

Wilbur G. Lewellen

Hatékonyság és eredményesség

A vállalatok tulajdonosi struktúrája, valamint a vezetők és beosztottak javadalmazási rendszere alapvetően befolyásolja a vállalatok teljesítményét. Mára már elegendő empirikus anyag gyűlt össze a privatizációról, a hitelből történő kivásárlásról és a vállalati teljesítmények, illetve vezetői ösztönzők viszonyáról, amely azt tanúsítja: léteznek hatékony mechanizmusok, amelyek gondoskodnak arról, hogy a felső vezetők a tulajdonosok érdekében álló döntéseket hozzanak.*

A privatizáció hatásai

A közgazdászokat és a gazdaságpolitikusokat leginkább érdeklő szervezet természetesen a vállalat. Önöknél és egy sor más országban éppen zajlik a korábban állami tulajdonban lévő vállalatok privatizálása, amellet, hogy szükség van az új vállalkozások alapításának és fejlődésének ösztönzésére is. Az általam olvasott cikkekből az derült ki, hogy a privatizáció különösen nagy jelentőségű és bizonyos fokig vitatott üggyé vált Magyarországon az utóbbi időben.

A privatizációt a legtöbb esetben azért hajtják végre, hogy 1. költségvetési bevételhez jussanak a privatizált vállalatok részvényeinek értékesítéséből; 2. csökkentsék a gazdaságba való állami beavatkozás mértékét; 3. elősegítsék az állampolgárok részvénytulajdonossá válását; 4. ösztönözzék a nemzeti részvénytulajdonosi piac fejlődését.

A felsoroltakkal szemben azonban az tekinthető a privatizáció legáltalánosabb és *központi jelentőségű* céljának, hogy hozzájáruljanak az érintett vállalatok hatékonyabb működéséhez, kitéve őket a verseny fegyelmező erejének, amely mind az áru-, mind a tőkepiacon érezteti hatását. Eközben a folyamat kritikusi leggyakrabban azt az ellenvetést teszik, hogy a verseny nyomása a foglalkoztatás szintjének csökkenésére fog vezetni a privatizált vállalatokban.

A világ különböző részein lezajlott privatizálások eredményeinek vizsgálata bebizonyította, hogy a hatékonyság javulásához és a foglalkoztatásra gyakorolt hatáshoz fűzött várakozások teljesülnek (*Boardman–Vining* [1989], *Galal és szerzőtársai* [1992], *Meggison és szerzőtársai* [1994], *Price Waterhouse* [1989a], [1989b]). E tanulmányok megállapításai között szerepel, hogy a hatékonyságjavulás tényleg kézzelfogható, nemcsak makrogazdasági, hanem az esetek döntő többségében egyedi vállalati szinten is.

* Elhangzott 1996. november 13-án a Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetemen Wilbur G. Lewellen disz doktortrá avatása alkalmából.

Nagyszámú minta adatainak elemzése alapján azt találtuk, hogy az állami tulajdonból magántulajdonba átkerült cégek átlagosan mintegy 25 százalékkal tudták növelni reálki-bocsátásukat (vagyis az inflációtól megtisztított értékesítésüket) a privatizációt követő három évben az azt megelőző három évhez viszonyítva. Kimutatható volt, hogy e vállalatokban ugyanezen időszakokat összevetve 11 százalékkal emelkedett az egy foglalkoztatottra jutó értékesítés, ismét csak az inflációtól megtisztított adatok alapján. Ezzel egyidejűleg a szóban forgó vállalatokban az értékesítés 5,5 százalékról 8 százalékra nőtt a profitrés, ami durván 50 százalékos javulásnak számít. A termelési folyamat korszerűsítését és a kapacitások bővítését szolgáló tőkeberuházások több mint 40 százalékkal emelkedtek a magánosítás végrehajtása utáni években. Még az is megfigyelhető volt, hogy csökkent a hitelek részesedése e vállalatok finanszírozásában, s közel megkétszereződött a részvényesek között osztalékként szétosztott profit aránya.

De legalább ilyen fontos az is, hogy e vállalatok által foglalkoztatottak teljes létszáma szintén észrevehetően magasabb volt a magánosítás után három évvel, mint az esemény időpontjában, illetőleg három évvel a privatizáció előtt. Ez a megfigyelés összhangban van azzal, hogy az értékesítés teljes volumene gyorsabban emelkedett, mint az egy foglalkoztatottra jutó eladások volumene.

A mintában szereplő vállalatok legalább kétharmada elérte a fentebb közölt átlagos eredményeket a felsorolt mutatók mindegyikének esetében. Számítási eredményeink ráadásul minden alkalommal kiállták a statisztikai szignifikancia próbáját is.

A rendelkezésre álló adatok ezek szerint nyomatékosan megerősítik azt a feltételezést, hogy a privatizáció révén hatékonyságjavulás érhető el, s hogy ezt általában realizálják is. A privatizált vállalatok tehát hatékonyabb szervezetként működnek, mint amilyenek az állami irányítás időszakában voltak. A bizonyítékok szerencsére azt is alátámasztják, hogy ezeket az eredményeket jellemzően nem a vállalatok munkaerő-állományának a rovasára érték el.

Ezek a bizonyítékok meglepéssel tölthetik el a privatizáció mellett érvelő elméleti közgazdászokat, de az érintett kormányzati vezetőket is, akiknek viselniük kellett volna a nagyarányú létszámcsökkentések káros politikai következményeit.

A privatizációs folyamat

A vizsgálatok számunkra más tanulságokkal is jártak a privatizálás folyamatáról, különösen olyan esetekben, amikor várhatóan mégis sor kerül a létszám csökkentésére. Többek között azzal, hogy viszonylag egyszerűen elérhető az állásukat elvesztő munkások veszteségének csökkentése, s a veszélybe kerültek magánosítással szembeni ellenállásának enyhítése. Ennek egyszerűen az a módja, hogy meg kell osztani velük a privatizáció révén elért nyereséget.

Ezt úgy lehet megoldani, hogy tulajdonosi részesedéshez kell juttatni azokat a foglalkoztatottakat, akik a privatizáció időpontjában a vállalatban dolgoznak. Ez öltheti az ingyenes részvényjuttatás formáját; de a dolgozók számára lehet jelentős árendedménnyel értékesíteni a részvényeket, vagy alacsony kamatozású hitelekkel részvényvásárlásra ösztönözni őket.

Nagy-Britannia alkalmazta először ezt a stratégiát; a mexikói kormány a nemzeti telefontársaság privatizálása során élt ezzel a módszerrel; Chilében szintén erre a stratégiára támaszkodtak számos sikeres privatizációban. Röviden: ha vannak potenciális vesztesei is a privatizációs folyamatnak, akkor ésszerű és politikailag is előnyös, ha számukra lehetővé teszik, hogy részesüljenek a privatizáció hasznából is.

Valójában könnyen kidolgozható egy olyan megoldás, amelynek keretében a vállalat-tól a privatizáció után például két éven belül elbocsátott alkalmazottak nagyobb részt

kapjanak a vállalat részvényeiből, vagy nagyobb árendedménnyel juthassanak hozzá ezekhez, mint azok, akik megtarthatják az állásukat. Ehhez hasonlóan azt is meg lehet fontolni, hogy a bizonyos időhatáron belül elbocsátott dolgozók végkielégítése a vállalat részvényeiben történjék, vagy hogy elengedjék számukra annak a hitelnek egy részét vagy egészét, amelyet korábban részvényvásárlásra vettek fel.

A hitelből történő kivásárlás

Az állami tulajdonból magántulajdonba átkerült cégek teljesítményjavulása igen erős hasonlóságot mutat azokkal az adatokkal, amelyek a „privatizációnak” egy másik, szélsőségesebb esetéről rendelkezésre állnak. E sajátos „privatizáció”, a hitelből történő kivásárlás (leveraged buyout) eléggé gyakran előfordult az Egyesült Államokban és más fejlett gazdaságokban a legutóbbi másfél évtizedben.

Egy ilyen akció során a befektetők kis csoportja – amely tipikus esetben a vállalat felső vezetőiből kerül ki – megvásárolja a vállalat részvényeit a részvénytulajdonosok szélesebb körétől, s ezzel a vállalat tulajdonlását teljesen magánjellegűvé teszi. Ez azzal jár, hogy a vállalat részvényei kikerülnek a nyilvános forgalomból, s kizárólag a kivásárló csoport tulajdonában lesznek. A vevők a kivásárlásra szolgáló pénzüsszeg legnagyobb részéhez bank- és egyéb hitelekkel jutnak hozzá, innen e sajátos tulajdonváltás megkülönböztető jelzője.¹

Az ilyen tranzakciók volumene elhanyagolható volt 1980 előtt, a nyolcvanas évek folyamán azonban feltűnően növekedett az Egyesült Államokban és másutt is. A leginkább említésre méltóak között van az RJR Nabisco vállalat 25 millió dolláros kivásárlása a nyolcvanas évek végén az Egyesült Államokban. Ez volt ez idáig a legnagyobb értékű ilyen tranzakció, de a hasonló kivásárlások volumene napjainkig nagyon jelentős maradt.

A hitelből történő kivásárlásról azt mondhatnánk, hogy ez lényegében a magánosítás legfelsőbb foka. Két megkülönböztető jellegzetessége van azoknak a vállalatoknak, amelyek átmentek ezen az folyamaton. Először és legnyilvánvalóbban, az új tulajdonosok igen jelentős adósságszolgálati terheket vállalnak magukra a tranzakció során, amelynek a következő években eleget kell tenniük, hogy a vállalat életképes maradjon. De a másik jellegzetesség hasonlóan fontos: a vállalat tulajdonjoga néhány befektető kezében koncentrálódik, akiknek igen közvetlen és személyes érdekeltsége van a vállalat sikerében.

Ezt a fajta tranzakciót pontosan az teszi közgazdaságilag ésszerűvé, mint a privatizáció hagyományosabb formáit, nevezetesen: ennek eredményeképp arra lehet számítani, hogy a vállalatot hatékonyabban és eredményesebben fogják irányítani. Ennek az az oka, hogy a kivásárlás után közvetlenül a vállalati vezetés önértéke, hogy éppen ez történjék. Most ugyanis már nem egyszerűen alkalmazottként tevékenykednek egy szétszórta részvénytulajdonosi kör érdekében, hanem tulajdonosként dolgoznak, és így lehetőségük van saját vagyonuk gyarapítására, ha sikeressé és jövedelmezőbbé válik a cég. A vezetők emiatt sokkal több figyelmet szentelnek a vállalat működésének javítására, az értékesítési volumen növelésére, a pazarló tőkeberuházások mellőzésére és a szükségtelen működési költségek lefaragására.

Mára már jelentékeny tényanyag gyűlt össze – s ehhez saját kutatásaim is hozzájárultak – olyan vállalatok teljesítményéről, amelyekben a tulajdonosváltás hitelből történő kivásárlás révén következett be. Ez az empirikus anyag lehetőséget nyújt már az ilyen tranzakciók logikájának és következményeinek az elemzésére (*Bull* [1989], *Kaplan* [1989],

¹ A tőkeáttétel (*leverage*) a vállalat hosszú lejáratú adósságainak és összes alkalmazott tőkéjének az arányát mutatja (*a szerk.*).

[1991], Kaplan–Stein [1993], Kitching [1989], Muscarella–Vetsuypens [1990], Opler [1992], Roden–Lewellen [1995], [1996], Smith [1990]). Az eredmények szinte teljesen megegyeznek a korábban említettekkel, melyek az államiból a magántulajdonba átkerült vállalatok működésére vonatkoznak.

A kutatók egyöntetűen azt találták, hogy a vizsgált mintától függetlenül a hitelből történő kivásárlás után tekintélyes mértékben emelkedett a profitrés és a profitráta (azaz a profit aránya az értékesítéshez, illetve a befektetett eszközök értékéhez viszonyítva); a vállalatok értékesítési volumene számottevően növekedett; a termelékenység javult (az egy foglalkoztatottra jutó értékesítési volumennel számítva); szignifikáns mértékben emelkedett a részvénytulajdonosoknak kifizetett pénzmennyiség; és a vállalatok gyorsan csökkentették a hitelfinanszírozás arányát a tőkestruktúrájukban.

A kutatók viszont *nem* találtak bizonyítékot arra, hogy széles körű elbocsátásokra került volna sor e vállalatokban. Bizonyos esetekben előfordult egy átmeneti – de nem túl jelentékeny mértékű – létszámleépítés a kivásárlást közvetlenül követő első évben. Egy épp most folyó kutatásban kollégáimmal azt találtuk, hogy a mintánkban szereplő, hitelből történő kivásárláson átesett vállalatok hozzávetőleg 25 százaléka számolt be a foglalkoztatott létszám vagy a bérszínvonal csökkentéséről a kivásárlást követő három évben. A privatizált vállalatok közel egyharmada tett hasonló lépéseket, mint ahogy azt a fentiekben említettük.

Az is figyelemre méltó, hogy a mintánkban szereplő vállalatoknak csupán körülbelül egytizede került szembe olyan pénzügyi nehézségekkel a hitelből történő kivásárlás után, amely miatt tárgyalásokba kellett bocsátkoznia hitelezőivel, és szükségessé vált a vállalat finanszírozásának további átrendezése. De még *ezekben* az esetekben is a hitelezők azok, akiknek általában a problémák fő terheit viselniük kell, nem pedig a vállalat alkalmazottai. A jó csődtörvény legfőbb előnye éppen az, hogy lehetővé teszi a pénzügyi nehézségekbe került vállalatok esetében a velük szembeni követelések átrendezését és működésük folytatását, ahelyett, hogy felszámolnák ezeket a cégeket.

Mindent összevetve, a gyakorlatban érvényesnek bizonyult a privatizációnak az elméletben megfogalmazott racionalitása, az általam vizsgált két formát tekintve. A tények azt bizonyítják, hogy a vállalatok túlnyomó többségben hatékonyabbá és eredményesebbé válnak, s hogy ezeket az előnyöket rendszerint nem a vállalatok alkalmazottainak rovására érik el.

A tárgyalat vizsgálati eredményekből azt az általánosabb következtetést is le lehet természetesen vonni, hogy *működőképesnek* bizonyultak a gazdasági ösztönzők. Ha a vezetők és más alkalmazottak nyilvánvaló módon és közvetlenül részesülnek a vállalat sikeréből, akkor várható a vállalat teljesítményeinek javulása.

A vezetők és az alkalmazottak javadalmazása

A fenti megfigyelések eredményeit ki lehet terjeszteni, hiszen az ösztönzésre vonatkozó tanulságok nemcsak azokra a helyzetekre érvényesek, amikor megváltoztatják a vállalat tulajdonosi formáját. A frissen privatizált vállalatoknak is meg kell azt tervezniük, miképp kompenzálják a vezetők és az alkalmazottak *folymatos* erőfeszítéseit, bármilyen legyen is a tulajdonosi részesedések kezdeti elosztása a privatizáció folyamán.

Ami az érett piacgazdaságokat illeti, itt sem lehet természetesen arra számítani, hogy előbb-utóbb minden vállalatban sor kerül a hitelből történő kivásárlásra, ami után a tulajdonosi jogok tartósan a befektetők egy szűk csoportjának kezében maradnak, és kialakul a vállalati vezetők folyamatosan ható érdekeltsége a magas fokú gazdasági teljesítményben.

A hitelből történő kivásárlással kialakuló tulajdonforma – a megfigyelések szerint – a

legtöbbször ott is csak *átmenetileg* áll fenn, ahol végrehajtják ezt a tranzakciót. A folyamaton keresztülment vállalatok nagy többségében a részvények újra piacra kerülnek egy hozzávetőleg ötéves időszak folyamán. A kivásárló befektetők eladják részvényeik egy részét vagy egészét, mert a vállalat megnövekedett értékéből származó hasznukat így tudják realizálni.

A most elmondottakhoz nagyon hasonlít azoknak az új vállalkozásoknak a helyzete, amelyek kisvállalatként indulnak, de az idők folyamán növekedési esélyeik külső tőkebevonást tesznek szükségessé. Ezek is megjelennek a nyilvános részvényt piacon papírjaikkal, ha már sikeresen működnek. Éppen ez történik természetesen ma Magyarországon is.

Az ésszerű méretek közt tevékenykedő vállalatok számára végül is a szétszórt tulajdon a legáltalánosabb tulajdonforma a legtöbb gazdaságban. Éppen ezért elsőrendű kérdés, azonosítják-e magukat a vezetők és alkalmazottak a tulajdonosok érdekeivel, és törekszenek-e folytonosan arra, hogy a tulajdonosok számára értéket hozzanak létre a vállalat működése révén. Ennek elérése – úgy hiszem – ismét eléggé magától értetődő: évi jövedelmük számottevő részét *a vállalat részvényeiben* kell nyújtani mind a menedzsment, mind általában a dolgozók számára, vagy függővé kell tenni jövedelmüket *a részvények tőkepiaci árfolyamának* alakulásától.

A megvalósításra számos lehetőség kínálkozik. A foglalkoztatottak nyugdíjalapjához való vállalati hozzájárulást részben vagy teljes egészében a vállalat részvényeibe lehet beruházni. A szokásos évi jutalmak készpénz helyett kioszthatók részvények formájában. Ki lehet dolgozni a foglalkoztatottak számára olyan megtakarítási formát, ahol a vállalat kiegészíti az alkalmazottainak megtakarításait, s az összegeket a cég részvényeibe fektetik be. A vállalati felső vezetők szintjén gyakran alkalmaznak olyan késleltetett javadalmazási formát, ahol a járandóság egy részét részvényben kapják meg az érintettek, vagy opciót kapnak a vállalat papírjainak megvásárlására a piacihoz képest diszkontáron. Az ilyen megoldások egyre jobban elterjednek nemcsak az Egyesült Államokban, hanem más fejlett gazdaságokban is.

Saját és más kutatások is azt tanúsítják, hogy az idők során számottevően megváltozott a vállalati felső vezetők javadalmazási szerkezete, különösen az Egyesült Államokban: visszaszorult a készpénz a részvényalapú juttatási formák javára (*Boschen-Smith* [1995], *Jensen-Murphy* [1990], *Lewellen* [1968], [1971], *Masson* [1971]). Ez nem jelenti azt, hogy a vezetőknek vagy a többi dolgozónak kellene birtokolnia a vállalat forgalomban lévő részvényállományának nagy részét, netán képesnek kellene lenniük a meghatározó részesedés megvásárlására. Az egyedüli követelmény az, hogy *személyes vagyonukhoz* képest eléggé jelentős legyen az a mennyiség, ami a tulajdonukban van, vagy aminek megszerzésére kilátásuk van, mert ekkor fognak komoly figyelmet szentelni a többi részvénytulajdonos érdekeinek is.

Jelenleg az amerikai nagyvállalatokban tipikus esetben a vezérigazgatók, valamint más felső vezetők évi jövedelmüknek több mint felét – teljesítményt ösztönző prémiumként – a vállalat részvényeiben vagy részvényvásárlási opció formájában kapják meg. A legtöbb ember számára ez már elég ösztönző ahhoz, hogy olyan üzleti döntéseket hozzon, amelyek javítják a vállalat profitabilitását, és emelik részvényeinek piaci árfolyamát.

E tekintetben személyes tapasztalatokkal is tudok szolgálni, mivel tagja vagyok egy nagy amerikai biztosítótársaság igazgatóságának, amely vagyon- és balesetbiztosítással foglalkozik. Az igazgatóság bérügyi bizottságába (*compensation committee*) kerültem, feltehetőleg azért, mert az egyetemi kutatásaim éveit alatti a vállalati vezetők javadalmazásával foglalkoztam. Ez a hat főből álló csoport határozza meg a vállalat – különféle alkalmazotti jövedelmek szerkezeti összetételével kapcsolatos – bérpolitikáját, valamint azokat a sajátos juttatási formákat, amelyek a felső vezetőket érintik.

A bizottságban javaslatomra bevett elvvé vált a részvényalapú juttatási formák hangsúlyozása a vállalati hierarchia minden szintjén, de különösen a felső vezetők körében. Éppen a

múlt évben történt, hogy a vállalat vezérigazgatójának néhány százezer dollárral *csökkentettük* az évi fizetését – pontosabban a készpénzben való kifizetést –, s ezt késleltetett részvényjuttatási konstrukcióval helyettesítettük. E szerint nemcsak arról van szó, hogy vállalati részvényekben kapja évi jövedelmének egy részét – amely részvényeket egy öt éves időszak során fog ténylegesen kézhez venni –, de az általa végül megkapott részvények száma is attól függ, hogy a vállalat ugyanezen öt év alatt mekkora kumulált profitra tesz szert.

Emellett rendszeres részvényvásárlási opciót is biztosítottunk számára olyan áron, amit az opció megadásának napján rögzítünk. Így ha a vállalat részvényeinek árfolyama emelkedni fog a jövőben, neki csak azt az eredeti árat kell megfizetnie a vállalat részvényeiért, amit az opcióban kikötöttük. Ez az opció bármely időpontban lehívható egy tízéves periódus folyamán. Mindennek az az eredménye, hogy nagyon erős kapcsolatba kerül a vezérigazgató realizált jövedelme a vállalat teljesítményével, különösképp pedig részvényeinek áralakulásával. Ennek kimutatására nemrég végeztem egy számítást, s az adódott, hogy ahány dollárral emelkedik a vállalat részvényeinek árfolyama, hozzávetőleg annyszor egymillió dollárral növekszik a vezérigazgató személyes vagyona. Egyetlen dollár árfolyam-növekedés tehát, ha jól vagyok tájékoztatva, úgy 160 millió forint vagyongyarapodást jelent neki.

Elképzelhető ezután, hogy milyen *nagy* mértékben érdekelt emberünk olyan működési, beruházási és finanszírozási döntésekben, amelyekről azt reméli, kedvezően alakítják a vállalat részvényeinek árfolyamát. Számunkra félreérthetetlenül érződik a vezérigazgatónak ez a törekvése azokból a javaslatokból, amelyeket az igazgatósági üléseken jóváhagyásra elénk terjeszt, valamint a vele folytatott megbeszélésekből, amelyek a vállalati stratégiát érintik. Ha erőfeszítései sikerrel járnak saját vagyona gyarapítására, akkor természetesen a *többi* részvényes is hasznot húz ebből, s pontosan ez az, amit szerettünk volna elérni.

Minthogy a vállalatnak jelenleg mintegy 120 millió darab törzsrészvénye van forgalomban, a részvénytulajdonosok csoportja összességében 120 millió dollár körüli nyereségre tesz szert, ha az árfolyam egy dollárral emelkedik. Ebből a szemszögből tekintve már nem is tűnik határtalanul eltúlzottnak a vezérigazgató javadalmazása, ami egyébként esetleg mértéken felülinek látszhat. Valójában még egy százalékát sem kapja meg annak a nyereségnek, amit a részvénytulajdonosok összességében élveznek, pedig nagyrészt éppen az ő tevékenysége határozza meg a vállalat eredményeit.

Effajta kompenzációs sémák és az ilyen mértékű vezetői jövedelmek nem szokatlanok napjainkban az Egyesült Államokban; valójában mind általánosabbá válnak. Nem indokolt tehát az az aggodalom, hogy egy fejlődő gazdaságban a vállalati felső vezetők szűkszerűen elszigetelődnek a kisértvényesektől, és érzéketlenek lesznek érdekeik iránt. Könnyedén ki lehet számukra olyan javadalmazási rendszert dolgozni, amelynek hatására szorosan azonosítják magukat a részvényesekkel, és kellő figyelmet szentelnek az általuk igazgatott szervezet hatékonyságának és eredményességének.

A vállalatok vezetése

A fentiekhez hozzáteszem, hogy nemcsak a vállalat vezérigazgatójának áll közvetlen érdekében a részvényesek javának szolgálata, hanem az igazgatóságnak is. A benne helyet foglaló 15 személy közül egyetlen kivétellel mindenki „külsős”, azaz a vállalatnak nem tisztviselői, és nem alkalmazottai. A csoportban vannak bankárok, beruházási banki szakemberek, néhány ügyvéd, egy befektetési alap képviselője, más vállalatok vezető tisztviselői és jómagam – egy egyetemi tanár. Az egyetlen „belső” tanácsstag nem más, mint a vállalat vezérigazgatója, aki egyben az igazgatóság elnöke.

Bár esetünk kivételesnek számít, az utóbbi tíz évben eléggé elterjedtté vált az Egyesült Államokban, hogy az igazgatóságok túlnyomórészt külső tagokból álljanak. Ennek az a filozófiája, hogy a külső résztvevők elfogulatlanabban értékelik a vállalati felső vezetők teljesítményét, mint ahogy azt a beltágok tennék, és inkább bele tudnak helyezkedni abba a szerepbe, amit mint a részvényesek érdekei őrzőjének vállalniuk kell.

Igazgatóságunk arra is tett intézkedéseket, hogy saját magunk is a részvényesek javát szolgáljuk. Többek között úgy alakítottuk ki *saját* javadalmazási rendszerünket is, mint a vállalat vezérigazgatójáté. Konkrétan: az igazgatóság tagjai is vállalati törzsrészvények formájában kapják évi tiszteletdíjuk felét.

Önök persze azt gondolhatják, hogy ez nem különösebb lemondás részünkről, ugyanis a megkapott részvényeket akár azonnal el is adhatnánk készpénzért. Ezt elvileg megtehetnénk, csak éppen mégsem tesszük. A tiszteletdíj gyanánt kapott részvények értékesítése illojális cselekedet lenne az igazgatóság tagja részéről, vagy ami még rosszabb: annak bizonyítéka, hogy ő maga sem hisz a vállalat jövőjében.

Még *gondolni* is csak akkor tudnék a birtokomban lévő vállalati részvények eladására, ha súlyos pénzügyi szükséghelyzetbe kerülnék, amelyet mentségül hozhatnék tettemre. Egy ilyen tranzakciót ugyanis nem lehet titokban elintézni, mivel az igazgatóság tagjainak minden évben jelenteniük kell a tulajdonukban lévő részvények mennyiségét a részvényesek számára. Az esetleges eladásról tehát nemcsak a vállalat vezető tisztviselői és az igazgatóság többi tagja, hanem a cég valamennyi részvényese értesülhet. Így – gyarapodó részvénykötegemem ülve – valójában „be vagyok kerítve” a tulajdonosi pozíciómban. Ezen túl létezik még egy tervezet is az igazgatóság tagjai számára, amely szerint a vállalat kizárólag saját részvényeivel teljesíti a nyugalmazáskor általa fizetendő összeget.

Igazgatóságbeli kollégáimnak és magamnak tehát szintén közvetlen személyes javunkat szolgálja a vállalat sikere, s így a menedzsmenthez hasonlóan törekszünk arra, hogy megpróbáljunk a részvényesek érdekeit szolgáló döntéseket hozni. A félreértések elkerülése végett sietek hozzátenni, hogy a *saját* részvényállományom alapján lényegesen kisebb vagyongyarapodást élvezek a részvényünk árfolyamának egydolláros emelkedésével, mint a vezérigazgató. Mindazonáltal szoros figyelemmel kísérem részvényünk árfolyamának alakulását – a többi igazgatósági taghoz hasonlóan. Minden igazgatósági ülésen az elsők között azzal foglalkozunk, hogyan alakult az utóbbi időben a vállalat részvényének árfolyama, egyrészt az értékpapírpiac egészének tendenciáihoz, másrészt a többi biztosítótársaság papírjához viszonyítva. A vállalat részvényeseinek nem kell attól tartaniuk, hogy mi és a vállalat felső vezetői nem törődünk az ő javukkal, s nem teszünk meg minden tőlünk telhetőt olyan vállalati politika kidolgozására, amely hasznot hoz nekik részvényeik árfolyamának növekedése révén.

A döntések távlatossága

Az olyan fajta kompenzációs rendszerrel szemben, amelyet az imént bemutattam, ellenvetések is felmerültek. Egyik ezek közül, hogy a hatókörébe kerültek *túlzottan* a részvény árfolyamának alakulására koncentrálnak. Ez olyan döntésekre vezethet, amelyek a *rövid távú* áralakulást igyekeznek kedvezően befolyásolni, ahelyett, hogy a vállalat és a részvényesek *hosszú távú* érdekeinek megfelelően cselekednének.

Be kell vallani, igazgatóságunk időnként mélyebben eltöpreng olyan döntéseken, amelyek rövid távon csökkentik a vállalat kimutatott profitját, de fontosnak tetszenek versenypozíciónk hosszú távú alakulása szempontjából. (A legjobb példát erre az információs technológiába való beruházások szolgáltatják.) Szerencsére a vállalati felső vezetők, legalábbis eddig, mindannyiszor e beruházások megvalósítását ajánlották, még akkor is,

ha feltehető volt, ezek kedvezőtlenül hatnak a vállalat rövid távú nyereségességére, következőképpen a részvényünk árfolyamára is.

A javadalmazási rendszerünk ismertetésében annak egyik oka implicit módon már szerepel is, hogy a döntések időhorizontja miért hosszú távú vállalatunkban, s hogyan lehet ezt más olyan vállalatok esetében is elérni, amelyek papírjai nyilvánosan forognak. Amellett ugyanis, hogy a vezetői jövedelmek a vállalat részvényének árfolyamától függenek, maga a kompenzációs rendszerünk hosszú távú jellegű. Mint már utaltam rá, a felső vezetők ösztönző prémiuma, melyet öt év alatt kell a vállalat részvényeiben kifizetni, nagyságában aszerint alakul, mekkora kumulált profitot ér el a vállalat ezen öt év során. Minden évben egy új öt éves ciklus kezdődik, ahol a prémiumkifizetés a következő öt év összegzett profitjától függ. A menedzsment ennél fogva nem a rövid távú profit hajszolására ösztönzött a hosszú távú nyereség rovására. Ha az adott évi beruházások tényleg javítják a vállalat jövőbeli jövedelmezőségét, ami utólag igazolja, hogy valóban bele kellett vágni ezekben, akkor e beruházások hozzájárulnak a vezetők jövedelmeinek növeléséhez, arra indítva őket, hogy máskor is korrekt döntéseket hozzanak.

Ehhez hasonlóan az a részvényvásárlási opciós rendszer is a hosszú távú szemléletet erősíti, amelyről előzőleg már szintén szóltam. Bár az opció tíz évre szól, az effektív időhorizontja valójában hosszabb ennél, még akkor is, ha a tíz év lejárta előtt az illető vezető lehívja az opciót, és vállalati részvényeket vásárol. A vállalati vezetők a részvények megszerzésével ugyanis éppúgy „bekerített” állapotba kerülnek tulajdonosi pozíciójukban, mint mi, az igazgatóság tagjai. Semmiképp sem tűnik fel jó fényben, ha valaki eladja annak a vállalatnak a részvényeit, amelyet maga vezet – a piac minden esetben előnytelenül ítélne meg egy ilyen lépést.

Az elmondottnak megfelelően igenis meg lehet úgy tervezni a vállalati vezetők ösztönzőrendszerét, hogy azonosítsák magukat a részvényesek érdekeivel, s hogy a helyénvaló, hosszabb távú perspektívában gondolkodjanak ezeknek az érdekeknek a szolgálata közben.

Bizonyítékok vannak arra, hogy a bemutatott vezetői ösztönzési rendszer a gyakorlatban is beválik. Egy sor olyan empirikus vizsgálat eredményei ismertek már, amely igyekezett kideríteni, van-e összefüggés a tőzsdei forgalomban lévő nagyvállalatok részvényárfolyamainak megfigyelt alakulása és a felső vezetők jövedelmei között, akár a vezetők számottevő tulajdonosi részesedésén keresztül, akár a részvényjuttatásnak a javadalmazáson belüli nagy súlya által (Boschen–Smith [1995], Jensen–Murphy [1990], Lewellen–Huntsman [1970], Lewellen–Loderer–Martin [1987], Mehran [1995], Morck–Schleifer–Vishny [1988]).

A felhalmozódó kutatási eredmények azt tanúsítják, hogy *megvan* a feltételezett kapcsolat. A kiemelkedő vállalati teljesítmények olyan helyzetekhez kötődnek, amelyekben a vezetőknek – részvénytulajdonosi pozíciójuk vagy javadalmazási rendszerük miatt – jó okuk van olyan vállalati stratégiák alkalmazására, amelyek hasznot hoznak a részvényesek számára is. Az elmondottak tehát többnek tekinthetők elvont logikai okoskodásnál. A gyakorlatban is *működnek*, mégpedig különféle szituációk egész sorában azok az ösztönzők, melyek összekapcsolják a vállalat prosperitását a vezetők és az alkalmazottak boldogulásával.

Ezek az ösztönzők hatásosan hozzájárulnak ahhoz, hogy eredményes legyen az állami tulajdonban lévő vállalatok privatizációja, illetve sikert érjenek el a hitelből történő kivásárláson átesett vállalatok. Amellett működnek ezek az ösztönzők a piacgazdaságokban általánosabban előforduló helyzetekben is, még akkor is, ha a vállalat meghatározó tulajdoni hányada sok és nagyrészt anonim tulajdonos között szóródik szét. Működésük eredményeképp kimutatható javulás áll be az üzleti vállalkozások hatékonyságában és eredményességében.

Az oktatás, a hatékonyság és az eredményesség

Hűtlen lennék a hivatásomhoz azonban, ha befejezésképpen nem utalnék arra, amiről mindnyájan úgy gondoljuk, hogy legalábbis az előbbivel egyenrangú feltétele a hatékonyságnak és az eredményességnek – ez pedig a vállalati vezetők *oktatásába* való beruházás. Az utóbbi húsz év két tanulságot hozott ezen a területen.

Az egyik az, hogy erre a beruházásra nemcsak a vezetői életpálya kezdetén van szükség, hanem *egész időtartama* alatt, hiszen a társadalmi és technológiai változások rendkívül felgyorsultak és előrejelezhetetlenné váltak. Ennek hatására pedig a vezetési módszerek és a vezetéssel szembeni követelmények is állandóan változnak.

Az olyan fogalmak, mint a *just-in-time* készletezés, a rugalmas gyártási rendszer, a felhasználó–szerver számítógépes hálózat, az Internet, a szervezeti karcsúsítás és az értéklánc még ismeretlenek voltak az előző vezetői generáció számára. Ha a szervezetnek nem sikerül elérnie, hogy vezetői lépést tartsanak az ilyen jellegű fejlődéssel, akkor nem fogja túl hosszú ideig megtartani versenyelőnyeit a mai üzleti környezetben.

E kihívásra adott válaszként kell értelmeznünk a vezetői képzési programok térhódítását. Ennek keretében visszatérnek a menedzserek az iskolapadba, hogy naprakész ismereteket szerezzenek az üzleti döntéshozatal legújabb eszközeiről, s a vállalati stratégiák új elemeiről. Az egyetemeken természetesen vezető szerepet vívtak ki maguknak az ilyen programok kidolgozásában és megvalósításában, s várhatóan fenn is fogják tartani ezt a szerepüket.

A másik – még frissebb – tanulság, hogy az oktatásnak, ha hatékony akar lenni, akkor a vállalat *globális* helyzetével kell foglalkoznia. Bár 1960 még nem számít távoli múltnak, akkor a világ teljes kibocsátásának még csak 15 százaléka került be olyan tranzakciókba, melyek átlépték a nemzeti határokat. Ez az arány 1995-re hozzávetőleg egyharmadra növekedett, s ha ebben az ütemben emelkedik tovább, akkor már 2010 előtt eléri az 50 százalékot. Ha tehát azt mondjuk, hogy a mai és holnapi vezetők felvértezve kell lennie olyan ismeretekkel, amelyek birtokában képes a globális versenyfeltételek között működtetni cégét, akkor ez több üres szólamnál. Ez az élet kemény ténye minden vállalati vezető számára, működjek bárhol a világon.

A leendő vállalati vezetők megfelelő felkészítését szolgálja az a program is, melyet a Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, az Ecole Supérieure de Commerce de Rouen és saját intézményem, a Purdue University közösen indít be 1997 januárjában. Akik e programot 1998 decemberére a tervek szerint be is fejezik, egyedülálló módon egyszerre *két* master fokozatot is szereznek a menedzsmenttudományokból, egyiket a Purdue Universitytól, másikat választásuk szerint a másik két intézmény egyikétől. Ez a mi válaszuk a mai nemzetközi üzleti világ kihívásaira és feltáruló lehetőségeire. Ezzel az erőfeszítéssel komoly nemzetközi dimenzióba próbáljuk emelni a leendő vállalati vezetők graduális képzését, hogy felkészültebbek legyenek a jövő évezredbe való átlépésre.

Ha az a szemrehányás érne, önös érdekek is vezérelnek, mikor amellet érvelek, hogy a vállalatok oktatási beruházásai nagyban hozzájárulhatnak sikerességükhöz, azt kell felelnem: nekem mint októnak ebben *kell* is hinnem. Igaz ugyan, erre az összefüggésre sokkal nehezebb tudományos erejű bizonyítékokkal szolgálni, mint a sikeresség és más, a fentiekben elemzett tényezők kapcsolatára. De akár van, akár nincs bizonyíték erre, már-már vallásos meggyőződéssel továbbra is hiszek az oktatás hatóerejében, s az üzleti vállalkozások számára vett hasznosságában. Azzal a tudattal veszem át ma az Önök által adományozott kitüntető címet, hogy ez annak jelzése, egyetértetek velem. Lelkesedéssel nézek a Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetemmél való együttműködés elé, közös programunk jövőbeli sikerét kívánva.

Hivatkozások

- BOARDMAN, A.–Vining, A. [1989]: Ownership and Performance in Competitive Environments: A Comparison of the Performance of Private, Mixed, and State-Owned Enterprises. *Journal of Law and Economics* 32, 1–33. o.
- BOSCHEN, J.–SMITH, K. [1995]: You Can Pay Me Now and You Can Pay Me Later: The Dynamic Response of Executive Compensation to Firm Performance. *Journal of Business* 68, 577–608. o.
- BULL, I. [1989]: Management Performance in Leveraged Buyouts: An Empirical Analysis. Megjelent: *Y. Amihud* (szerk.): *Leveraged Buyouts: Causes and Consequences*. New York University Press, New York.
- GALAL, A.–JONES, L.–TANDON, P.–VOGELSANG, I. [1992]: Welfare Consequences of Selling Public Enterprises. The World Bank, Washington DC.
- JENSEN, M.–MURPHY, K. [1990]: Performance Pay and Top Management Incentives. *Journal of Political Economy* 98, 225–264. o.
- KAPLAN, S. [1989]: The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value. *Journal of Financial Economics* 24, 217–254. o.
- KAPLAN, S. [1991]: The Staying Power of Leveraged Buyouts. *Journal of Financial Economics* 26, 287–313. o.
- KAPLAN, S.–STEIN, J. [1993]: The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s. *Quarterly Journal of Economics* 108, 313–357. o.
- KITCHING, J. [1989]: Early Returns on LBOs. *Harvard Business Review* 67, 74–81. o.
- LEWELLEN, W. [1968]: Executive Compensation in Large Industrial Corporations. National Bureau of Economic Research–Columbia University Press, New York.
- LEWELLEN, W. [1971]: The Ownership Income of Management. National Bureau of Economic Research–Columbia University Press, New York.
- LEWELLEN, W.–HUNTSMAN, B. [1970]: Managerial Pay and Corporate Performance. *American Economic Review*, 60, 710–719. o.
- LEWELLEN, W.–LODERER, C.–MARTIN, K. [1987]: Executive Compensation and Executive Incentive Problems. *Journal of Accounting and Economics* 9, 287–310. o.
- LEWELLEN, W.–RODEN, D. [1996]: The Post-Buyout Performance of LBOs. Working Paper, Graduate School of Management, Purdue University.
- MASSON R. [1971]: Executive Motivations, Earnings, and Consequent Equity Performance. *Journal of Political Economy* 79, 1278–1292. o.
- MEGGINSON, W.–NASH, R. VAN RANDENBORGH, M. [1994]: The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis. *Journal of Finance* 49, 403–452. o.
- MEHRAN, H. [1995]: Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics* 38, 163–184. o.
- MORCK, R.–SHLEIFER, A.–VISHNY, R. [1988]: Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 293–316. o.
- MURPHY K., [1985]: Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics* 7, 11–42. o.
- MUSCARELLA, C.–VETSUYPENS, M. [1990]: Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs. *Journal of Finance* 45, 1389–1414. o.
- OPLER, T., [1992]: Operating Performance in Leveraged Buyouts: Evidence From 1985–1989. *Financial Management* 21, 27–34. o.
- PRICE WATERHOUSE [1989a]: Privatization: Learning the Lessons from the U. K. Experience. Price Waterhouse, London.
- PRICE WATERHOUSE [1989b]: Privatization: The Facts. Price Waterhouse, London.
- RODEN, D.–LEWELLEN, W. [1995]: Corporate Capital Structure Decisions: Evidence from Leveraged Buyouts. *Financial Management* 24, 76–87. o.
- SMITH, A. [1990]: Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts. *Journal of Financial Economics* 27, 143–164. o.