

TURNER Anna

A TULAJDONOSI ÉRTÉKMAXIMALIZÁLÁS LEHETŐSÉGEI MAGYARORSZÁGON HÁROM ESETTANULMÁNY TÜKRÉBEN

A pénzügyi és stratégiai menedzsment jelenleg legaktuálisabb irányvonalai a tulajdonosi értékhez, illetve az olyan módszerekhez kapcsolódnak, melyek célja a tulajdonosi érték növelése. A szerző értékközpontú vezetés témában végzett kutatást, melynek eredményeit két cikkben ismerteti. Jelen tanulmány a doktori kutatás kvalitatív részének eredményeit mutatja be.

A magyar vállalati szférát vizsgálva azt tapasztalhatjuk, hogy a multinacionális leányvállalatok, egyes tőzsdei cégek, az elemzők és a tanácsadók körében egyre nagyobb ismertségre és elfogadottságra tesz szert a részvényesi érték növelése és az ahhoz kapcsolódó koncepciók. Egyre inkább elfogadott az a nézet, hogy a vállalat elsődleges célja a tulajdonosi érték (a tulajdonosok befektetett tőkéjének értéke) maximalizálása.

A hazai tulajdonú kis- és középvállalatok esetében azonban még évekkel a privatizáció lezajlása után sem mindig egyértelmű a tulajdonosok számára, hogy hogyan kell tulajdonosként viselkedni. A koncepció elterjedésének egyik gátló tényezője tehát a hazai befektetők egy részének tájékozatlansága.

A tulajdonosi értékelmélet hazai elterjedését hátráltathatja továbbá a hatékony tőkepiac hiánya. A részvényesi értékmaximalizálás koncepció ugyanis hatékony tőkepiacok mellett alakult ki, amely visszaigazolja az értékmaximalás érdekében végzett vállalati erőfeszítéseket.

A kutatás kvalitatív részének kérdése az volt, hogy a hazai vállalatok tudják-e és milyen módon képesek alkalmazni a részvényesi érték koncepciójára épülő vezetési módszert, azaz *alkalmazható-e az angolszász területen kidolgozott értékalapú vezetés módszertana Magyarországon?* A kutatás keretében három magyar vállalatnál (Zwack Rt., Wallis Rt., MOL Rt.) készí-

tettem esettanulmányt, melyek az elmúlt időben bevezették az értékközpontú vezetést.

Az értékközpontú vezetés elméletének áttekintése

Az értékközpontú vezetés egy, az egész vállalati működést átható vezetői megközelítés, melynek lényege, hogy minden döntést, minden szinten úgy hajtanak végre, hogy a vállalat értékének maximalizálására koncentráljanak. A módszer magában foglal elemzési technikákat, vezetési eljárásokat és ösztönzőrendszert.

Az értékközpontú vezetés meghatározza azokat a tényezőket, melyek alapvetően befolyásolják a vállalat tulajdonosi értékét. Ezek a vállalat kulcsfontosságú értékteremtő tényezői (más irodalmakban értékalkotók, angolszász terminológiával *value driver*-ek), melyek alapján el lehet jutni azokhoz a vezetői döntésekhez, amelyek meghatározzák a tulajdonosi értéket.

Amennyiben a vállalat értékét diszkontált szabad cash-flow módszerrel határozzuk meg, tehát a „forrásbiztosítók rendelkezésére álló jövőbeli pénzügyi értékek tőkeköltséggel diszkontált jelenértéke”-ként definiáljuk, akkor az értékközpontú vezetés célja az, hogy ennek az értékelési modellnek minden összetevőjét úgy kezeljük, hogy az a lehető legkedvezőbb

hatással legyen a szabad cash flow-ra, így a tulajdonosi értékre is. (Több modell nem cash flow, hanem EVA alapú vállalatértéket használ, amely szintén felbontható ezekre az összetevőkre. Vannak a két módszert kombináló modellek is.)

A szabad cash-flow-t felépítő hét értéktényező:

Értékteremtő tényezők ¹	DCF alapú tulajdonosi érték
1. Az árbevétel növekedési üteme	} éves szabad pénzáramok
2. A működési eredményráta	
3. A fizetett adó	
4. A forgótőke-igény	
5. A tárgyi eszköz-beruházás	
6. WACC ²	} diszkontráta
7. A versenyelőnyök fennállásának időszaka ³	} előrejelzési időszak hossza

Az értékteremtő tényezők összekapcsolhatók a működési, befektetési és finanszírozási döntésekkel, így a módszer a vállalati érték és a menedzseri döntések között kapcsolatot teremt. Az értéktényezők bármelyikében bekövetkező javulás a vállalat értékét közvetlenül növeli.

A vezetésnek olyan eljárásokat kell kialakítani, melyek az értékközpontú szemléletet alkalmazhatóvá teszik a vállalat mindennapi tevékenysége és a döntései során, kiterjedve a vállalat összes döntéshozójára. A VBM adaptálását egy szervezetbe alapvetően öt kulcsfontosságú vezetési tevékenység vezérli:

- a stratégia kialakítása,
- célkijelölés,
- akciótervek/költségtervezés,
- teljesítménymérő/ösztönzési rendszerek,
- kommunikáció.

A vállalatnak vagy üzleti egységnek először a működés vezérfonalát, azaz a *stratégiáját* kell kidolgozni – a vállalati érték maximalizálásának érdekében. Az értékközpontú vezetésnek a stratégia *fejlesztési* folyamatába kell integrálódni, hogy hosszú távon értéket lehessen teremteni. A stratégia a gyakorlatban gyakran kizárólag piacokra, ügyfelekre, termékekre vonatkozik, és nem veszi figyelembe a tőkeköltséget, a kockázatot és a növekedést.

Az elérendő céloknak meg kell felelniük az értékteremtésnek és a vállalat értékteremtő tényezőin kell alapulniuk. Ebben a szakaszban fontos, hogy a vállalat tisztában legyen versenyelőnyeivel, melyek olyan kivételes, egyedi képességeken alapulnak, melyeket a versenytársak nem, vagy csak nehezen tudnak utánozni.

A stratégia meghatározását követő lépés a vállalat *erőforrásainak* (emberi, szellemi, pénzügyi) elosztása. Black et al. alapján ennek egyik eszköze az érzékenységvizsgálat, amely felméri, hogy a hét értéktényezőben bekövetkezett változások milyen valószínűsíthető hatást gyakorolnak a vállalat részvény-árfolyamára. Ez kijelölheti a prioritásokat a vállalatvezetés döntéseinél. Másik eszköze az ún. benchmarking, mely a vállalat jellemzőinek (felépítés, üzleti és funkcionális tevékenységek) összehasonlítása más vállalatokéival (ezek többnyire versenytársak) annak érdekében, hogy a különböző területeken a teljesítménybeli eltéréseket ki-elemezzék.

A tulajdonosi érték növelésére vonatkozó célt le kell fordítani *belső vállalati teljesítménycélokká*. A VBM elve alapján a vállalat értékét, tehát a diszkontált szabad cash flow-t úgy lehet növelni, ha annak elemeiben pozitív változást érnek el. Fontos, hogy a céloknak az üzleti egység kulcsfontosságú értékteremtő tényezőin kell alapulniuk, és mind pénzügyi, mind nem pénzügyi célokat ki kell jelölni. Ezeknek a szervezeti szinteket tekintve összehangoltnak kell lenniük, végül pedig a rövid távú célokat (1–3 év) úgy kell kialakítani, hogy a cég hosszú távú törekvéseit szolgálják (10 év). Ezután meg kell határozni a célok elérésének érdekében a következő 12 hónapban megteendő lépéseket, kialakítani a konkrét akció- és költségterveket.

A hét értéktényezőt azonban nehéz összekapcsolni a vállalat mindennapi tevékenységével. Ennek megkönnyítése érdekében Black et al. mikrotényezőket javasolnak, melyek hatnak a makrotényezőkre (*1. táblázat*). A makrotényezőkben a mikrotényezőkön keresztül lehet javulást elérni.

A VBM kritikus összetevője az értékalapú *teljesítménymérő és ösztönzési rendszer*, melyet a teljesítmény és a célok összevethetősége és az alkalmazottak célhoz kötött ösztönzése érdekében kell a rendszerbe illeszteni. A VBM nagy előnye a többi megközelítéssel szemben az, hogy olyan ösztönzőrendszerrel kombinálható, mely összekapcsolódik magával az értékteremtéssel. A felső vezetők esetében a hosszú távú, közép és operatív vezetők számára a rövid távú teljesítményen alapuló ösztönzést ajánlják.⁴ Az ösztönzést olyan teljesítményhez kell kötni, amelyre az adott személynek ráhatása van. A különböző szinteken dolgozó vezetők teljesítményének értékelésekor figyelembe kell venni a szervezeti felelősségüket és az erőforrások feletti hatáskörüket.

1. táblázat

Lehetséges mikrotényezők

Piac mérete Piaci részesedés Termékmix Értékesítési ár	Árbevétel
Létszám Munkabér Alapanyagár Rezsiköltség Technológia	Működési eredményráta
Adók	Fizetett adók
Készletek forgása (üzemi határidők, állásidők) Vevőforgás Szállítók forgási sebessége Szerződési feltételek	Forgótőke-igény
Berendezések élettartama Pótló beruházások Karbantartás Kihasznátság	Tárgyieszköz beruházás
Saját tőke költsége Idegen tőke költsége Tőkeáttétel (finanszírozási döntések)	Tőkeköltség

Végül a VBM folyamatába a *belső és külső kommunikáció* is beletartozik.

A VBM sikeres bevezetésének egyik kritikus tényezője a *belső kommunikáció* a szervezeti ellenállás leküzdésére. A módszer bevezetése ugyanis az alkalmazottak munkavégzésének megváltozásához, a feladatok összetettebbé válásához vezet. A szervezeti ellenállás személyi, pszichológiai okai többnyire nehezen kezelhetők. Az emberek általában ragaszkodnak a megszokott dolgokhoz, idegenkednek az új értékektől, és félnek a bizonytalanságtól, ami tudatos vagy tudatalatti ellenkezést válthat ki az alkalmazottakból a VBM bevezetése során. A szervezeti és kulturális gátlakat kezelni kell, főként *belső kommunikációs és ösztönző programokkal*.

A *külső kommunikáció*, azaz a befektetők, részvényesek tájékoztatása is szerves része az értékalapú vezetésnek, hiszen, mint előzőekben említettem, a részvényárfolyamok sokszor nem tükrözik a vállalatok valós teljesítményét, amelynek egyik oka, hogy a tulajdonosi érték növelésére tett vállalati erőfeszítések nem kellően bemutatottak a befektetőknek. A befektetők csak akkor tudják meg, hogy a vállalat jól teljesít az értékteremtés terén, ha hatékony a kommunikációs program. A befektetők tájékoztatása végső soron azt a

célt szolgálja, hogy tisztában legyenek a várható növekedéssel, kockázatokkal és hozammal, amikor felbecsülik a vállalat értékét.

**A VBM bevezetésének tanulságai
három hazai vállalatnál**

A kutatás azt vizsgálta, hogy melyek a VBM sikeres bevezetésének kritériumai Magyarországon. A továbbiakban először a kutatás módszerét majd a kutatás eredményeit mutatom be.

A kutatás módszere

A kutatás az elméletet tesztelő és a felderítő kutatás sajátosságait ötvözi – kialakítottam egy elméleti modellt, azonban ezt nem hipotézisszerűen teszteltem, hanem azt vizsgáltam, hogy a modell kulcskérdései mentén lehet-e különbséget tenni a hazai alkalmazások között.

Az adatgyűjtés során felhasználtam a vállalatok által biztosított dokumentumokat, a publikusan elérhető információkat, valamint interjúkat készítettem. A cégek általában elérhetővé tették a tanácsadók által a projekt kapcsán készített elemzések, prezentációk egy részét, valamint olyan *belső anyagokat*, melyek képet nyújtottak a felállított modell egy-egy szeletéről. (Ez nem minden cégnél egyezett meg.) A publikusan elérhető információk között meg kell említeni az internetes honlapokat, az éves jelentéseket és a cégről készített újságcikkeket. Az adatgyűjtés során félig strukturált interjúkat alkalmaztam. Interjúalanyaim között voltak a VBM egykori és jelenlegi kiépítői, koordinálói (az utóbbiak főként *kontroller funkcióban*) és HR szakemberei. Jellemzőek voltak az előre megfogalmazott nyitott kérdések, emellett teret adtam a beszélgető partner számára személyes véleményének megfogalmazására.

**Az alkalmazott elemzési módszer
és a modell bemutatása**

Az interjúkon a három cégnél alapvetően ugyanazokat a kérdéseket tettem fel. A kérdésre adott válaszok értékelésénél azt is vizsgáltam, hogy azok a bevezetési kritériumok, amelyeket Knight (1998) és Bannister – Jesuthasan (1997) alapján állítottam fel, teljesültek-e a hazai vállalatok esetében, és ha igen, ez valóban összhangban volt-e a bevezetés sikerével; azaz érvényesek-e az *angolszász modellek* Magyarországon.

A válaszokat az esettanulmány módszertannak megfelelően dolgoztam fel, miközben felmértem a bevezetés esetleges hasonló jellemzőit, buktatóit, illetve a sikeres alkalmazás feltételeit. A bevezetés tapasztalataira és az alkalmazhatóságra vonatkozó nyitott kérdéseket a *melléklet* tartalmazza.

A következőkben a tesztelt *modellt* mutatom be. Az általam felállított modell szerint az értékközpontú bevezetés kritikus sikertényezői a következők:

Humán tényezők:

1. A *felső vezetés* elkötelezettsége. (A felső vezetés meggyőződéses elkötelezettsége híján sosem lesz sikeres a bevezetés.)
2. A vezetés folyamatának mind a négy összetevője (*tervezés, költségvetés, beszámolás, ösztönzők*) egységesen értékalapú legyen. (Ellenkező esetben előfordulhat, hogy a tervezésnél a befektetésen van a hangsúly, az ösztönzőrendszer pedig éppen a költségek csökkentését motiválja.)
3. Tréning, belső kommunikáció.

Egyéb tényezők:

1. *Időhorizont* (1–4 év bevezetési idővel kell számolni) és a megfelelő folyamatok egymásutánisága (a vállalati kultúra centralizáltságától függően változhat a bevezetés állomásainak sorrendje).
2. Az *információrendszer kiépítettsége* (a vezetők teljesítménye nagymértékben függ attól, hogy döntéseikhez elegendő információ áll rendelkezésre, megtalálható-e az adott információ a szervezetben, és ha igen, hozzáfér-e az adott egyén).
3. *Fejlett tőkepiac* (folyamatosan képet ad a vállalat megítéléséről, valamint biztosítja az értékközpontú vezetés modellezéséhez szükséges adatokat, mint pl. tőkeköltség).

A kvalitatív kutatás eredményei

Az esettanulmány alapjául szóba jöhethő vállalatok a következők voltak: Antenna Hungária Rt., Béres Rt., Matáv Rt., MOL Rt., TVK Rt., Wallis Rt., Zwack Rt. Az Antenna Hungária azért került ki a vizsgálódás köréből, mert egyrészt mintegy 85%-ban állami tulajdonban van, másrészt az értékorientált vezetés elvei még csak minimális mértékben jelennek meg a vállalatnál. A Matáv is hasonlóképp miatt esett ki a fókuszról – működésében ugyan megjelentek már az értékközpontú alapok, de értékközpontú vezetésről ennek a cégnek az esetében sem

beszélhetünk még. A további öt vállalatból a következő elvek szerint választottam ki az eseteket: sikeresség és a vállalat komplexitása. Mindenképpen szerettem volna sikeres és kudarcot vallott projekteket is bemutatni, valamint különböző nagyságú és komplexitású vállalatoknál kívántam megvizsgálni az alkalmazás menetét.

A legsikeresebb projektnek a Wallis Rt.-nél kialakított értékközpontú vezetés modell tekinthető, míg a másik véglet a Zwack Rt., ahol a módszert már nem használják. A két szélső eset közé ékelhető a MOL Rt. VBM projektje, mely hat éve kezdődött el, azóta többször átalakult, de több elemét is használják, illetve folyamatosan továbbfejlesztik a szervezetben. A következőkben a nyitott kérdések struktúrája szerint vizsgálom meg a három vállalat esetét.

Az esetek értékelése

Az esetek kis száma és különböző jellege miatt a kutatás célkitűzése elsősorban nem általános megállapítások megtétele volt, noha a vizsgálatok közös szemléletmódja összehasonlíthatóvá tette az eredményeket és lehetőséget adott az egyedi eseteken túlmutató következtetések levonására. A három cégnél bevezetett értékközpontú vezetés jellemzőit a 2. táblázat foglalja össze.

Az értékalapú megközelítés alapfeltevéseinek vizsgálata a három cégnél

Ez a kérdés alapvetően azt vizsgálta, hogy a vállalatok tulajdonosainak céljai megfelelnek-e az értékalapú koncepciónak, és így támogatták-e a módszer sikerét.

A *tulajdonosi* célok teljesülését vizsgálva a három esetből az a következés vonható le, hogy a klasszikus angolszász tulajdonosi értékszemlélet, mely szerint a vállalat legfőbb érdeke, hogy a befektetett tőkéjének értékét maximalizálja, Magyarországon még nem teljesül korlátlanul. Amennyiben a cég részvényeinek csak kis százaléka forog a tőzsdén (Pl. a Zwack Rt.), a „kisbefektetők” nem tudnak nyomást gyakorolni a cégre, hogy az számukra kedvező stratégiát kövessen, a tranzakciók nagysága ugyanis nem elegendő a befolyásolásra. A Zwack Rt. esetében elvileg kedvező, hogy van egy többségi tulajdonos (Zwack Péter és társa), azonban ez a tulajdonos nem egyetlen személy, hanem egy kétpólusú cég, melyben a két meghatározó fél érdekei nem feltétlenül esnek egybe. A MOL esetében sem érvényesül tökéletesen a klasszikus értékszemlélet, miután a vállalatnak társadalmi célokat is ki kell elégítenie. A nem szabályozott üzletágaknál

azonban nagyon jól megmutatkozik a értéknövelő koncepció követése. A három eset alapján a legkedvezőbb tulajdonosi struktúrának az egy személy által birtokolt többségi tulajdon bizonyult. A Wallis Rt-nél ugyanis a meghatározó tulajdonos első számú érdeke a befektetés értékének maximalása.

A VBM bevezetésének kezdeményezői, és a bevezetés indokai

A projekteket két esetben a felső vezetés, egy esetben a tulajdonos kezdeményezte. A Zwack Rt. esetében akkor hagyták abba a modell használatát, amikor a felső vezetés megváltozott, illetve a tulajdonosnak már nem fűződött érdeke a módszer folytatásához. Az értékközpontú vezetés alkalmazásában a hazai példák szerint is kritikus szerepe van a felső vezetésnek.

2. táblázat

A három eset összefoglalása

	Wallis Rt.	MOL Rt.	Zwack Rt.
Tulajdonosok célja	Értéknövelés	<ul style="list-style-type: none"> Árfolyamnyereség Osztalék Társadalmi igény kielégítése 	<ul style="list-style-type: none"> Osztalék Piaci jelenlét Saját termékek disztribúciója
Projekt kezdeményezője	Felső vezetés	Felső vezetés	Tulajdonos
Projekt célja	Tőzsdei bemutatkozás terve	Tőzsdei jegyzés	Értéktéremtés elemzése
Teamtagok	Tanácsadók és felső vezetők	Tanácsadók és alkalmazottak	Tulajdonos alkalmazottai és funkcionális vezetők
Modell lefedettsége	Tervezés, beszámolás	Tervezés, beszámolás, ösztönzés	Tervezés
Értékcenterek	Összvállalati szint, Leányvállalatok projektek	Összvállalati szint, divíziók projektek	Összvállalati szint, Temékek, Gyárak, kereskedelmi depók
Vezetői szint	Felső vezetők, Cégvezetők, kontollerek	Felső vezetők, Üzletági vezetők, operatív vezetők	Felső vezetők, kontrollerek
Értékfa lebontása	Kiváló	Kérdéses	Közepes
Nehézségek	Szoftverhasználat Formálissá váló jelentési rendszer	Szervezeti kultúra Szervezeti komplexitás Érdekellentét bizonyos mutatóknál	Költségek értékcentrumokhoz rendelése
Sikerek	Irányítási rendszer, megalapozottabb döntések	Szemlélet átalakítása	Költségcsökkentés, Eredmény növelése, Piaci előnyök feltárása
Továbbfejlesztési irány	Ösztönzőrendszer	KPI-k lebontása	Ismételt használatba vétel
Magyarázat:	A jellemző értéke kedvez az értékközpontú vezetés sikerének <input type="checkbox"/> A jellemző befolyása a sikerre átlagos vagy bizonytalan <input type="checkbox"/> A jellemző értéke hátráltatja az módszer sikerét <input type="checkbox"/>		

A projekt beindításának oka között mind a három esetben megtaláljuk a tőzsdei bemutatkozást vagy annak tervét. Eszerint a cégek úgy gondolják, hogy a befektetők szemében fontos szempont, hogy a vállalat követi-e a befektetők céljait, és tesz-e erőfeszítéseket a tulajdonosi érték növelésének érdekében. Éppen ezért találtam elégtelennek a cégek kommunikációját a befektetők irányába, noha a tőkepiac csak akkor jelezhet vissza pozitívan az értékközpontú vezetés adaptálásról, ha egyáltalán tudomást szerez róla, hogy a cég lépéseket tett a vállalat értékének maximalizálására.

A modell kialakítása

Kutatásom következő célja annak vizsgálata volt, hogy a vállalatoknál használt *modell* valóban támogatja-e az értéktéremtést. Azt elemeztem, hogy az angolszász piaci környezetben kidolgozott modellt és ajánlásokat hogyan ültették át a gyakorlatba a hazai gazdasági jellemzők mellett.

A tőkepiac fejletlensége miatt hiányzó adatokat (tőkeköltség, béták) a nemzetközi elemzések alapján becslik.

A vállalati érték kiszámítására mind a három vállalat legalább egy módszert alkalmazott, ez a diszkontált szabad cash flow módszer volt. A vállalati értéket mind a három alkalmazás megkísérelte mikro-tényezőkre lebontani. Ez a legjobban a Wallis Rt-nek sikerült, amely minden üzletágára vonatkozóan megtalálta azokat a tényezőket, melyek a legjobban befolyásolják a vállalati értéket, és számszerűsíteni is tudta hatásukat. A Wallis esetében azonban nehezíti az alkalmazást, hogy az érték jelentős százaléka a távoli jövő jelenre vetített cash-flow-kban testesül meg. A maradványérték képviseli a vállalati érték mintegy 25%-át, az öt éven túli cash flow-kal együtt pedig a 70%-át. Ez azt jelenti, hogy a

modell igen érzékeny azokra a becslésekre, melyek alapján a jövő képét előre jelezték. Egy rövidebb tervezési ciklus talán stabilabb és kedvezőbb lenne. A Zwack Rt. esete speciális volt abban a tekintetben, hogy nem az üzleti egységei voltak a fő értékcenterek, hanem a termékek, a gyárak és a kereskedelmi depók. Ez megnehezítette feladatukat, ugyanis a befektetett tőke hozzárendelése ezekhez az egységekhez nem volt egyszerű feladat. A MOL jól lebontotta a vállalati értéket mikrotényezőkre, de problémás az a megoldás, hogy a balanced scorecard-ban olyan KPI-k is megjelennek, amelyeket nem az értékből vezettek le, hanem nemzetközi benchmarkok alapján határoztak meg. Ezenkívül nem végeztek érzékenységi vizsgálatot arra vonatkozóan, hogy az egyes KPI-k milyen mértékben befolyásolják az értéket, így az értékteremtő tényezők fontossági sorrendje sem ismert.

A bevezetés körülményei

Kutatásom során azt is elemeztem, hogy a bevezetés körülményei kedveztek-e a módszer sikerének.

Ezek közül elsőnek a *bevezető team* összetételét vizsgáltam. Jó gyakorlat, hogy a projektteamek tanácsadókból, felső vezetőkből, és operatív vezetőkből állnak. Ez azonban csak a MOL esetében teljesült, ami segítette a szervezetet abban, hogy az új szemléletre áttérjenek. A Zwack-nál csak a felső vezetés és a funkcionális területek voltak képviselve, a modell éppen ezért nem vált a vállalati kultúra részévé. A Wallis esetében is csak konzultánsi szerepkörben voltak jelen a cégek vezető emberei, de a cég speciális tulajdonosmenedzseri kapcsolata miatt ez nem jelentett problémát a koncepció elfogadásában.

A bevezetés *időtartama* a Zwack és a Wallis esetében megfelelő volt, a MOL-nál azonban túl hosszú nyúlt, és az elfogadást nehezíti, hogy egy szünet után indult csak újra. Mindazonáltal a szervezet nagysága és kulturális beállítottsága miatt lehet, hogy szükség volt arra, hogy az alkalmazottak „megérjenek” a változásra.

Az előzőekhez kapcsolódóan arra a kérdésre is választ kerestem, hogy általában hogyan *viszonyulnak az alkalmazottak* az új szemlélethez. A Wallis esetében nem a szemléletbeli változás elfogadása volt kritikus, hanem a jelentési rendszer formalizálttá válása. A Zwacknál a kontrollerek kezelték a modellt, ezért itt ez a kérdés nem volt releváns (ők elfogadták). A MOL esetében a bevezetés előző hulláma jól megalapozta a

második projektet. Mindhárom cégnél oktatásokat is szerveztek, ami hozzájárult a modell elfogadottságához. A tulajdonosi értékteremtés koncepció nagymértékben elfogadott a Wallisnál, egyre inkább elterjed a MOL-nál is, de a Zwack Rt-nél egyelőre eléggé háttérbe szorult.

A módszer *informatikai támogatottsága* a hazai tapasztalatok szerint is kritikus tényező. A Zwack Rt. modelljét egy egyszerű adatbázis-kezelő szoftver támogatta, amely már a kezdetekben sem volt alkalmas a feladatra; nem járult hozzá a modell beépüléséhez a mindennapi tevékenységbe, illetve pontatlan eredményeket okozott. A Wallis Rt-nél erre a célra egy egyedi alkalmazást telepítettek, amely nemcsak az értéklebontást és a beszámolást segíti, de a leányvállalatok közül is sok használja a mindennapi kontrollingtevékenység során. A MOL Rt. SAP-rendszere szintén jól összefogja a modell elemeit, és operatív szinten is használhatóvá teszi.

Az értékközpontú vállalatirányítás megvalósításának mértéke

Vizsgálódásom következő területe a vezetés *flyamata* volt. A módszer bevezetésének sikere szempontjából a szakirodalom fontosnak tartja, hogy a VBM integráltan épüljön be a stratégiába, azaz értékalapú legyen a stratégiaalkotás, a célkijelölés, a tervezés, a beszámolás, az ösztönzőrendszer, valamint a kommunikáció.

Mindhárom vállalat esetében elmondható, hogy a tervezés értékalapú. A MOL-nál és a Wallis-nál a beszámolás is értékközpontú, és mind a két cégnél megjelent a tulajdonosi értékszemlélet az ösztönzőrendszerek kialakításakor. A Wallis Rt-nél az értékalapú juttatások – a cég sajátosságaiból adódóan is – egyelőre még csak a cégek vezetőinek javadalmazásában jelennek meg. A MOL esetében az látható, hogy egészen az operatív vezetői szintekig jelen vannak értékalapú mutatók az bónuszrendszerben, noha néhány esetben nem egyértelmű, hogy ezek a mutatók pontosan hogyan kapcsolódnak a vállalati értékhez. A Zwack Rt. nem is tervezte a javadalmazási rendszer átalakítását. Úgy látszik, hogy az ösztönzőrendszer átalakítása fontos sarokköve az értékközpontú vezetésnek, azonban az alkalmazottaknak világosan kell látniuk, hogy miért éppen az adott mutatók értéke szerint felelnek. A MOL munkatársai általában nem látták át, hogy mi a szerepe az adott KPI-nek a vállalati

érték alakulásában, ami hátráltathatja a módszer sikerét. Általános jellemzőnek tekinthető, hogy az értékteremtési modell összefüggéseivel elsősorban a vezetőség van tisztában, de ez egy komplex szervezetben különösen hatványozott probléma.

Kommunikáció a részvényesek felé

A kommunikációval kapcsolatban a két tőzsdei cégre az jellemző, hogy nem használták ki kellően azt a lehetőséget, hogy a részvényesek felé kommunikálják a tulajdonosi érték növelése érdekében tett erőfeszítéseiket, így a részvényárfolyamban sem tudták kellőképpen realizálni az ebből kinyerhető pozitív ítéletet. A Wallis esetében a – nem tőzsdei – tulajdonos jól informált, és a cég szakmai konferenciákon is igyekszik tudatosítani a szakmai közéletben az elért eredményeket.

A modell alkalmazásának utóélete és sikere

A modell bevezetése mindegyik vállalat esetében pozitív változásokat hozott. Még a Zwack Rt.-nél is, ahol azóta felhagytak a modell használatával, jelentős megtakarításokat értek el a modell által feltárt problémák megoldásában, és jobban tudták termékeiket pozícionálni a piacon. A másik két vállalatnál a siker nem mérhető kézzelfoghatóan – a Wallis esetében azért, mert a vállalat gyorsan növekszik egyébként is, a MOL-nál meg egyrészt a gyakori átszervezések miatt időben nem összehasonlíthatóak az adatok, összvállalati szinten pedig a szabályozott üzlet negatív EVÁ-ja torzít(hat)ja az eredményeket. Azonban ebben az esetben is tapasztalhatóak olyan kvalitatív sikerek, mint a szemléletmód megváltozása. A modell bevezetését egyébként mindhárom cégnél sikeresnek értékelték, és elégedettek voltak vele.

Összefoglalásképpen elmondható, hogy fejletlen tőkepiacon is van relevanciája a tulajdonosi érték koncepció követésének, az értékközpontú vezetésnek. Az ehhez szükséges kritikus tényezőket a három magyarországi alkalmazás alapján a következőkben foglalom össze (az eredeti modell alapján, a tapasztalatok szerint kiegészítve):

Humán tényezők:

- tulajdonosi nyomás (akár a tőkepiac, akár a többségi tulajdonos részéről), tulajdonos szakértelme,
- a felső vezetés elkötelezettsége, szakértelme,
- tréning, belső kommunikáció.

Egyéb tényezők:

- az értékszemlélet beépülése a vezetés folyamatába (tervezés, költségvetés, beszámolás, ösztönzők),
- azoknak a tényezőknek a megtalálása, melyek erős korrelációt mutat a tulajdonosi értékkel,
- az értékközpontú vezetés informatikai támogatottsága, különös tekintettel arra, hogy a vezetők döntéseikhez elegendő információhoz jussanak, valamint egy rendszer kezelje a vezetés összes folyamatát.

A modellbe tehát bekerült a tulajdonosi nyomás tényezője, miután a hazai vállalati kör tulajdonosai nem feltétlenül a klasszikus, angolszász értelemben vett befektetőként viselkednek, ami hátráltathatja a projekt sikerét. Szintén bekerült a tényezők közé az informatikai támogatottság, mely kritikus tényezőnek bizonyult a három hazai alkalmazásnál. Az eredeti modell tényezői közül elvettem a fejlett tőkepiac tényezőjét. A tapasztalat szerint kevésbé fejlett tőkepiacon is releváns és működőképes a koncepció. Ugyanis ez a módszer nemcsak akkor működik, ha a tőkepiac folyamatosan képet ad a vállalat megítéléséről, ezen kívül az értékközpontú vezetés modellezéséhez szükséges adatok (pl. tőkeköltség) is jól becsülhetők akár a CAP Modell változatával, akár a felépítéssel módszerrel.

Melléklet

Az interjúk kérdései:

1. *Igazak-e az értékalapú megközelítés alapfeltevései a vizsgált cégeknél?*

Mi a tulajdonosok célja? Az érték maximalizálása? Milyen egyéb célokat követnek? Amennyiben a tulajdonosok célja az érték maximalizálása, hogyan tudják befolyásolni a menedzsmentet ennek a célnak a követésére?

2. *Kik kezdeményezték a VBM bevezetését, és milyen okból?*

3. *Hogyan alakult ki a modell?*

Kik és hogyan állították össze a modellt? Hogyan választották ki a tanácsadó céget? Hogyan határozzák meg a megtérülési célt?

Milyen makro- és mikrotényezőkre bontották le a modellt? Mik a value driverek? Mennyire jól becsülhető az egyes value driverek hatása a vállalat értékére?

Milyen mutatókat alkalmaz? Milyen gyakorisággal számolják/mérik a mutatókat? Mekkora a modell információigénye?

Hogyan határozzák meg a tőkeköltséget? Mik ennek a nehézségei?

4. *Bevezetés körülményei:*

Mennyi ideig tartott a bevezetés?

Hogyan zajlott? Melyek voltak a fő nehézségek? Ezeket hogyan oldották meg?

Milyen akciókat szerveztek az elfogadottság növelésére? Milyen a módszer elfogadottsága operatív szinten?

5. *Az értékközpontú vállalatirányítás megvalósításának mértéke*

Milyen területeket fed le a modell? (tervezés, beszámolás, ösztönzők)

Milyen tervezési és döntéshozatali szinten használják? (Stratégiai, üzleti, operatív) Milyen vállalati szinten használják? (teljes vállalat, üzleti egység, projekt stb) Működnek-e a mikrotényezők az operatív szinten?

Milyen szinten van a modellhez kapcsolva az ösztönzőrendszer?

6. *Kommunikáció*

Hogyan kommunikálták a modellt a részvényesek és a sajtó felé?

7. *A modell utóélete*

Mit változtattak az eredeti modellen?

A vállalati vezetés mely rétege használja jelenleg a módszert, milyen célra? Amennyiben nem használják, ennek mi az oka?

8. *Milyen sikerrel alkalmazták a modellt?*

Milyen előnyöket hozott a módszer a vállalati működésben?

Nőtt-e a vállalati jövedelem, csökkentek-e a költségek, nőtt-e a részvényárfolyam (kvantitatív-objektív)?

Mi a véleményük a módszer bevezetéséről, elégedettek-e vele (szubjektív-kvalitatív)?

Felhasznált irodalom

- Armitage, Howard M. – Jog, Vijay M. (1999): Creating & measuring Shareholder Value. in: Ivey Business Journal, 7-8, Vol 63. I
- Babbie, E. (1995): A társadalomtudományi kutatás gyakorlata. Balassi, Budapest
- Benbasat, I. – Goldstein, D. K. – Mead, M. (1987): The Case Research Strategy in Studies of Information Research. in: MIS Quarterly, September, o. 369-386.
- Black – Wright – Bachman (1997): In Search of Shareholder Value. Prentice Hall
- Boston Consulting Group (1995): Shareholder Value Metrics, Shareholder Value Management. The Boston Consulting Group Inc.
- Copeland, T – Koller, T. – Murrin, J. (1999): Vállalatértékelés. Panem Könyvkiadó Kft. – John Wiley and Sons, Inc.
- Eisenhardt, K. M. (1989): Building theories from case study research. in: Academy of Management Review, 14. pp. 532-550.
- Fera, Nick (1997): Using Shareholder Value to Evaluate Strategic Choices. in: Management Accounting, november, o. 47-51.
- Godó Viktória (2002): Az értékközpontú vállalatirányítás magyarországi gyakorlata. Szakdolgozat, BKÁE
- Knight, James A. (1998): Value Based Management. McGraw – HillRappaport, Alfred (1986): Creating Shareholder Value. Simon & Shuster
- Rappaport, Alfred (2002): A tulajdonosi érték. Alinea kiadó, Budapest
- Stewart, G. Benett (1991): The Quest for Value – A Guide for Senior Managers. Harper Collins Publishers

Lábjegyzetek

- ¹ Rappaport (1986), p. 55.
- ² A kockázatot és inflációt is figyelembe vevő súlyozott átlagos tőkeköltség.
- ³ Más irodalmakban: értékteremtés periódusa.
- ⁴ Black, p. 119.