

# TULAJDONOSI ÉRTÉKMAXIMALIZÁLÁS VERSUS ÉRINTETT ELMÉLET MENEZSMENT IRODALMAKBAN MEGJELENT MEGKÖZELÍTÉSEI

## MAXIMALIZATION SHAREHOLDER VALUE VERSUS STAKEHOLDER APPROACH IN RELEVANT MANAGEMENT LITERATURE

**KISS ANITA tanársegéd**

Debreceni Egyetem, Gazdaságtudományi Kar, Számviteli és Pénzügyi Intézet

### **Abstract**

The study identifies two approaches in firm valuation published in relevant management literature. One of them is the shareholder value maximization which is applied in countries with characteristics of Anglo-Saxon financial system. The other one is the stakeholder theory treated as a criticism to the first one in the related literature, is mainly used in countries with characteristics of continental financial system. The analysis is based on the connection that corporate value creation and thus the fundamental goal of the firm differs according to the two approaches. The main objective of this article is to describe the theoretical and practical features of this two models, and to identify the differences and also to reveal the main reasons for the differences.

### **1. A tulajdonosi értékmaximalizálás vállalatelméleti háttere**

Az 1980-as évektől kezdve a részvényesi érték ideológiája uralkodó vállalatirányítási vezérelvvé vált az USA és Nagy-Britannia vállalatai körében. Az 1990-es évek végén az európai országok, úgymint Németország, Franciaország és Svédország vállalatirányítási vitáiba is bekerült a részvényesi érték megközelítés. 1999-ben pedig a részvényesi érték maximalizálása mellett szóló indokok Japánban is nagy figyelmet kaptak. 1999-ben az OECD kiadott egy dokumentumot, Az OECD vállalatirányítási alapelvei címmel, amely azt hangsúlyozta, hogy a vállalatot elsődlegesen a részvényesek érdekei szerint kell irányítani. (Lazonick–O’Sullivan 2000)

A tulajdonosi értékmaximalizálás, mint vállalatirányítási alapelv uralkodóvá válásában több tényező is szerepet játszott. Meghatározó volt az USA-ban működő hatalmas konglomerátumok gyengülő teljesítménye, a felsővezetők önérdékkövető magatartása, ami a részvényesek érdekeivel való ellentmondáshoz vezetett, az új vállalati szemléletmód megjelenése, a pénzügyi szektor kedvező irányú átalakulása, deregulációja, és az intézményi befektetők térnyerése. (Lazonick–O’Sullivan 2000)

A részvényesi értékmaximalizálás vállalatelméleti háttere a klasszikus közgazdaságtanig nyúlik vissza. Adam Smith láthatatlan kéz elképzelése szerint a piacon zajló folyamatokba szükségtelen beavatkozni, mert az egy önszabályozó mechanizmus, a láthatatlan kéz vezetésével működik, mégpedig úgy, hogy minden szereplő a saját előnyét tartja szem előtt, és nem a társadalomét. Viszont a szereplők saját előnyének mérlegelése természet-szerűen, sőt szükségképpen tökéjének olyan használatára fogja őt vezetni, mely a társadalom számára is a legelőnyösebb lesz. Abban az esetben tehát, ha az egyén a saját önérdékének megfelelően cselekszik, gyakran a társadalomét is eredményesebben mozdítja elő,

mintha éppen az lett volna a célja, így érhető el a legnagyobb társadalmi hatékonyság is. (Smith 2011:486-489)

A neoklasszikus közgazdaságtan vállalatokról szóló elmélete sokáig egyeduralkodó volt a közgazdaságtanban. A standard mikroökonómiában a vállalat jogi egység, a tulajdonos és a menedzser személye nem válik külön, a tulajdonosi és az irányítási funkció egy döntéshozó személyben egyesül. A vállalatra fekete dobozként tekintenek, vagyis a belsejében zajló folyamatokat nem vizsgálják. Az erőforrások az egyik oldalon bekerülnek a fekete dobozba, a másik oldalon a termékek és a szolgáltatások kikerülnek. A vállalat egyetlen célja a profit maximalizálása, ami a piacon, mint a koordináció megvalósulásának egyik módjaként ismert intézményen keresztül, az ármechanizmus segítségével zajlik. (Chikán 2005:64-65)

A következő mérföldkö Coase (1937) munkája volt, akinek tanulmánya a szerződéses vállalatelméletek alapjának tekinthető. Coase (1937) szerint a neoklasszikus vállalatelméletben egyedüli koordinációs mechanizmusként azonosított ármechanizmus kiegészítésre szorul, mert az egyedülként nem elégséges a döntéshozatal megvalósításához. Coase (1937) volt az első, aki logikus választ adott arra, hogy miért van szükség a vállalatokra. Arra vonatkozó érve, hogy miért érdemes vállalatot alapítani az volt, hogy az ármechanizmus használatának költségei vannak, amely költségek a releváns árak felderítéséből és az egyedi szerződések megkötéséből származnak. Ezek a költségek a vállalatok esetében is felmerülnek, de kisebb mértékben, ezért a vállalat, mint szervezet a koordinációból addig veszi át a piac szerepét, amíg a szervezeten belüli szerződések költsége kisebb a piaci szerződések költségénél.

A tulajdonosi értékszemplélet kibontakozására, a későbbiekben nagy hatással voltak az ötvenes, hatvanas években a vállalati pénzügyek területén megjelenő tanulmányok, amelyek az elmélet pénzügyi alapjául szolgáltak. Mint például, Markowitz (1952) portfólióelmélete, Modigliani és Miller (1958; 1961; 1963) tőkeszerkezetről és osztalékpolitikáról szóló elmélete, Sharpe (1964) és Lintner (1965) tőkepiaci árfolyamok modellje.

Markowitz (1952) a portfólió diverzifikációval foglalkozott, és azt vizsgálta, hogyan csökkentheti a befektető portfóliója hozamának szórását olyan részvények kiválasztásával, amelyek nem mozognak teljesen együtt a portfólió hozamával. Kidolgozta a portfóliók kialakításának alapelveit. (Bodie-Kane-Marcus 2005:266-272)

Modigliani és Miller 1958-as írásukban arra a következtetésre jutottak, hogy tőkeletes tőkepiacon a finanszírozási döntéseknek nincs jelentősége, a tőkeszerkezet változásai ugyanis nem módosítják a vállalat értékét. Modigliani-Miller I. tétele szerint bármely vállalat piaci értéke független tőkéjének forrás szerinti összetételétől, továbbá a tőkeköltség nagysága a hitelaránytól függetlenül megegyezik a kizárólag saját tőkével finanszírozott, azonos kockázati osztályba tartozó vállalatok hozamainak tőkésítési rátájával. (Modigliani – Miller 1958:268-269)

Modigliani-Miller II. tétele szerint, ami az I. tételből következik, egy áttételes vállalat részvényének várható hozama az ugyanazon kockázati osztályba tartozó, idegen forrás nélkül gazdálkodó vállalat tőkésítési rátájának a pénzügyi kockázattal összefüggő prémiummal növelt értékével egyezik meg. A kockázati prémium egyenlő a kötvény-részvény arányának és az áttétel nélküli vállalat saját tőke költsége és idegen tőke költsége különbségének a szorzatával. (Modigliani–Miller 1958:271)

Modigliani és Miller (1958) tételei szerint a cég értéke eszközoldalról, azaz a működésből származik. Véleményük szerint a cég finanszírozási szerkezete nem befolyásolja a működési pénzáramlás jelenértékét, valamint a részvények után várható hozam növekszik az áttétel növekedésével, ami a kockázat növekedését is jelenti egyszerre. A kockázat nö-

vekedése pedig arányos a várható hozam növekedésével, vagyis a részvényesek kockázata olyan mértékben emelkedik, amit a részvények után elvárt hozam növekedése ellensúlyoz.

Modigliani és Miller 1963-ban megjelent cikkükben javítják az eredetileg megfogalmazott tételeiket, a modelljükbe beépítik a vállalati adót, mert a kölcsöntőkével történő finanszírozás adózási előnyei jóval nagyobbak lehetnek, mint azt a szerzők korábban gondolták. A vállalatok a kölcsöntőke után fizetett kamatot ráfordításként számolják el, ami csökkenti az adóalapot. Az adók figyelembevételével korrigált I. tétel úgy fogalmazható meg, hogy az áttételes vállalat értéke egyenlő az azonos kockázati osztályba tartozó saját tőkéből finanszírozott vállalat értékével, plusz az áttételből származó adómegettakarítás jelenértékének az összegével. Ez az extra jövedelem a vállalati adórátája és a kölcsöntőke kamatának szorzatával egyenlő. (Modigliani–Miller 1963:435-439)

Az adóval módosított II. tétel szerint az áttételes vállalat részvényének hozama megegyezik az azonos kockázati osztályba tartozó, saját tőkével finanszírozott vállalat tőkésítési rátájának, a pénzügyi kockázattal összefüggő prémiummal növelt értékével, amit az adótényező mérsékel. Ennek alapján a saját tőke után várható hozam lassabban növekszik, mint az adók nélküli hozam. (Modigliani–Miller 1963:438-441)

Modigliani–Miller megállapításait összegezve elmondható, hogy az adókat is figyelembe véve a cég piaci értéke nem független a tőkeáttételtől. A kamatköltségeknek jelentkezik az adómegettakarító hatása, ezt nevezzük adópajzsnak, ami a növekvő eladósodottság következtében növelheti a vállalat értékét. A növekedés csak akkor következik be, ha a vállalat jövedelmezősége meghaladja a hitelköltséget.

A kamatfizetések költségként való elszámolása a hitelt olcsóbb finanszírozási formává teszi a saját tőkénél. A tételek értelmében elméletileg a 100%-ban kölcsöntőkével finanszírozott vállalat tőkeszerkezete a legelőnyösebb, ezért minden vállalatnak annyi hitelt kellene felvennie, amennyi csak lehetséges.

Fontos tisztázni Modigliani–Miller tételei kapcsán, hogy elméletük olyan tökéletes tőkepiacot feltételez, ahol nincsenek tranzakciós költségek és adók, (az adóval módosított tételeinél már annak hatását figyelembe veszik), a várakozások homogének, az információszerzésnek nincsenek költségei, a piaci szereplők ezáltal tökéletesen informáltak. A valóságban azonban nem ilyen idealizáltak a feltételek, és a vállalat tőkeáttételének a növekedése növeli a csőd kockázatát, amelynek a költségei magasak, így a hiteltől történő finanszírozás növelésének előnyei nem biztos, hogy érvényesülni tudnak a növekvő csőd-költséggel szemben. Damodaran (2006) is foglalkozik ezzel a problémával, és 50%-os hitelarányt határoz meg, ugyanis ennél magasabb szintnél a költségek meghaladják a belőlük származó előnyöket.

A tulajdonosi értékmaximalizálás pénzügyi háttérének ismertetése után az időben soron következő elmélet, a megbízó-ügynök elmélet, ami a tulajdonosi értékmaximalizálást leginkább alátámasztja. A piacgazdaság elmélete azon alapszik, hogy az egyének saját hasznuknak megfelelően szervezik a tranzakcióikat, és ezáltal hozzák létre az erőforrások hatékony allokációját. Ez az állítás már csak azért is fontos, mert az erőforrások hatékony allokációjának, és így az érintettek jólétének az a feltétele, hogy az egyének saját önérdüküket kövessék. Vannak azonban olyan esetek, amikor a vállalat tulajdonosainak és menedzsereinek az érdekei, céljai különböznek. (Rappaport 1998)

A megbízó-ügynök probléma nem új keletű a közgazdaságtanban, mert a téma szakértői, Jensen és Meckling (1976) tanulmányukat egy 200 évvel azelőtti, 1776-os Adam Smith idézettel kezdik, amely ezt a viszonyt mutatja be. Jensen és Meckling (1976:310-311) az ügynöki kapcsolatot olyan szerződésként értelmezi, amelyben egy vagy több személy (a megbízó(k)), megbíz(nak) egy másik személyt (az ügynököt), hogy végezzen

helyette/helyettük vagy a nevében/nevükben bizonyos tevékenységet. Ez magában foglal néhány döntési jogkör átadását is az ügynök számára.

Ha mindkét fél haszon-maximalizálásra törekszik, akkor joggal feltételezhetjük azt, hogy az ügynök nem mindig a megbízó érdekei szerint cselekszik. A megbízó az ügynök ösztönzésével csökkentheti a saját érdekeitől való eltávolodást, valamint az ügynök nemkívánatos tevékenységeit költségek árán ellenőrizni tudja. Egyes esetekben külön fizetni fog az ügynöknek (ezt hívjuk szerződéskötési, bonding költségnek), hogy biztos legyen abban, az ügynök ne kössön olyan ügyletet, amely a megbízó érdekeit sérti, illetve ha mégis ilyen ügyletet kötött az ügynök, akkor a megbízót kompenzálják. A megbízó-ügynök probléma miatt keletkező költség az ügynöki költség, amely az emberek együttműködésének megvalósítása miatt merül fel, az érdekellentétek költségeit próbálja csökkenteni, és tartalmazza a megbízó ellenőrzési költségeit, az ügynök elköteleződési költségeit, valamint azt a megbízói jólétsökkenést is, amely a megbízó veszteségeként jelentkezik, és reziduális veszteségnek nevezzük.

A vállalat tulajdonosai és menedzserei között fennálló kapcsolat megfeleltethető a megbízó-ügynök kapcsolatnak, a menedzserek ugyanis a tulajdonosok ügynökeinek tekinthetők. Így ez a kockázatviselői és döntéshozói probléma is megfeleltethető az ügynök-elméletnek, aminek a megoldására, vagyis hogy a menedzserek elsődleges célja a tulajdonosi vagyron maximalizálása legyen, az alábbi ösztönzők használhatók:

1. jelentős tulajdonosi részesedés,
2. tulajdonosi hozamok függvényében kialakított vezetői javadalmazás,
3. külső felvásárlás veszélye,
4. a vállalatvezetők munkaerő-piaci versenye. (Rappaport 1998:1-12)

## **2. Az érintett elmélet menedzsment irodalmakban megjelent megközelítései**

A tulajdonosi értékelmélet állítása szerint a vállalat alapvető célja a tulajdonosi hozam maximalizálása a törvények betartásával. Ennek az elméletnek a menedzsment irodalomban megjelent alternatívájaként született meg az érintett elmélet, amely magasabb erkölcsi normákat határoz meg a törvényeknél, és nagyobb társadalmi teljesítmény elérését garantálja. A vállalat alapvető célját az értékteremtésben fogalmazza meg, ami az érintettek együttműködésének és érdekeinek együttes figyelembevételével valósul meg.

Freeman 1984-es könyvének, a Strategic Managementnek a megjelenése óta, ami az érintett elmélet alapjainak tekinthető, több mint száz cikk és több mint egy tucat könyv íródott a következő tíz évben, valamint a Business Ethics Quarterly és az Academy of Management Review folyóiratok 1994-es és 1997-es kiadványai is az érintett elméletéről szóltak. Ez az érdeklődés azóta is töretlen az akadémiai és menedzsment iskolák körében. (Jones–Wicks 1999)

Ugyanakkor az is megállapítható, hogy az elmélet nem egységes, mert az egyes szerzők más-más magyarázatot használnak, más-más bizonyítékot alkalmaznak az elmélet állításainak alátámasztására. Evan–Freeman (1993) az érintett elméletet a kanti elvekre építve igazolja, Bowie (1999) az üzlet teljes értékű etikai elméleteként használja, Phillips (1997) a fairség elvére alapozza az elméletet, Wicks–Freeman–Gilbert (1994) valamint Burton–Dunn (1996) a gondoskodás etikáján keresztül magyarázza az elméletet, Donaldson–Dunfee (1999) a társadalmi szerződésekre építi az elmélet normatív magját. (Hivatkoznak rá Freeman és McVea 2005:196)

Már a fogalmának a definiálására is eltérő felfogások léteznek az irodalomban, nincs megegyezés abban a tekintetben sem, hogy pontosan kik tartoznak bele az érintett kategó-

riába, kiket tekintünk érintetteknek, illetve legitim érintetteknek. A hazai irodalomban is már több szerző, köztük Ónodi (2004), Kárpáti (2005) és Kazainé (2010) foglalkozott az érintett elmélettel, valamint az érintett elmélet és tulajdonosi elmélet összehasonlításával, valamint az elméletek közötti választás lehetőségével.

A Stanford Kutatóintézet (Stanford Research Institute, SRI) 1963-as definíciója szerint az érintettek „olyan csoportok, akiknek a támogatása nélkül a szervezet nem tudna létezni”. A meghatározásból az következik, hogy a menedzsereknek a vállalat érintettjeit konstruktív együttműködésre kell rávenni ahhoz, hogy elérjék a céljaikat. A szerződéses vállalatelméletek szerint a legitim érintetteket az alapján a szerződés alapján lehet azonosítani, amely a vállalat és az érintettek között jött létre akár explicit, akár implicit formában. (Donaldson–Preston 1995:85) Freeman és McVea (2005:189) megfogalmazásában az „érintett minden olyan csoport vagy egyén, aki befolyásolhatja a szervezet célmegvalósítását vagy érintve van abban”. Donaldson és Preston (1995:85) definíciója szerint „az érintetteket azokon a tényleges és lehetséges károkon és hasznokon keresztül lehet azonosítani, amelyeket a vállalat működésének vagy nem működésének következtében megtapasztalnak, vagy úgy gondolják, hogy meg fognak tapasztalni”. Olvasatukban az érintettek a legitim érdekekkel rendelkező egyének vagy csoportok, megkülönböztetve az érintetteket a befolyásolóktól. Vannak olyan érintettek, akik képesek a vállalat működését befolyásolni, míg mások nem, ugyanakkor vannak olyan befolyásolók, akik nem érintettek.

Egy tipikus nagyvállalat érintettjei a tulajdonosok, a fogyasztói érdekvédelem, a vevők, a versenytársak, a média, az alkalmazottak, a politikai érdekcsoportok, a környezetvédők, a szállítók, a kormányzat és a helyi közösségek. (Freeman – McVea 2005:193) Vannak olyan vállalatok, amelyek az érintettek széles körére értelmezik a definíciót, így azokat is az érintettjeik közé számítják, akik illegitímek, mint például a terrorista csoportok. Ennek köszönhetően rendelkeznek viszont cselekvési alternatívával arra vonatkozóan, ha komolyra fordulna az ügy a terrorista csoporttal.

Az érintetti kör eltérő felfogásából, illetve azonosításból következik, hogy az egyes vállalatok által megvalósított érintett menedzsment is különböző. Azok a vállalatok, amelyek helyesen mérik fel az érintettek erőterét, rendelkeznek azokkal a folyamatokkal, amelyek az érintettek érdekeit maximálisan figyelembe veszik a mindennapi működés során, valamint minden olyan tranzakciót megvalósítanak, amelyek összehangolják az érintettek érdekeit a vállalati célokkal, az érintett menedzsment legmagasabb fokával rendelkeznek. Az érintett menedzsmentnek a vállalat stratégiai menedzsment rendszerébe ágyazottan kell megvalósulnia. (Freeman–McVea 2005:189-190)

Az érintett elmélet témakörében született munkák közül Donaldson és Preston (1995) tanulmánya azért rendkívül értékes, mert kiválóan összefoglalja az érintett elméletet. Remekül rendszerezi és bemutatja a három (leíró, instrumentális, normatív) megközelítést, és végül arra a következtetésre jut, hogy bár azok eléggé eltérőek, mégis szorosan összekapcsolódnak és támogatják egymást, valamint az elmélet normatív magja, vagyis az erkölcsi és a filozófiai alapelvek döntő fontosságúak mindhárom megközelítés esetében.

Négy évvel később, 1999-ben jelenik meg Jones és Wicks írása a konvergencia érintett elméletéről, amelyben módosítják az elméletek Donaldson és Preston (1995) általi kategorizálását. Munkájukban az érintett elmélet társadalomtudományi és normatív etikai megközelítéseit vázolják fel, megvizsgálva azok hasonlóságait és különbségeit. Az elméletek osztályozásánál két csoportot hoznak létre, az egyikbe a leíró és az instrumentális, a másikba pedig a normatív aspektusok kerülnek. Arra a következtetésre jutnak, hogy egyik aspektus sem teljes a másik nélkül, illetve a normatív és instrumentális vonalak fejlesztéséből egy konvergencia érintett elmélet jöhet létre. Ez a formája az elméletnek kifejezetten

normatív irányultságú. Jellemzője egy jól definiált normatív mag és egy támogató instrumentális elmélet. A normatív mag olyan kapcsolatot feltételez az érintettek között, ami erkölcsileg kívánatos, a kölcsönös bizalomra és az együttműködésre épül, és a megvalósíthatóság érdekében meg van támogatva instrumentális érvekkel, amelyek versenyelőnyhöz juttatják a vállalatot.

Jones és Wicks (1999) konvergens érintett elméletről szóló cikkére Freeman (1999) által írt válasz a divergens érintett elmélet, amely szerint a szerzőpáros nagy elméletbe foglalása kudarcba fulladt. Javaslat az, hogy dobjuk ki Donaldson és Preston tipologizálását, valamint a konvergens érintett elméletet egyaránt. Harrison és Wicks (2013) írásukban vitatják, hogy az érték fogalma napjainkban túlságosan leegyszerűsödött és leszűkült volna a gazdasági megtérülésre való fókuszálásra. Javaslatot készítettek a teljesítménymérésre vonatkozóan, amit az akadémiai kutatók és a gyakorlati szakemberek is nagy haszonnal alkalmazhatnak. Az érintett megközelítés az értékre vonatkozóan körvonalazza azokat a tényezőket, amelyekhez az elmélet megfelelő szemüveget kínál, aminek segítségével figyelembe lehet venni az érték többi vetületét. Kifejlesztettek egy négyfaktoros nézőpontot az érték definiálására, ami magában foglalja, de túl is mutat a gazdasági érték érintett elvárásán. A négy tényező a következő: fizikai javak és szolgáltatások, szervezeti igazságosság, szervezeti hovatartozás, használdozati költség. A megkülönböztető szerep kihangsúlyozására a szerzők összehasonlították ezt a nézőpontot három másik népszerű teljesítménymérő eszközzel. (tulajdonosi érték szemlélet, BSC, Triple Bottom Line) Arra a következtetésre jutottak, hogy a pénzügyi teljesítmény fontos az érintettek számára, de nem az egyedüli aspektus.

Friedman (1970) klasszikusnak számító cikke, amely a vállalatok társadalmi felelősségét támadja, normatív beállítottságú volt. A menedzsereket a tulajdonosok ügynökeinek tekinti, akiknek úgy kell eljárniuk, hogy a lehető legtöbb pénzt kell csinálniuk a jogi és erkölcsi szabályok betartása mellett. A menedzserek elsődleges felelősséggel a tulajdonosnak tartoznak, és nem a társadalomnak. Amennyiben társadalmi felelősséget is mutatnak, akkor nem a tulajdonosi érdekek megfelelően cselekszenek, és ez nem tekinthető elfogadhatónak. Ugyanakkor az egyéni tulajdonosok esetében kivételt tesz, azt elfogadhatónak tartja, ha valaki a saját pénzét költi, a saját profitját csökkenti a társadalmi felelősségért cserébe.

Az érintett menedzsment alkalmazása egyidejű figyelmet szentel az összes legitim érdekkel rendelkező érintettnek. Az elméletnek nem szükségszerű feltétele, hogy a menedzsment a vállalati ellenőrzés és irányítás kizárólagos gyakorlója legyen. Az elmélet nem állítja továbbá, hogy az érdekek egyidejű figyelembevételével megoldható az a hosszú távú problémát, hogy az érintettek azonosítása és a vállalattal kapcsolatos legitim érdekek értékelése megvalósul, valamint, ha az érintettek azonosíthatók is, ugyanolyan mértékben be kellene őket vonni a vállalat működésébe.

Donaldson és Preston (1995) tanulmánya azért is kivételes, mert összefoglalja azokat az irodalmakat, amelyek azzal foglalkoznak, hogyan lehetne az egymással ellentétes érdekű érintettek érdekeit összehangolni úgy, hogy a legkedvezőbb kimenet jöjjön létre. Hasnas (2013) a továbbfejlesztett cikkében kiemeli, hogy a menedzsereknek a vállalatot az összes érintett érdekével összhangban kell vezetnie függetlenül attól, hogy az hogyan hat annak pénzügyi teljesítményére. A cél nem a tulajdonosi érték maximalizálása, hanem az érintettek jólétének növelése.

Ezen a ponton kritizálja Jensen (2001) az érintett elméletet, mert az elmélet nem ad semmilyen átváltást az érdekek között az esetleges konfliktusok rendezésekor, és ebben a keretrendszerben nehezebb kontrollálni a menedzserek önkövető magatartását, mivel ők

hivatkozhatnak arra, hogy valamelyik érintett csoport érdekeit tartották szem előtt, miközben a saját érdeküknek megfelelően cselekedtek. Jensen (2001) szerint hibás az a felfogás, miszerint a vezetőknek a döntéshozatal során valamennyi érintett érdekét figyelembe kellene venniük, mivel egyszerre nem lehet több szempont szerint maximalizálni. Ha a vállalatvezetők több érintett csoportnak is felelősséggel tartoznak, akkor könnyen érdekellentétek alakulhatnak ki egyes gazdasági döntések meghozatalakor. Ilyen esetekben további kritériumok szükségesek a konfliktusok megoldásához, de az elmélet semmilyen átváltást nem ad az érdekek között. Ennek a problémának a megoldására alkotta Jensen (2001) a felvilágosult érintett elméletet és a felvilágosult értékmaximalizálást, amelyek a hosszú távú piaci értéket tekintik vállalati célfüggvénynek, és amit a különböző vállalati szinteken stratégiai és taktikai elemekkel úgy egészítenek ki, hogy az érintettek érdekei közötti átváltás megvalósulhasson. Jensen (2001:305) szerint az átváltás a következőképpen valósul meg: „akkor költés további egy dollárt valamelyik érintettre, ha annak a hosszú távú hozzáadott értéke a vállalat számára nagyobb vagy egyenlő egy dollárral.” Jensen (2001) értékmaximalizálással kapcsolatos álláspontja az, hogy a célorientált viselkedéshez egyváltozós célfüggvényre van szükség, ami a vállalat teljes piaci értékét maximalizálja. Vagyis ha a tulajdonosi érték maximalizálásának elsődlegessége áll fenn, akkor a döntési helyzet egyszerűvé válik. A tulajdonosi érték elméletének megvalósításával a többi érintett elvárásai is teljesülnek.

Jensen (2001) az érintett elmülethez hasonlóan a kiegyensúlyozott stratégiai mutatószámrendszer kritikáját is megfogalmazza, a mutatószámrendszer ugyanis menedzseri szinten megfeleltetethető az érintett elmüleletnek. A balanced scorecard akár 20 mutatószámot is tartalmaz anélkül, hogy a teljesítménycélok közötti átváltást megadná a vállalatvezetők számára, így azok nem tudnak célorientált döntéseket hozni. A BSC-t továbbá nem lehet hatékonyan a vezetői ösztönzési és javadalmazási rendszerhez kapcsolni. A megoldás erre az esetre is egy egydimenziós mutató, amely összhangban van a szervezet stratégiájával, és alkalmas a vállalat vagy az üzleti egység teljesítményének a mérésére. Jensen (2001) az EVA-t gondolja alkalmasnak ennek a szerepnek a betöltésére, mely szerinte menedzseri szinten erősíti a hozzájárulást a vállalat működéséhez.

### 3. Következtetések

A tulajdonosi értékmaximalizálás elmülelete és az érintett elmülelet elemzésének összehasonlításakor megállapíthatjuk, hogy nem két ellentétes irányzatról van szó. A tulajdonosi értékelmülelet nem tagadja a többi érintett létezését és figyelembe vételét a gazdasági döntéshozatal során, hanem úgy gondolja, hogy a legnagyobb megtérülés akkor valósul meg, ha a tulajdonosi értéket maximalizáljuk. Az érintett elmülelet értelmében viszont egyik érintett érdekeit sem rendelhetjük a részvényesek érdekeinek alá. Az elmülelet értelmében a vállalat legitim érdekekkel rendelkező érintettjei ellenszolgáltatásra tartanak igényt, és nincs olyan érintett, akinek az érdeke és a kapott ellenszolgáltatás előrébbvaló lenne bármelyik másiknál. Ennek ellenére az instrumentális megközelítés mégis a tulajdonosi értékelmülelet alkalmazásánál is nagyobb hozamot ígér a tulajdonosnak. Az állítás alátámasztására viszont nincsenek kielégítő empirikus bizonyítékok és analitikus érvek, vagyis hogy az érintett elmülelet a tulajdonosi értékelmüleletnek teljes értékű alternatívája lehetne, tehát az érintettekre való koncentráció a tulajdonosok elsőbbsége helyett jobb vezérelv lenne a vállalati működés során.

## Felhasznált irodalom

- Bodie, Z.–Kane, A.–Marcus, A. J. (2005): Befektetések. Aula Kiadó, Budapest.
- Chikán Attila (2005): Vállalatgazdaságtan. Aula Kiadó, Budapest.
- Coase, R. H. (1937): The Nature of the Firm. *Economica New Series*. 4. évfolyam, 16. szám, pp. 386–405.
- Damodaran, A. (2006): A befektetések értékelése. Módszerek és eljárások. Panem Könyvkiadó Kft. – John Wiley & Sons, Inc., Budapest.
- Donaldson, T.–Preston, L. E. (1995): The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *The Academy of Management Review*. 20. évfolyam, 1. szám, pp. 65–91.
- Freeman, R. E. (1999): Response: Divergent Stakeholder Theory. *The Academy of Management Review*. 24. évfolyam, 2. szám, pp. 233–236.
- Freeman, R. E.–McVea, J. (2005): A Stakeholder Approach to Strategic Management. In: Hitt, M. A.–Freeman, R. E.–Harrison J. S. (ed.) (2005): *The Blackwell Handbook of Strategic Management*. Blackwell Publishing Ltd, Oxford, pp. 189–207.
- Friedman, M. (1970): The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*. 1970. szept. 13.
- Harrison, J. S.–Wicks, A. C. (2013): Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance. *Business Ethics Quarterly*. 23. évfolyam, 1. szám, pp. 97–124.
- Hasnas, J. (2013): Whither Stakeholder Theory? A Guide for the Perplexed Revisited. *Journal of Business Ethics*. 112. évfolyam, 1. szám, pp. 47–57.
- Jensen, M. C. (2001): Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *European Financial Management*. 7. évfolyam, 3. szám, pp. 297–317.
- Jensen, M. C.–Meckling, W. H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3. évfolyam, 4. szám, pp. 305–360.
- Jones, T. M.–Wicks, A. C. (1999): Convergent Stakeholder Theory. *The Academy of Management Review*. 24. évfolyam, 2. szám, pp. 206–221.
- Kárpáti Tibor (2005): Az érdekhordozói elmélet hatékonyságnövelő szerepének vizsgálata. *Vezetéstudomány*. 36. évfolyam, 11. szám, pp. 11–26.
- Kazainé Ónodi Annamária (2010): Értékválasztás, etikai dilemmák. *Vezetéstudomány*. 41. évfolyam, 7–8. szám, pp. 33–42.
- Lazonick, W.–O’Sullivan, M. (2000): Maximizing Shareholder Value: a New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society*. 29. évfolyam, 1. szám, pp. 13–35.
- Lintner, J. (1965): Security Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification. *Journal of Finance*. 20. évfolyam, 4. szám, pp. 587–615.
- Markowitz, H. (1952): Portfolio Selection. *Journal of Finance*. 7. évfolyam, 1. szám, pp. 77–91.
- Modigliani, F.–Miller, H. M. (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. 48. évfolyam, 3. szám, pp. 261–297.
- Modigliani, F.–Miller, H. M. (1961): Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*. 34. évfolyam, 4. szám, pp. 411–433.
- Modigliani, F.–Miller, H. M. (1963): Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*. 53. évfolyam, 3. szám, pp. 433–443.
- Ónodi Annamária (2004): Kell-e választani? – Tulajdonosi értékelmélet vagy érintett elmélet? *Vezetéstudomány*. 35. évfolyam, 7–8. szám, pp. 60–72.
- Rappaport, A. (1998): *Creating Shareholder Value: a Guide for Managers and Investors*. 2nd ed., The Free Press, New York.
- Sharpe, W. F. (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*. 19. évfolyam, 3. szám, pp. 425–442.
- Smith, A. (2011): *Vizsgálódás a nemzetek jólétének természetéről és okairól*. I. kötet. Napvilág Kiadó, Budapest.