

## ELŐSZÓ

A tulajdonosi érték című könyv 1986-os első megjelenése óta sok minden történt a tulajdonosiérték-szemlélet terén. Az alulteljesítő vállalatok vezetőit az 1990-es évektől már nem az ellenséges felvásárlók kísérik figyelemmel, mint ahogyan az az 1980-as években történt, hanem egyre inkább az aktív szerepet vállaló intézményi befektetők. Akkoriban jóval kevésbé volt ismert a tulajdonosi érték fogalma, és a vállalatirányításban betöltött jelentőségéhez is sokkal több szkepticizmus társult; most – ezzel éppen ellentétben – a vállalatok igazgatóságai és vezérigazgatói szinte egy emberként karolják fel a tulajdonosi érték maximalizálásának gondolatát. Ez a gondolat mára ugyan már „politikailag korrektté” vált, ugyanakkor gyakorlati alkalmazása nem mindig valósul meg teljes egészében.

Az 1990-es évek előtt a tulajdonosi értéket elsősorban a beruházások értékelésére és felvásárlások árazására használták a diszkontált pénzáramlási modellek segítségével. Ma már a vállalatok a tulajdonosiérték-alapú mutatókat beépítik a tervezésbe és az üzleti tevékenységek átfogó teljesítményértékelésébe. Ami nem változott, az maga az alapvető tulajdonosiérték-modell: ez végső soron továbbra is azt tükrözi, hogy egy piacgazdaságban a racionális szereplők hogyan becsülik meg egy eszköz értékét – azaz a jövőben várható készpénzáramlásoknak a kockázattal módosított nagyságát.

## A KÖNYV ÁTTEKINTÉSE

A könyvben bemutatjuk a tulajdonosiérték-megközelítés főbb alkalmazási lehetőségeit a tervezés és a teljesítményértékelés területén. Nemcsak a tulajdonosiérték-szemléletet alátámasztó logikát tárjuk az olvasó elé, hanem azokat az eszközöket is, amelyek ahhoz szükségesek, hogy a szemléletet az üzleti teljesítménymérés standardjaként használhassuk. A tulajdonosiérték-megközelítés egyaránt használható nyilvános és zártkörű társaságok, üzleti egységek, stratégiák és termékvonalak elemzésére. A könyv egészében a működési és a pénzügyi elemzések integrált kezelésére törekszünk. A versenystratégia és a tulajdonosiérték-elemzés közti közvetlen kapcsolatot azzal demonstráljuk, hogy az üzleti stratégiákat „lefordítjuk” az általuk teremtett pénzmennyiségre. A legbiztatóbb jel az, hogy az itt bemutatott alkalmazásokat egyre több vállalat vezet be, s használta sikerrel az Egyesült Államokban és a világ más jelentős gazdaságaiban.

Az első fejezet azt mutatja be, hogy milyen alapvető logika indokolja a tulajdonosiérték-szemlélet használatát a vállalatvezetésben. Vizsgáljuk a vezetők és a tulajdonosok – néha egymással ellentétes – célrendszerét. Kritikusan tekintünk azokra az érvekre, amelyek mellett szólnak, hogy a vállalatok a tulajdonosi hozamok alárendelésével váljanak társadalmilag felelősebbé. A fejezetben arról is szó esik, hogy az egyes érintettek – főként a vevők, az alkalmazottak és a tulajdonosok – között húzódozó elmentéket hogyan lehet megfelelően feloldani.

A második fejezet a számviteli mutatók hiányosságaival foglalkozik. Olyan mutatókról esik itt szó, mint például az egy részvényre jutó hozam (EPS), a befektetésárányos nyereség (ROI) és a sajáttőke-arányos nyereség (ROE). Az EPS növekedése például nemcsak a tulajdonosi értéknek, hanem még a tőzsdei társaságok piaci értékének a változását is megbízhatatlanul jelzi. A számviteli mutatók nem képesek pontosan mérni a vállalatok gazdasági értékének a változását, mivel a vállalatok többféle számviteli módszert is használhatnak, a befektetéseket nem veszik teljeskörűen figyelembe, s nem kezelik a pénz időértékét és a kockázatot sem.

A harmadik fejezet bevezetést nyújt a tulajdonosiérték-megközelítéshez. Ennek keretében bemutatjuk a tulajdonosi érték, illetve a hozzáadott tulajdonosi érték (SVA) becslésének módját. Egy olyan új fogalmat is bevezetünk, amely az értékteremtési elemzések során különösen hasznos: a küszöbhozam azzal a minimális működési eredményhánnyal egyenlő, amely a tulajdonosi érték szinten tartásához szükséges.

A negyedik fejezet a stratégiaalkotás folyamatát tekinti át, illetve annak kapcsolódását a tulajdonosiérték-szemlélethez: ez vezet majd az üzleti stratégiák értékeléséhez. A stratégiaalkotási folyamat során felméri az iparág vonzerejét, az iparágon belül elfoglalt vállalati versenypozíciót és a vállalat versenylőnyeiének forrásait. Ezek a tényezők jelentik az alapját azoknak a pénzáramlásbecsléseknek, amelyek az egyes stratégiai alternatívák értékeléséhez szükségesek. Ezek után azt mutatjuk be, hogy a versenylőny elérése és a tulajdonosi érték teremtése egymással megegyező célkitűzések.

Az ötödik fejezet az előző fejezetben kidolgozott elvekre épít. Három esettanulmány segítségével bemutatjuk, hogy hogyan használható a tulajdonosiérték-megközelítés a versengő stratégiai alternatívák közötti választáshoz. Az első esetben két alternatív kiskereskedelmi stratégia viszonylagos vonzerejét értékeljük. A második eset azt illusztrálja, hogy a vállalaton belüli szinergiák kihasználásával hogyan lehet értéket teremteni. Végül az utolsó eset azt mutatja be, hogy a tulajdonosiérték-megközelítés segítségével hogyan lehet megállapítani az optimális befektetési szintet egy új üzleti vállalkozás esetében. A fejezet a részvény-visszavásárlásokról szóló döntések részletes elemzésével zárul.

Az eddigi fejezetekben a vezetők előrejelzései szolgáltak az értékebecslés alapjául. A hatodik fejezet – ezzel ellentétben – arra a kérdésre koncentrálnak, hogy mit árul el számunkra a részvényárfolyam a vállalat jövőbeli teljesítményét illető piaci várakozásokról. Az elemzés bemutatja: ha egy vállalat tulajdonosi értéket teremt azáltal, hogy befektetéseivel a tőkekölségnél magasabb hozamot ér el, a tulajdonosok által elért hozam még nem feltétlenül haladja meg a tőkekölséget. A tulajdonosi hozamok nemcsak a vállalat tényleges teljesítményétől függenek, hanem azoktól a – teljesítménnyel kapcsolatos – várakozásoktól is, amelyek az aktuális részvényárfolyamba már beépültek. A fejezet elmagyarázza és példával is alátámasztja a „vállalati” és a „tulajdonosi” hozamok közötti különbséget. A vállalati hozam azt a hozamot jelenti, amelyet a vállalat ér el a reáleszközökbe történő beruházásaival, míg a tulajdonosi hozam azt a – tulajdonosok számára realizálódó – hozamot jelenti, amelyet ők a vállalati részvényekbe történő befektetéssel érhetnek el.

A hetedik fejezet a jelenleg használatos teljesítményértékelési rendszerek és vezetői javadalmazási programok néhány nagyobb hiányosságát veszi számba. Három kérdést tesz fel a vezérigazgatók és más felső szintű vezetők, illetve az operatív vezetők esetében: Milyen *mutatóval* mérhető legjobban a teljesítmény? Mi a teljesítmény megfelelő megcélzott *szintje*? Hogyan kell a *javadalmazást* a teljesítményhez kapcsolni?

A nyolcadik fejezet egy átfogó elemzési keretet mutat be a felvásárlások és összeolvadások értékteremtő lehetőségeinek értékelésére. Gondosan megkülönböztetjük egymástól a felvásárlás által teremtett értéket és a felvásárló vállalat tulajdonosai számára teremtett értéket. Részleteiben is vizsgáljuk, hogy mi okozza a felvásárló vállalatok sorozatosan jelentkező kiábrándító eredményeit. Bemutatunk egy hasznos elemzési módszert is, amellyel minimalizálható az üzletileg nem vonzó vállalatok felvásárlásának, illetve annak az esélye, hogy egy vállalat egy egyébként vonzó célpont megszerzéséért túlságosan sokat fizessen. A felvásárlások és összeolvadások tulajdonosiérték-szemléletben történő elemzését azzal a tranzakcióval illusztráljuk, amely során a Gillette felvásárolta a Duracell Internationalt.

A kilencedik fejezet azt tárgyalja, hogy a tulajdonosiérték-szemléletet hogyan lehet sikeresen bevezetni és alkalmazni a szervezet egészében. A fejezet középpontjában a sikeres alkalmazáshoz nélkülözhetetlen kulcselemek állnak: széles körű egyetértés a változás szükségességét illetően, az alkalmazási folyamat részletes terveinek kidolgozása, illetve a változások tartósságát biztosító tulajdonosiérték-infrastruktúra kialakítása.

Miután az első kilenc fejezetben ismertettük a tulajdonosiérték-szemlélet használatát alátámasztó logikát, illetve az alkalmazás követendő módját, a tizedik fejezet arra tér rá, hogy a tulajdonosok hogyan követhetik nyomon a vállalatok teljesítményét. A befektetők – csakúgy, mint a vállalati vezetők – különösen hasznosnak találják majd az e fejezetben bemutatott eszközöket, a piaci várakozások elemzését. Mindent egybevetve, a részvénybefektetés alapvetően a várakozásokkal kapcsolatos játék. Csak azok a befektetők érhetnek el az átlagosnál magasabb hozamot, akik még azelőtt előre jelzik a vállalat javuló kilátásait, mielőtt az beépülne a részvényárfolyamba. A sikeres befektetők nemcsak a jó vállalatok, hanem a jó részvények után is kutatnak.

## MI VÁLTOZOTT A MÁSODIK KIADÁSBAN?

A tulajdonosi érték első kiadását ismerő olvasók azt vehetik majd észre, hogy a második kiadásban új részek és jelentős változtatások is megjelentek. Az első fejezetet újraírtam, mivel a tulajdonosi érték használatát alátámasztó logika érvényességét újra meg kellett vizsgálni az elmúlt évtizedben végrehajtott – és a tulajdonosiérték-alapú döntéshozatalhoz kapcsolt – átszervezések és létszámleépítések miatt. Az olvasók új és részletes elemzést találhatnak itt két iskoláról is: egyik a „vállalatok társadalmi felelősségét” hangsúlyozza, míg a másik „az összes érintettek érdekei között megteremtendő egyensúly” fontosságára hivatkozik.

A számviteli mutatók alapvető hiányosságai továbbra is fennállnak, ha azokat a vállalat gazdasági értékének változását jelző mutatóként használjuk. Ahogyan az a második fejezetben is hangsúlyt kap, a számviteli módszerek jelentős változásai, a milliárdos részvény-visszavásárlási akciók és – talán legerősebben mind közül – az ipari vállalatok tudásalapú vállalatokká válása együttes „erejüknel” fogva tovább csökkentik a számviteli adatok gazdasági elemzésekben való használhatóságát. A tulajdonosi érték, illetve a hozzáadott tulajdonosi érték (SVA) meghatározásának a folyamata változatlan maradt. A maradványérték (azaz az előrejelzési időszak végi vállalatérték) számírási módjára vonatkozó számos kérdés eredményeképpen a harmadik fejezetben helyett kapott a két legszélesebb körben használt módszer – az örökjáradék-, illetve az inflációs örökjáradék-módszer – részletes összehasonlítása is. Ennek kapcsán három kérdésre adunk választ: Alapfeltevéseiket illetően milyen lényegi különbségek vannak a két módszer között? Mennyire jelentős eltérések adódhatnak az értékelésben? A kettő közül melyik módszer használata az ésszerűbb?

A negyedik fejezetben két új rész is megjelent: ezek a „Versenyelőny és tulajdonosi érték”, illetve a „Stratégiai »bestsellerek«” címet viselik. Az első azt magyarázza meg, hogy miért kell a vezetőknek a versenyelőnyt és a tulajdonosi értéket egymással meg egyező – és nem ellentétben lévő – célkitűzésnek tekinteni. A második új részben röviden áttekintjük a legutóbbi idők „legkelendőbb” stratégiai elemzési kereteit. Ezek egy-egy olyan stratégiai megközelítést ajánlanak, amelynek segítségével meghatároz-

ható a kívánatos versenypozíció elérésének módja – a hiányzó láncszemet viszont annak bebizonyítása jelenti, hogy ezek a kívánatos versenypozíciók ténylegesen pozitív hatást gyakorolnak a tulajdonosi érték nagyságára.

Az ötödik fejezet is kiegészült egy új részzel: „Tereptenek-e értéket a részvény-visszavásárlások?” A részvények visszavásárlásával kapcsolatos döntések kihívásokkal teli és sokat vitatott kérdésnek bizonyulnak sok vállalat számára. A visszavásárlások mellett felhozott főbb érvek áttekintése után azt vizsgáljuk, hogy ez a fajta tranzakció milyen helyzetben teremt több értéket az osztalékfizetésnél, illetve mikor lehet preferált az üzleti tevékenységbe történő befektetéssel szemben. A hatodik fejezetben átdolgozásra kerültek a részvénypiaci várakozások elemzését bemutató példák, így azok most a korábbinál érthetőbbé teszik az elemzés folyamatát.

A hetedik, a teljesítményértékelésről és a felső vezetők javadalmazásáról szóló fejezet teljes egészében új. A tulajdonosi érték változását mérni szándékozó teljesítményértékelési modellek és a felső vezetők számára biztosított részvényopciók az utóbbi időben nagy népszerűsége miatt – ezeket értékeljük, illetve összehasonlítjuk a tulajdonosi érték e könyvben kifejtett keretrendszerével. Ahogyan azt már sok olvasóm tudja – vagy felfedezi ebből a fejezetből –, nem könnyű feladat összekötni a rövid távú teljesítményértékelést és a felső vezetők javadalmazását a vállalat hosszú távú értékével. Néhány vállalat esetében éppen ez a probléma jelentette a tulajdonosiérték-szemlélet alkalmazásának Achilles-sarkát.

A nyolcadik fejezet új részzel egészült ki, amelynek kérdése: „Tereptenek-e értéket az összeolvadások a felvásárló vállalat számára?” Ebben a részben bemutatjuk, hogy a még elfogadható maximális felvásárlási ár hogyan határozható meg a piaci várakozások elemzésével. A Gillette felvásárolta a Duracell Internationalt – a tranzakcióról készült esettanulmány a felvásárlások és összeolvadások tulajdonosiérték-szemléletű elemzését tárja elénk. A fejezet végén a „Felvásárlási célpontoknak szóló jó tanácsok” című rész azt a kérdést teszi fel, hogy mikor kell egy célvállalatnak elfogadnia a felvásárló által felajánlott prémiumát.

A kilencedik és a tizedik fejezet – amelyek „A tulajdonosiérték-szemlélet alkalmazása”, illetve „A Shareholder Scoreboard” címet viselik – szintén újak az átdolgozott és korszerűsített kiadásban.

## **KINEK HASZNOS EZ A KÖNYV?**

A könyv széles olvasóközönséget céloz meg. Mind az operatív, tervezési vagy pénzügyi felelősséggel tartozó, értékteremtő üzleti stratégiákat kialakítani kívánó vezetők, mind pedig az egyes vállalatok és iparágak gazdasági vonzerejét jobban megérteni szándékozó értékpapír-piaci elemzők hasznát látják a gyakorlati és bizonyítottan kipróbált alkalmazásoknak. A feldolgozott anyag hasznos alapot nyújt a vezetési tanácsadók, a befektetési bankárok, a kereskedelmi bankárok, a könyvvizsgálók és más olyan

személyek vagy szervezetek számára, akik szakértői szolgáltatásokat nyújtanak az értékteremtés iránt elkötelezett vállalatoknak. A könyvből szintén profitálhatnak az üzleti iskolák hallgatói és mindazok, akiknek egy olyan felfrissítő jellegű kurzusra van szükségük, amely a stratégiai tervezési módszereket megalapozott és széles körben használt értékelési technikákkal integrálja.

## KÖSZÖNETNYILVÁNÍTÁS

Továbbra is szeretném kifejezni nagybecsülésemet az első kiadásban is említett személyek felé, akik sok hasznos gondolattal járultak hozzá a könyvhöz. Most azt a néhány embert szeretném megemlíteni, akit a második kiadáshoz nyújtott segítségéért illet köszönet. Michael Allman, Stuart Jackson, Marc Kozin és Thomas Nodine – ők valamennyien a LEK/Alcar Consulting Group munkatársai – rendkívül értékes megjegyzéseket és javaslatokat fűztek a könyvhöz. Robert Agate, Charles E. Fiero (MLR Publishers), Arthur Raviv professzor (Northwestern University), Robert S. Roath, Colin Smith (LEK-Australia) és J. Randall Woolridge (Pennsylvania State University) jó megfigyeléseikkel voltak segítségemre. George S. Priniski, Jr. és Myra B. Wagner – Laura M. Zimmerman hathatós közreműködésével – véleményezték a kéziratot, valamint rengeteget segítettek az új kiadás felújított eseteinek elkészítésében is. Szeretném megragadni ezt a lehetőséget arra is, hogy köszönetet mondjak Cristopher Kenneynek, a LEK/Alcar Consulting Group elnökhelyettesének a tulajdonosiérték-szemlélet alkalmazásáról szóló kilencedik fejezet kidolgozásáért, illetve Christine Lawleynak a szerkesztési munkálatok során nyújtott segítségéért. Végül köszönettel tartozom fiaimnak, Nortnak és Mitchnek, akik a kézirat korai változataihoz fűztek értékes megjegyzéseket.

Huszonnyolc éven át a J. L. Kellogg Graduate School of Management (Northwestern University) oktatói karának tagjaként mindig is élvezhettem az előnyeit annak, hogy egy rendkívüli módon ösztönző kutatói és tanári környezet vesz körül. Kapcsolatom az Alcar Group-pal – melynek Carl M. Noble, Jr. mellett társalapítója voltam 1979-ben – felbecsülhetetlen értékű volt: itt tanultuk meg azt, hogy hogyan lehet a tulajdonosiérték-megközelítést az elméleti szintről szervezeti valósággá tenni. 1993-ban az Alcar Group tanácsadási és oktatási tevékenysége a LEK/Alcar Consulting Group, LLC részévé vált. A vállalathoz fűződő kapcsolatomból azóta is igen sokat profitáltam. Köszönettel tartozom a cégnek azokért az erőforrásokért, amelyek nélkülözhetetlenek voltak az új esetek és más anyagrészek megírásában. Különösen hálás vagyok Marc Kozin ügyvezetőnek és Leon Schornak, akik a könyv új kiadása során mindig segítőkészek és lelkesek voltak.

Még egyszer sok köszönet illeti Robert Wallace-t, szerkesztőtmet a Free Pressnél – eredetileg ő győzött meg arról, hogy elkészítsem „a könyvet”. Köszönet illeti még Julie Blacket és Celia Knightot is, akiknek nagy részük volt a második kiadás időben történő megjelenésében.