jelentős prioritást a magas tulajdonosi hozam.
- A „tulajdonosi érdek szűk körű érvényesülése” esetén a felső vezetés szintjén megjelenik, legalábbis 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.

Kutatásom szempontjából fontos kérdés volt, hogy megbízhatónak tekinthetjük-e a pénzügyi stratégiában a magas tulajdonosi hozam szerepére (P48m) adott vála-

1. táblázat

A versenyképességi kutatások vállalatainak alapsorolása a tulajdonosi értéknöveléshez való viszonyuk alapján

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

szokat, mivel ez az a kérdés, amely leginkább megszűrte a vállalatokat. 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. A magas tulajdonosi hozam szerepét a pénzügyi stratégiában ugyanakkor nemcsak a szervezeti forma befolyásolta, hanem a vállalati méret is⁸. A részvénytársaságokon belül a nagyvállalatok 61,8%-a, míg a kisvállalatoknak csak 14,3%-a tekintette fontosnak a magas tulajdonosi hozamot. A korlátolt felelősségű társaságokon belül is hasonló tendencia érvényesült: a válaszadó nagyvállalatok 50%-a, míg a kisvállalatoknak 36,4%-a hangsúlyozta a magas tulajdonosi hozam fontosságát a pénzügyi stratégiában. A további vizsgálatok azt mutatták, hogy a nem részvénytársaságok, illetve a kis- és középvállalatok esetében a magas tulajdonosi hozam hangsúlyozása helyett az árbevétel-arányos, illetve az eszközarányos hozam növelése kapott meghatározó szerepet a pénzügyi stratégia kialakítása során.

Az alapsorolás megbízhatóságát, relevanciáját klaszterelemzés segítségével ellenőriztem. A klaszterelemzéshez az eredeti három változó mellé bevontam két új változót. A „magas tulajdonosi hozam szerepe a pénzügyi stratégiában” kérdés értelmezési problémái miatt került be a jövedelmezőség szerepe a pénzügyi stratégiába. Mivel a tulajdonosi értéktérítés melletti elkötelezettség fontos eleme, hogy a vállalatok megfelelő teljesítménymérési eszköztárral

rendelkezzenek az értékmaximalizáló döntések támogatásához, ezért bevezettem a mérési eszközökre egy új P1mér változót. A P1mér változó értékét 5 kiemelt teljesítménymérési eszköz használatából származtatam: fixváltozó költségek elkülönítése, fedezetipontszámítás, költségérzékenységi vizsgálatok, vállalati tőkeköltség elemzése beruházási döntéseknél, pénzügyi mutatószámok elemzése⁹. A klaszterelemzés megerősítette, illetve tovább bontotta az alapsorolásomat. A klaszterelemzésből levont következtetések alapján új, részletesebb besorolást készítettem, az eredeti alapsorolás tovább bontásával (lásd 2. táblázat). A részletes besorolás eredményét összehasonlítottam a korábbi klaszterelemzés eredményével, amely megerősítette, hogy a részletes besorolásból a 7, 8, 9 és 10 kategóriákba tartozó vállalatokat tekinthetem úgy, mint a tulajdonosi értéktérítés mellett elkötelezett vállalatokat.

Összességében a vizsgálatok azt mutatták, hogy a felső vezetők általában (94%) egyetértettek 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. Ugyanakkor az elemzések arra utalnak, hogy bizonytalanság van abban a kérdésben, hogy mit is jelent a tulajdonosi érdekek figyelembevétele. 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 árbevétel-arányos, illetve eszközarányos

2. táblázat

Tulajdonosi értéktérítés melletti elkötelezettség részletes besorolása

Kód	Részletes besorolás	Alapsorolás	Új csoportosítási szempont	Db-szám	Minta %-ban
10	Értékvezérelt 4 „mérő” vállalatok	4. Értékvezérelt vállalatok	P1mér ≥ 4	37	12,54%
9	Értékvezérelt 4 „nem mérő” vállalatok	4. Értékvezérelt vállalatok	P1mér < 4	21	7,12%
8	Értékvezérelt 3 „mérő” vállalatok	3. Kinyilvánítás szintjén elkötelezettek	p48max ≥ 3 és P48ROI ≥ 4 P1mér ≥ 4 vagy p48max ≥ 4 és P48ROI nincs szűrés P1mér ≥ 4	30	10,17%
7	Fogalomhasználatban bizonytalan 3 „mérő” vállalatok	3. Kinyilvánítás szintjén elkötelezettek	p48max: -, 1, 2 és P48ROI ≥ 4 és P1mér ≥ 4	46	15,59%
6	Elkötelezett, de „nem mérő” vállalatok	3. Kinyilvánítás szintjén elkötelezettek	p48max ≥ 3 és P48ROI nincs szűrés P1mér < 4	37	12,54%
5	Csak a kinyilvánítás szintjén elkötelezett 3 vállalatok	3. Kinyilvánítás szintjén elkötelezettek	p48max: -, 1, 2 és P48ROI nincs szűrés P1mér < 4 vagy p48max: -, 1, 2 és P48ROI -, 1, 2, 3 P1mér nincs szűrés	58	19,66%
4	Mérő és „elkötelezett” 2-es vállalatok	2. Tulajdonosi érdek szűk körű érvényesülése	Tul. rel. ≥ 1 p48max nincs szűrés P48ROI ≥ 4 és P1mér ≥ 4 Ha P48max ≥ 4 P48ROI nincs szűrés	11	3,73%
3	Felsővezetői elkötelezettség melletti pénzügyi bizonytalanság.	2. Tulajdonosi érdek szűk körű érvényesülése	Tul. rel. nincs szűrés p48max nincs szűrés P48ROI nincs szűrés P1mér < 4 Vagy Tul. rel. < 1 Többire nincs szűrés	36	12,20%
2	Felsővezetői bizonytalanság	1. „Tulajdonosi személet hiánya”	Tul. rel. ≥ 1 p48max nincs szűrés P48ROI ≥ 4 és P1mér ≥ 4	4	1,36%
1	Ellentmondásos vállalatok	1. „Tulajdonosi személet hiánya”	Tul. rel. nincs szűrés P48max nincs szűrés P48ROI nincs szűrés P1 mér nincs szűrés	15	5,08%

Tul. rel. = A tulajdonosi érdek figyelembevétele a többi érintetthez viszonyítva. 1-nél nagyobb érték jelentése: a tulajdonosi érdeket fontosabbnak tekintik, mint az összes többi érintett érdekét átlagosan.

P48max = Tulajdonosi érték fontossága a pénzügyi stratégiába (több kapcsolódó kérdés maximuma)

P48ROI = jövedelmezőség szerepe a pénzügyi stratégiában

hozamban gondolkodik, mint legfőbb pénzügyi cél, és nem tulajdonosi értékteremtésben. Az értékközponú 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 árbevétel-arányos és eszközarányos hozam nem méri a tulajdonosi értékben bekövetkező változást, mindkettő parciális mutatónak tekinthető. Ennek ellenére a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalati kategóriát viszonylag tágra értelmeztem, „engedményre” kényszerültem, mivel a további 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 be ebbe a kategóriába, ahol a felső vezetőség és pénzügyi vezetőség kinyilvánítás szintjén elkötelezte magát a tulajdonosi értékteremtés mellett, és fontosnak tartották a magas tulajdonosi hozamot a pénzügyi stratégiában, illetve azokat a vállalatokat is, amelyek ez utóbbi kérdést nem tudták értelmezni, de a jövedelmezőséget fontos szempontnak tartották, és megfelelő teljesítménymérési eszköztárral rendelkeztek. Az elemzések során erre a vállalatcsoportra (részletes besorolás 7, 8, 9 és 10 kategóriája együttvéve, lásd 2. táblázat) 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.

A vállalati minta 45,4%-a került a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatcsoportba. Az értékvezérelt vállalatok 44%-a középvállalati, 42%-a a nagyvállalati kategóriába tartozott, illetve minden nemzetgazdasági ágban megtalálhatóak voltak. Többségük (54%) többségi belföldi tulajdonban volt. A többségi külföldi tulajdonban levő vállalatok aránya (25%) meghaladta a vállalati mintát és a sokasági arányt, illetve reprezentálták magukat (21%-ban) a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett többségi állami tulajdonú vállalatok is. Érdemes megemlíteni, hogy az értékvezérelt vállalatok majdnem 60%-ának volt állami jogelődje, ez az arány a vállalati minta átlagát is meghaladta. Az értékvezérelt vállalatok több mint 50%-a részvénytársasági formában működött, de képviseltették magukat 41%-ban a kft.-k, és a mintaátlagnál 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 értékterem-

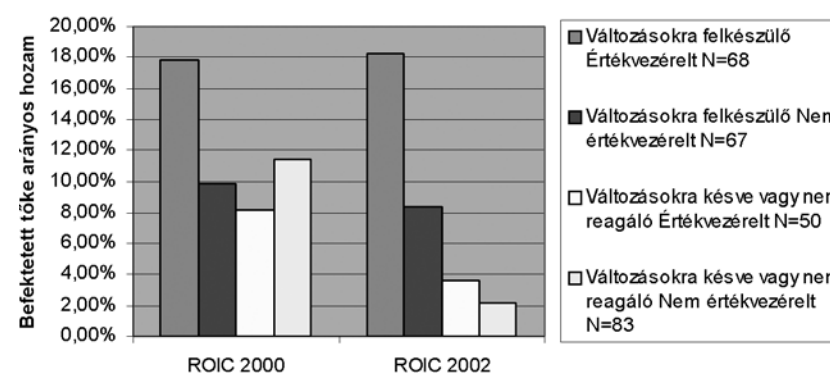
tés mellett elkötelezett vállalatok csoportjába tartozott. Megvizsgálva azt a kérdést, hogy a tulajdonosok elsősorban mit várnak el a vállalattól (a vezetők szerint), az látható, hogy a vállalatvezetők 79%-a úgy gondolta, hogy a tulajdonosok elsősorban biztonságot, stabil értéket várnak el. Ez az arány az értékvezérelt vállalatok esetében 80%. A különbség ott fedezhető fel, hogy míg az értékvezérelt vállalatok 56%-a gondolta úgy, hogy a befektetők elsősorban magas hozamot várnak el (akár a biztonság mellett), a nem értékvezérelt vállalatoknál ez az arány csak 32%.

A pénzügyi teljesítmény és a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség viszonya

Kleiman R. T. (1999) és Biddle G. C. et al. (1999) azt tapasztalták, hogy az EVA-mutatót alkalmazó vállalatok szignifikánsan magasabb tőkepiaci eredményt értek el. Eredményeikből kiindulva és a „versenyképességi kutatás” adatbázisának lehetőségeit figyelembe véve azt vizsgáltam, hogy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok jobb pénzügyi jövedelmezőséget értek-e el, mint a nem elkötelezett vállalatok. Mivel vizsgálatomat a nem tőzsdei társaságokra is kiterjesztettem, ezért ki kellett választanom egy olyan parciális teljesítménymérőt, amely közelíti a tulajdonosi értékteremtést. A McKinsey tanácsadó cég egyik preferált parciális mutatója a ROIC, amely alapját képezi a gazdaságiprosfit-mutató számításának. Gazdasági profit = Befektetett tőke * (ROIC – WACC). Mivel az adatbázis nem tartalmazott tőke költségre vonatkozó adatokat, így gazdaságiprosfit vagy EVA-mutatót nem tudtam számítani, ezért választásom a befektetett tőkearányos hozamra (ROIC) esett. A ROIC-mutató-számításánál adatok hiányában nem tudtam végrehajtani a szakirodalom által javasolt számviteli korrekciós tételket.

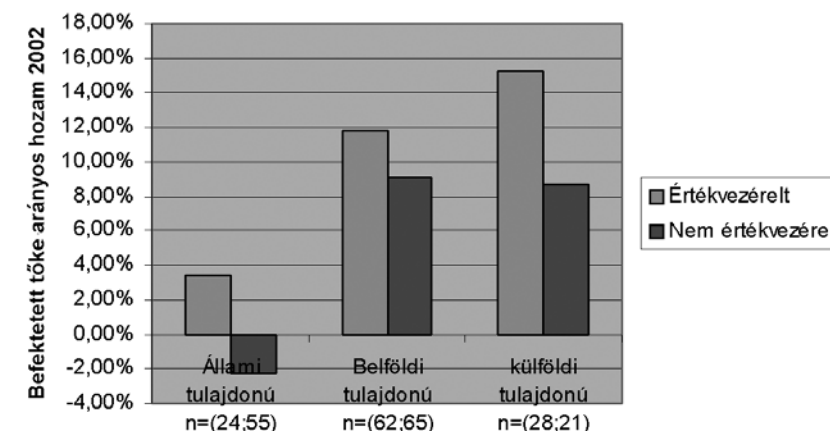
A vállalati mintában a 2002-es év befektetett tőkearányos hozamát vizsgálva egyértelműen magasabb átlagos jövedelmezőség mutatható ki a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatcsoportban (11,84% szemben a 4,75%-kal). Az elvégzett regresszióelemzés¹² arra világított rá, hogy a vállalati mintában a jövedelmezőség alakulására szignifikáns hatást gyakorolt az, hogy a vállalatok a környezeti változásokra hogyan tudtak reagálni. A változásokra felkészülő értékvezérelt vállalatok érték el a legmagasabb átlagos befektetett tőke arányos hozamot (az értékvezérelt vállalatcsoporton belüli arányuk 56% volt), ugyanakkor a változásokra késve, vagy nem reagáló vállalatok teljesítménye gyengébb volt, mint a változásokra felkészülő nem értékvezérelt vállalatoké (lásd 1. ábra).

Befektetett tőkearányos hozam (ROIC) környezeti változásra való reagálás és a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség szerinti bontásban



A másik meghatározó tényező a jövedelmezőség alakulására (regressziószámítás alapján) a fő tulajdonosi típus volt. Fő tulajdonosi típusonként vizsgálva az értékvezérelt és nem értékvezérelt vállalatok jövedelmezőségét az látható, hogy mindhárom tulajdonosi kategóriában az értékvezérelt vállalatokat magasabb jövedelmezőség jellemezte (lásd 2. ábra).

Befektetett tőke arányos hozam (ROIC) alakulása 2002-ben fő tulajdonosi 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.

A teljes vállalati mintán a regressziós függvény szignifikánsan pozitív sztochasztikus kapcsolatot (16,7%) mutatott ki a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség és a jövedelmezőség között. Kellő számú vállalati adat hiányában nem lehetett megbízható iparági összehasonlítást végezni, ezért fő tulajdonosi típus szerinti bontásban vizsgáltam tovább a tulajdonosi ér-

1. ábra tékteremtés melletti elkötelezettség és a jövedelmezőség viszonyát.

A többségi állami tulajdonú vállalatok esetében a fő tevékenységi kör hatásán felül a jövedelmezőségre meghatározó hatást gyakorolt a környezeti változásokra való felkészülés sikeressége (41,2%) és a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség (31%)¹³. 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, jövedelmezőségük nagyon alacsony volt, többségük valószínűleg értéket rombolt.

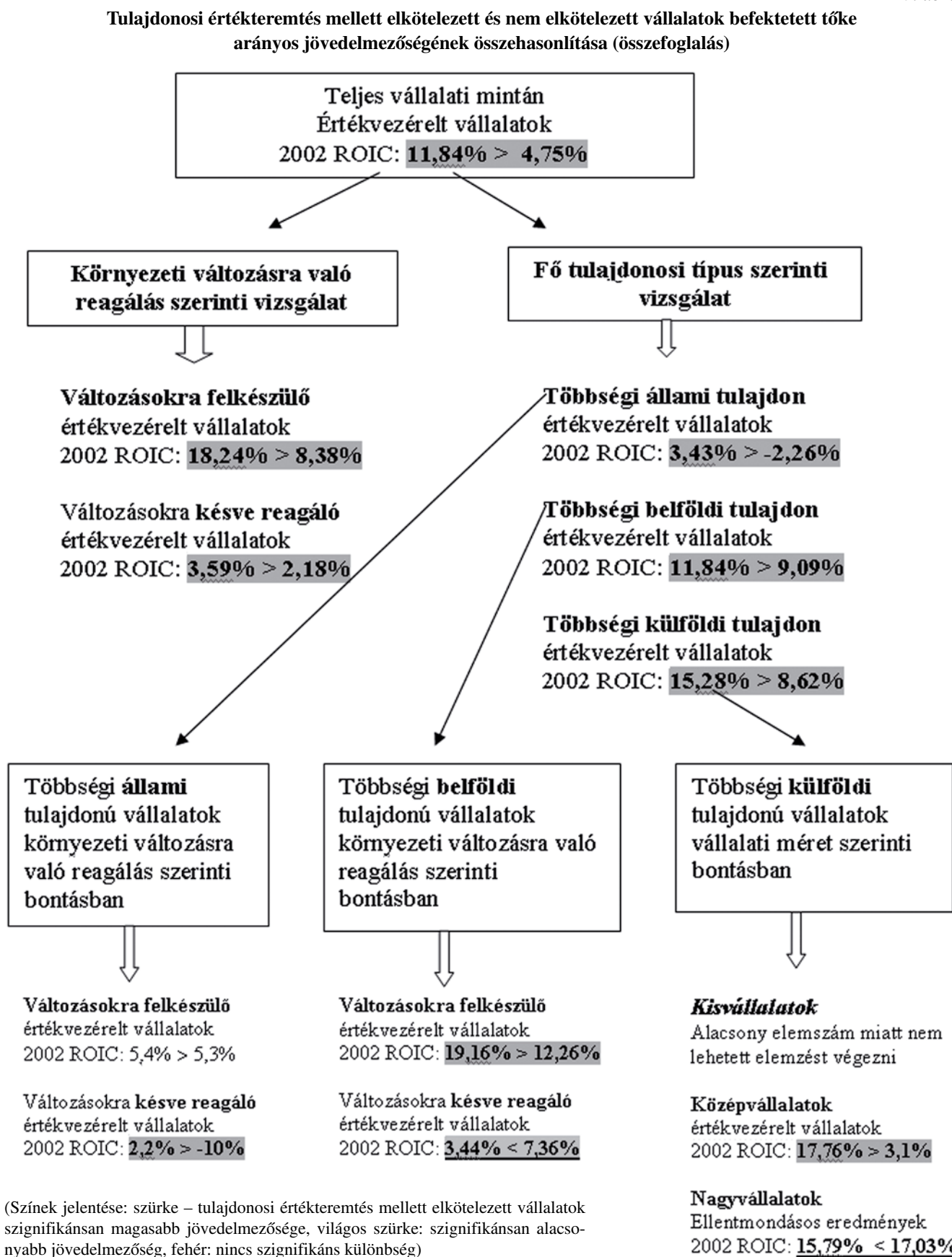
A többségi külföldi tulajdonú vállalatcsoporton belül a regresszióelemzés¹⁴ a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség és a vállalati jövedelmezőség közötti sztochasztikus kapcsolat (40%) létét mutatta ki. E vállalatcsoporton belül az iparági jellemzők és a tulajdonosi értékteremtés melletti elkötelezettség mellett a vállalati méret gyakorolt szignifikáns hatást a vállalat kimutatott jövedelmezőségére. A többségi külföldi tulajdonú vállalatokon belül a nagyvállalatok mutatták a legmagasabb jövedelmezőséget, ugyanakkor e kategórián belül nem lehetett szignifikáns különbséget kimutatni az értékvezérelt és nem értékvezérelt vállalatok 2002-es befektetett tőkearányos hozama között (16%, illetve 17%).

A többségi belföldi tulajdonú vállalatok esetében nagyon gyenge (4,7%) magyaros erejű regressziós modell lehetett felállítani, amelyben egyetlen szignifikáns magyarázó változó szerepelt, a környezeti változásokhoz való viszony. A jövedelmezőséget ebben a csoportban elsősorban az befolyásolta, hogy sikerült-e felkészülniük a környezeti változásokra. A legmagasabb átlagos befektetésarányos hozamot 2002-ben (19%) a környezeti változásokra felkészülő belföldi tulajdonú értékvezérelt vállalatok érték el. Ugyanakkor a környezeti változásokra késve, illetve nem reagáló értékvezérelt vállalatok befektetésarányos hozama (3,44%) elmaradt a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett

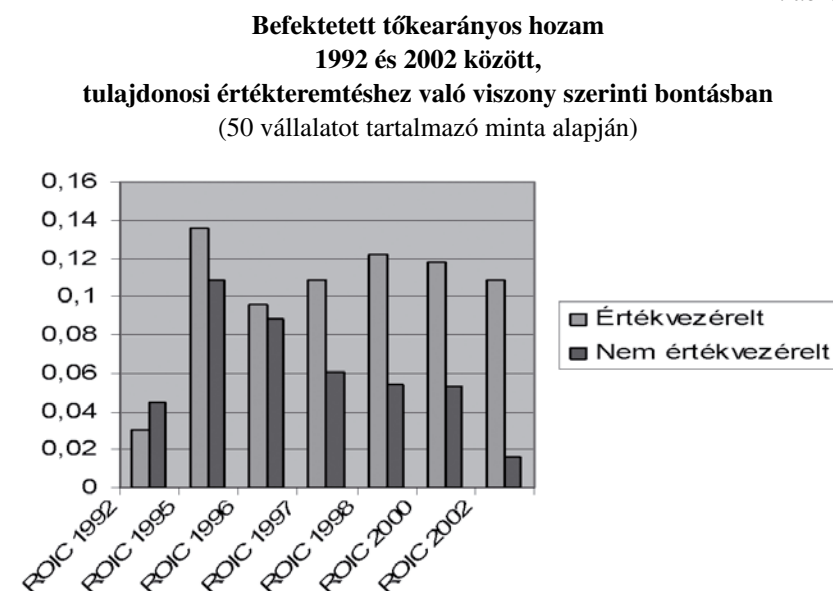
2. ábra

lehetett felállítani, amelyben egyetlen szignifikáns magyarázó változó szerepelt, a környezeti változásokhoz való viszony. A jövedelmezőséget ebben a csoportban elsősorban az befolyásolta, hogy sikerült-e felkészülniük a környezeti változásokra. A legmagasabb átlagos befektetésarányos hozamot 2002-ben (19%) a környezeti változásokra felkészülő belföldi tulajdonú értékvezérelt vállalatok érték el. Ugyanakkor a környezeti változásokra késve, illetve nem reagáló értékvezérelt vállalatok befektetésarányos hozama (3,44%) elmaradt a tulajdonosi értékteremtés mellett nem elkötelezett

3. ábra



4. ábra



vállalatok hozamától (a számítások összefoglalását lásd 3. ábra).

Az elvégzett számítások a vizsgált vállalati mintára nem cáfolták meg azt az állítást, hogy a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezettség magasabb jövedelmezőségre vezet. Ugyanakkor a vállalati sokaságra csak nagyon óvatosan vonhatunk le következtetéseket. 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 termelt magasabb tulajdonosi értéket.

Jövedelmezőség alakulásának longitudinális elemzése

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 kiegészíttem egy szélesebb mintán (301 vállalat) elvégzett rövidebb időtávra (2000. és 2002. év) vonatkozó jövedelmezőség alakulásának vizsgálatával.

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 befektetetttőke-arányos hozama alakult kedvezőbben. Érdeemes megfigyelni, hogy a jövedelmezőségkülönbség növekvő tendenciát mutat, a leg-

nagyobb eltérés (9 százalékpont) 2002-ben mutatható ki (lásd 4. ábra).

A kirajzolódó tendenciákat ugyanakkor óvatosan kell kezelni az eltérő inflációs hatások miatt¹⁵. 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. (2004) kimutatta az infláció torzító hatását 29 magyarországi 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. (2004) számításai alátámasztják azt a feltételezést, hogy az 1995-ben kimutatott kiugró jövedelmezőségi adatok háttérében inflációs torzítás áll. Radó M. (2004) 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.

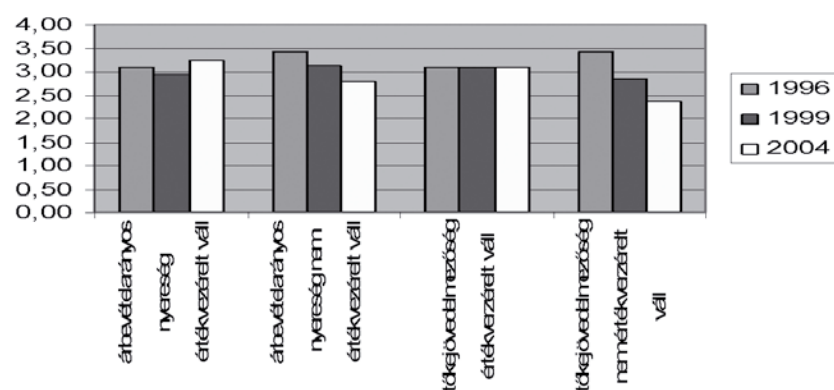
A pénzügyi számítások eredményeit összehasonlítottam a vállalatok önértékelésének (iparághoz képest) eredményeivel. 1996-ban a nem értékvezérelt vállalatok látszólag jobbnak ítélték az árbevétel-arányos nyereségüket és tőkejövedelmezőségüket (a különbséget az elvégzett statisztikai próbák nem támasztották alá). Az 1999-es felmérés adatai alapján már szignifikáns különbség mutatható ki; az árbevétel-arányos 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 körülinek értékelik jövedelmezőségüket, a nem elkötelezett vállalatok önértékelése romló tendenciát mutat, 2004-ben már átlag alattinak értékelik teljesítményüket (lásd 5. ábra). A vállalati önértékelés alátámasztja a nem értékvezérelt vállalatok tőkejöveldelmezőségének romló

Annak ellenére, hogy a vállalati mintából levont következtetéseket nem általánosíthatjuk a vállalati sokaságra, megállapításaim mégis jelzésértékűek lehetnek. (Néhány kiemelt probléma: Alacsony elemszámú minta. A minta nem reprezentálta megfelelően a vállalati sokaságot. A minta vállalatának legalább 60%-a 1992 óta, legalább 84%-a 1995 óta működik. A vállalati mintából hiányoztak azok a vállalatok, amelyeket az elégtelen működés miatt felszámoltak. 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 részt vevő vállalati mintában az arányuk 68%, míg mindhárom felmérésben részt vevő vállalati csoporton belül 73%. Ez a mintaösszetétel nem reprezentálja megfelelően 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 értékrombolók 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, illetve ki kell emelni a vállalati önértékelés alapján kirajzolódó romló jövedelmezőségi tendenciát a nem elkötelezett vállalati körben.

5. ábra

Az iparági átlaghoz képesti önértékelés alakulása 1996 és 2004 között tulajdonosi értékteremtéshez való viszony szerinti bontásban

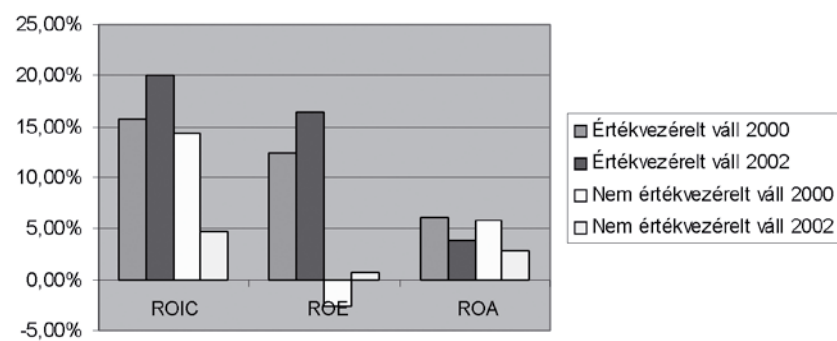


tendenciáját, míg a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatoknál stabil, átlag körüli jövedelmezőség mutatható ki.

Mivel a pénzügyi mutatószámok alakulása 2000 és 2002 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 tőkejöveldelmezőséget jelzett, tovább vizsgáltam 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 6. ábra).

Jövedelmezőségi mutatók alakulása 2000 és 2002 között, tulajdonosi értékteremtéshez való viszony szerinti bontásban



6. ábra

Összefoglalás

Az értékközpontú vállalatvezetés jelentette kutatásom elméleti hátterét. A versenyképességi kutatások 2004-es felmérésének adatbázisán vizsgáltam a magyarországi vállalatok tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezettségét, illetve az elkötelezett vállalatok pénzügyi teljesítményének alakulását. A magyarországi vállalatvezetők általában egyetértettek a tulajdonosi érdekek fontosságával, ugyanakkor bizonytalanság van abban a kérdésben, hogy mit is jelent a tulajdonosi érdekek figyelembevétele. A legtöbb vállalat pénzügyi vezetője továbbra is árbevétel-arányos, illetve eszközarányos hozamban gondolkodik mint legfőbb pénzügyi cél, és nem tulajdonosi értékteremtésben. A tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezettség mérésére egy saját kategóriarendszert alakítottam ki, viszonylag tágan értelmezve a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezettséget. A vállalati minta 45,4%-a került a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalati csoportba.

A jövedelmezőségi vizsgálatok a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezett vállalatok magasabb befektetett-tőke-arányos jövedelmezőségét és magasabb teljesítményjavulást mutattak ki, míg a nem értékvezérelt vállalatok esetében romló tendencia figyelhető meg. A teljes vállalati mintán, illetve a többségi állami és külföldi tulajdonban levő vállalatcsoporton belül a regresszióelemzés szignifikáns sztochasztikus kapcsolat létét mutatta ki a tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezettség és a vállalati jövedelmezőség között. A többségi belföldi tulajdonú vállalatok esetében a jövedelmezőség alakulására elsődlegesen az gyakorolt hatást, hogy a környezeti változásokra fel tudtak-e készülni vagy sem. 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.

Lábjegyzet

- PhD-kutatásom (Az értékközpontú vállalatvezetést szolgáló teljesítménymérési rendszer) képezi cikkem alapját, ugyanakkor kutatásomnak, illetve a kutatási eredményeknek csupán egy részét öleli fel.
- Agrawal R. et al. (1999), Bughin J. – Copeland T.E. (1997), Copland T. et al. (1999) 49–60. old.
- Forrás: CIMA: Maximising Shareholder Value.
- Például: Reszegi L. (1998, 2004), Dorgai I. (2004), Fiáth A. (2004), Becker P. et al. (2005).
- Diszkontált cash-flow.
- Kleiman R. T. (1999), Biddle G. C. et al. (1999), Agrawal R. et al. (1999), Bughin J. – Copeland T.E. (1997).

⁷ 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. Lásd: „Versenyben a világgal” 1995–1997.

⁸ A vállalati méret hatásának vizsgálata során figyelmen kívül hagytam az állami tulajdonú nagyvállalatokat.

⁹ 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 A gazdaságprofit-mutató és az EVA-tartalmát tekintve azonos koncepciót takar.

¹¹ Súlyozott átlagos tőkeköltség

¹² Eredményváltozónak egy előzetesen kialakított jövedelmezőségi besorolást (2000. és 2002. év ROIC- és ROE-mutató alapján) alkalmaztam, magyarázó változók közé az alap vállalati jellemzőket vontam be: vállalatméret, fő tulajdonosi típus, fő tevékenység, szervezeti forma, környezeti változásokra való reagálás, tulajdonosi értékteremtés mellett elkötelezettség részletes besorolása.

¹³ A regressziós függvény magyarázó ereje 30,8%-os volt.

¹⁴ A regressziós függvény magyarázó ereje 33%-os volt.

¹⁵ Az infláció torzító hatásának problémáját lásd Radó M.(2004).

Felhasznált irodalom

- Agrawal, R. és szerzőtársai (1996): Why the US leads and why it matters. The McKinsey Quarterly 1996, Number 3. pp. 39–55.
- Becker P. – Turner A. – Varsányi J. – Virág M. (2005): Érték-alapú stratégiák. Akadémiai Kiadó
- 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.
- Black, A. – Wright P. – Bachman, J.E. – Davies, J. (1999): Shareholder value. Az értékközpontú vállalatirányítás. KJK, Budapest
- Bughin, J. – Copeland, T.E. (1997): The virtuous cycle of shareholder value creation. The McKinsey Quarterly 1997, Number 2. pp. 157–167.
- Chikán A. – Czákó E. (2005): Versenyben a világgal 2004 – 2005 – Gazdasági versenyképességünk vállalati nézőpontból. Kutatási tervtanulmány. Versenyképességi kutatások műhelytanulmány-sorozat, 1. kötet, BCE Versenyképesség Kutató Központot, Budapest
- Chikán A. – Czákó E. – Kazainé Ónodi A. (2006): Gazdasági versenyképességünk vállalati nézőpontból – Versenyben a világgal 2004–2006 kutatási program. Zárótanulmány. Bp. CIMA: Maximising Shareholder Value Achieving clarity ins decision-making. http://www.valuebasedmanagement.net/articles_cima_maximizing_shareholder_value.pdf letöltés ideje: 2007. nov. 29.
- Copeland, T. – Koller, T. – Murrin, J. (1999): Vállalatértékelés. Panem, Budapest
- Dorgai I. (2004): A részvényesi értékmaximalizálás és a vállalati értékteremtés kapcsolata. PhD-disszertáció. BKAE, Budapest
- Fiáth A. (2004): Az értékközpontú vállalatirányítás gyakorlata a Mol Rt.-nél. Vezetéstudomány, 2004. 3. szám. pp. 38–46.

- 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.
- Kleiman, R.T. (1999):* Some new evidence on EVA Companies. Journal of Applied Corporate Finance, Summer 1999. Vol.12. No 2. pg. 80.
- Lesi M. (2005):* A 2004-es versenyképességi kutatás vállalati mintájának alapjellemezői és reprezentativitása. Versenyképességi kutatások műhelytanulmány-sorozat, 2. kötet, BCE Versenyképesség Kutató Központ, Budapest
- Radó M. (2004):* Az infláció hatása a vállalati értékre. PhD-disszertáció.
- Rappaport A. (2002):* A tulajdonosi érték, Alinea, Budapest
- 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.
- 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.
- „Versenyben a világgal” 1995–1997.* Versenyképességi kutatás zárótanulmány. www.uni-corvinus.hu/vallgazd/kutatas/versenykepesseg
- Wimmer Á. – Csesznák A. (2005):* A vállalati jellemzők és összefüggéseik az EU-csatlakozás idején. A „Versenyben a világgal 2004–2005” kutatási programban részt vevő vállalatok jellemzése. Versenyképességi kutatások műhelytanulmány-sorozat, 3. kötet, BCE Versenyképesség Kutató Központ, Budapest
- Cikk beérkezett: 2009. 2. hó
Lektor vélemény alapján véglegesítve: 2009. 4. hó
-