

**AZ ÁGAZATI ÉS VÁLLALATI ÉRTÉKTEREMTŐK  
AZONOSÍTÁSA ÉS ALKALMAZÁSA –  
AZ ÜZLETI TEVÉKENYSÉGEK ÉS A FENNTARTHATÓ  
GYAKORLATOK ÖSSZEHANGOLÁSA A TULAJDONOSI  
ÉRTÉKALKOTÁSBAN**

**IDENTIFICATION AND APPLICATION OF SECTORAL  
AND CORPORATE VALUE DRIVERS –  
COORDINATION OF BUSINESS ACTIVITIES AND  
SUSTAINABILITY PRACTICES IN SHAREHOLDER  
VALUE CREATION**

**NAGYNÉ HALÁSZ Zsuzsanna – JÁMBOR Balázs Róbert –  
KATITS Etelka**

**Kulcsszavak:** *pénzügyi benchmark, értékteremtők, tulajdonosi érték, fenntarthatóság*

**Keywords:** *financial benchmark, value drivers, shareholder value, sustainability*

**JEL Kód:** C10, G30, M21, Q01, Q14

<https://doi.org/10.33565/MKSV.2023.02.04>

## **ABSZTRAKT**

*Napjainkban a vállalkozások változókonny és összetett versenykörnyezetben léteznek. A teljesítmény- és tulajdonosi érték különböző szempontjainak mérése is összetett és alapos körülmények között igényel. Számos üzleti intelligens eszköz létezik, amelyek közül az egyik a strukturált numerikus elemzés. A pénzügyi benchmark is ide tartozik, amelynek jelentősége felértékelődik a piacok bővülésének, de a piacokról való kivonulás idején is. Jelenleg többarányos módszert alkalmaznak és alig terjedt el ezek összekapcsolása a tulajdonosi érték-teremtéssel. A cél annak az EU-s irányelv megvalósításának vizsgálata, mely szerint a vállalatok rövid távú előnyök helyett hosszú távú, fenntartható értékeket teremthessenek. Bemutatjuk a pénzügyi benchmarkban a több információ- tartalmat nyújtó eszközök alkalmazását. Kutatási kérdéseink: Miért és hogyan épülhet egymásra a vállalati fenntartható gazdálkodás, a növekedés és az értékteremtés a gyakorlatban? Milyen kvantitatív és kvalitatív értékteremtőket lehet azonosítani az elmúlt évekből? Hol, és hogyan lehet alkalmazni a kapott eredményeket? Ezek a döntéshozó vezetők munkájának akár újra tervezését is szolgálják. Adatbázis- és eset elemzést végzünk a FINel pénzügyi szakértői rendszer elemző moduljával, amit kiegészítünk tartalomelemzéssel, valamint céges terep- és tanácsadói munka eredményeivel. A pénzügyi benchmarkot a magyar vármegyei top 1000 vállalatok ágazati mintája és AKI minta jelenti. Mindkét minta mérleg és eredménykimutatások aggregált adatait tartalmazza. Amíg a benchmarkok, mint referenciaértékek teljesítése vagy túllépése fontos sikert hozó jelzés, addig az alul teljesítés korai figyelmeztető jelzés, ami akár az adott cég értékrombolásához is vezethet.*

## **ABSTRACT**

*Today, businesses exist in a volatile and complex competitive environment. Measuring different aspects of performance and shareholder value is also complex and requires careful consideration. There are many business intelligence tools out there, one of which is structured numerical analysis. This also includes the financial benchmark, the importance of which increases during the expansion of the markets, but also during the withdrawal from the markets. Currently, a multi proportional method is used, and their connection with shareholder value creation has hardly spread. The goal is to examine the implementation of the EU directive, according to which*

*companies can create long-term, sustainable values instead of short-term benefits. In our article, we present the use of tools that provide more information content in the financial benchmark. Our research questions: Why and how can corporate sustainable management, growth and value creation build on each other in practice? What quantitative and qualitative value creators can be identified from the past years? Where and how can the obtained results be applied? They even serve to replan the work of the decision-makers. We perform database and case analysis with the analysis module of the FINel financial expert system, which we supplement with content analysis and the results of corporate consulting work. The financial benchmark is the sectoral sample of the top 1000 Hungarian county companies and the AKI sample. Both samples contain aggregated data from balance sheets and profit and loss statements. While meeting or exceeding benchmarks as reference values is an important signal of success, underperformance is an early warning signal that can even lead to the destruction of the company's value.*

## **BEVEZETÉS**

Napjainkban szignifikáns kockázati tényezőket jelentenek a globális hőmérséklet-emelkedés és az ebből eredő ökológiai problémák, amelyek a társadalmak és a gazdaságok működését fenyegetik. Különösen a kiszámíthatatlan és kockázatos világunkban megzavarja „az eddig megszokott” vezetői döntéshozatali feladatokat, irányítást és végrehajtást. Ezek mellett a fenntarthatóság kivételes médiafigyelmet és közérdeklődést generált az utóbbi években, így sokat hallunk a környezeti fenntarthatóságról, a környezet védelméről makro- és mikroszinten is, de ez a szemlélet már a lakosság mindennapjaiba is beépült (pl. szelektív hulladékgyűjtés). A fenntarthatóság ugyanis nem csak kormányzási kérdés, mert a magánszemélyeknek, családoknak, üzleti vállalkozásoknak és a civil szerveződéseknek is olyan célokat és értékeket kell követniük, oly módon kell meghozni mindennapi döntéseiket és olyan kezdeményezésekbe kell belevágniuk, amelyek egyben hozzájárulnak a fenntartható társadalom eléréséhez is (Nemzeti Fenntartható Fejlődési Tanács, 2013).

A fentiek miatt a vállalkozások változékony és összetett versenykörnyezetben léteznek. A teljesítmény- és tulajdonosi érték különböző szempontjainak mérése is összetett és alapos körültekintést igényel. Számos üzleti intelligens eszköz létezik. Ezek közül az egyik a strukturált numerikus elemzés, amelyhez a pénzügyi benchmark is tartozik. A pénzügyi benchmark jelentősége felértékelődik a piacok bővülésének, de a piacokról való kivonulás idején is. Jelenleg többbarányos módszert alkalmaznak és alig terjedt el ezek összekapcsolása a tulajdonosi értékteremtéssel. A cél annak az EU-s irányelv megvalósításának vizsgálata, mely szerint a vállalatok rövid távú előnyök helyett hosszú távú, fenntartható értékeket teremthessenek. Bemutatjuk ezért a pénzügyi benchmarkban a több információs tartalmat nyújtó eszközök alkalmazását. Kutatási kérdéseink: Miért és hogyan épülhet egymásra a vállalati fenntartható gazdálkodás, a növekedés és az értékteremtés a gyakorlatban? Milyen kvantitatív és kvalitatív értékteremtőket lehet azonosítani az elmúlt évekből? Hol, és hogyan lehet alkalmazni a kapott eredményeket? Ezek a döntéshozó vezetők munkájának akár újra tervezését is szolgálják. Adatbázis- és eset elemzést végzünk a FINel pénzügyi szakértői rendszer elemző moduljával, amit kiegészítünk tartalomelemzéssel, valamint céges terep- és tanácsadói munka eredményeivel. A pénzügyi benchmarkot a magyar vármegyei top 1000 vállalatok KSH ágazati mintája és az AKI-MINTA jelenti.

## **A TÉMA FELVEZETÉSE, A VONATKOZÓ SZAKIRODALOM FELDOLGOZÁSA ÉS ÉRTÉKELÉSE**

A vállalati értékmozgatók a teljesítmény adott szintjéről nyújtanak információt és lehet következtetni a korábbi vezetői döntések megvalósításának sikeréről/sikertelenségéről.

## A vállalati teljesítménymérés

Carroll (2004) szerint egy vállalat teljesítményét a jövedelmezőség, növekedés, piaci érték, tulajdonosi megtérülés, gazdasági hozzáadott érték, vevői elégedettség és az érintettek elvárásai határozzák meg. A cég teljesítményének pénzügyi elemzéssel történő mérése hagyományos eszköz a befektetők, a döntéshozók, a hitelezők és más érdekelt felek számára (Delen et al., 2013), mert sok szakember szerint a vállalat teljesítménye megegyezik a pénzügyi teljesítménnyel. Az érintettek számára azonban nem csak a pénzügyi teljesítmény számít (Harrison, & Wicks, 2013). Freeman (1984:46) szerint a teljesítmény „...a cég tevékenységei által létrehozott összérték, amely a vállalat minden egyes legitim érintettje számára létrehozott haszon összege”. A Hansen & Wernerfelt 1989 óta azonosítja a vállalati teljesítmény meghatározó tényezőit a szervezeti, környezeti és emberi tényezők kombinálásával, amelyek a szervezeti légkör kialakulásához vezetnek. A munkavállaló/egyén viselkedését befolyásoló szervezeti légkör befolyásolja a szervezet teljesítményét. Rothaermel (2017) kidolgozott egy hasonló cégteljesítmény-modellt három standard teljesítménydimenzió – számviteli jövedelmezőség, részvényesi érték és gazdasági érték – figyelembevételével, de integrálva a *kiegyensúlyozott eredménytábla (Balanced Scorecard - BS)* (Kaplan & Norton, 1996) és a *háromszoros határvonal (Triple Bottom Line - TBL)* (Elkington, 1998) keretrendszerét is. Rothaermel (2017) hét pénzügyi értéket javasol, amelyeket 2 kategóriába csoportosít annak érdekében, hogy azonosítsa a befektetett tőke megtérülését (ROIC), vagyis egy olyan megtérülést, amely többet fejez ki, mint a saját tőke megtérülése, és amely a legtöbb érintett felet, nemcsak a tulajdonosokat érinti az alábbi szerint:

ROIC (*Return on Invested Capital*)

= ROR (*Return on Revenue*) x WCT (*Working Capital Turnover*)

= *Net Profit/Revenue* x *Revenue/Working Capital*

A ROR (bevétel megtérülési ráta) nagyságát meghatározza a COGS/Revenue, a R&D/Revenue és a SG&A/Revenue

ahol  $COGS = Cost\ of\ Goods\ Sold$  (eladott árok beszerzési értéke);  $R\&D = Research\ \&\ Development\ Expense$  (kutatási és fejlesztési kiadások);  $SG\ \&\ A = Selling,\ General\ \&\ Administrative\ Expense$  (értékesítési, általános és adminisztratív kiadások);  $Revenue$  (bevétel).

A WCT forgótőke fordulatszám nagyságát befolyásolja a  $Revenue/Fixed\ Assets$ ,  $COGS/Inventory$ ,  $Revenue/Account\ Receivable$ ,  $Revenue/Account\ Payables$ , ahol  $Fixed\ Assets$  (tárgyi eszközök);  $Inventory$  (készlet);  $Account\ Receivable$  (követelések);  $Account\ Payables$  (szállítói tartozások).

A befektetett tőke magasabb megtérülési rátájának (ROIC) eléréséhez a menedzsernek mérlegelnie kell mind a bevétel megtérülésének (ROR) maximalizálását (Bierly & Chakrabarti, 1996), mind a forgótőke optimalizálását (Baños-Caballero et al., 2014). Ennek ellenére a vállalat közös célja a tulajdonosi érték maximalizálása (Friedman, 1970; Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Az értékteremtéshez és a tulajdonosok vagyonának maximalizálásához a vállalatoknak figyelembe kell venniük az érintettek szinergiájának erejét (Tantalo & Priem, 2016), mert „...a tulajdonosok biztosítják az üzleti vállalkozások specifikus tőkéjét, míg a társadalom az „opportunity” tőkét” (Schlossberger, 1994:459).

### **A pénzügyi benchmark**

A vállalati teljesítmények értékelésének összehasonlításban van értelme. A pénzügyi benchmark az egyik vállalat tevékenységének összehasonlítása egy másik vállalat tevékenységével mennyiségi vagy minőségi mérőszámok segítségével, annak érdekében, hogy felfedezzék a hatékonyság növelésének módjait (Bendell et al., 1998). A versenytársak pénzügyi benchmarkja, amely a pénzügyi mérőszámokat alkalmazó teljesítmény-benchmark, a benchmark egyik leggyakrabban használt formája. A pénzügyi benchmark általában úgy történik, hogy számos vállalatot összehasonlítanak előre meghatározott mono- és multikauzális ok-okozati kapcsolaton alapuló pénzügyi mutatók és

mutatórendszerek alapján. Az utóbbihoz tartozik a DuPont modell, amelyről Katits et al (2019) részletesen ír és alkalmaz, pénzügyi benchmark keretében, a magyar top szállodaiparban.

Napjainkban a pénzügyi benchmark jelentősége felértékelődik nemcsak a piacok bővülésének, de a piacokról való kivonulás idején is. Többarányos módszert alkalmaznak és alig terjedt el ezek összekapcsolása a tulajdonosi értékteremtéssel. Bemutatjuk a pénzügyi benchmarkban a komplexitást csökkentő, ugyanakkor több információs tartalmat nyújtó eszközök alkalmazását.

A vállalat összteljesítményének értékeléséhez minden dimenziót integrálni kell a BS eredménymutatóba. Meg kell találni az egyensúlyt mind a pénzügyi, mind a stratégiai célok, a tárgyi és immateriális javak között. Kaplan & Norton (1996:2) azt állítja, hogy „...egy *Balanced Scorecard* három kulcsfontosságú, nem pénzügyi területen, teljesítménymutatókkal egészíti ki a hagyományos pénzügyi mérőszámokat: a vállalat kapcsolata ügyfeleivel; kulcsfontosságú belső folyamatait; tanulása és növekedése”. A vállalati társadalmi felelősségvállalás szerepet játszik a vállalat teljesítményének közvetett előmozdításában a hírnév és a versenyelőny növelése révén, miközben javítja a vevői elégedettség szintjét (Saeidi et al., 2015).

### **A vállalati értékmozgatók**

*Value Driver* (VD) értékmozgató, értékteremtő, értékújító minden olyan változó vagy tényező (erőforrás, tevékenység vagy feltétel) amely befolyásolható, mérhető, irányítható, ellenőrizhető és befolyásolja a vállalkozás értékét, mert csökkenti a cégkockázatot, növeli a jövedelmezőséget, s mindez a pénzáramtermelés jövőbeli növekedéséhez vezet, így a fenntartható üzleti tevékenységek pozitív hatással lehetnek egy vagy több értékteremtőre, és ezáltal növelhetik az üzleti értéket (Rappaport, 2002; Katits, 2017). A VD nagyságokkal lehet kontrollálni, de igazolni is, amelyek a fenntartható értékteremtés forrásai is. A számos kutató és közgazdász érdeklődését felkeltő vállalati értéket a szakirodalom a vállalkozás teljesítményének legjobb értékelési mutatójaként

kezeli, integrálva a vállalat belső helyzetét és külső környezetét tükröző kvantitatív és kvalitatív értékgenerálókat. Az 1. ábra mutatja a VD kialakulásának és fejlesztésének időbeni folyamatát, jellemzőit, meghatározó eredményeit a kutatók neveivel fémjelvezve.

<b>KVANTITATÍV VD</b> <b>megtartotta helyét napjainkban is, de megjelentek bővítések, kiegészítések</b>		
<b>1980- as</b>	Az értékteremtő elemzés fontossága az értékmaximalizálással kapcsolatos döntések elfogadásában, mint a cégműködés- és tevékenység legfontosabb célja. (Abel, 1983; Balachandran, Nagarajan, & Rappaport, 1986; Rappaport, 1986, 2002).	
<b>1990- es</b>	Az értékteremtők üzleti értékre gyakorolt hatásának megállapítása összetett, kevésbé vizsgált és részletesebb kutatást igényel. Nincs egyértelmű megközelítés az üzleti értékre hatással levő tényezők besorolására (Mills, & Print, 1995; Scarlett, 1997; Copeland et al., 1999; Mallinson, & French, 2000; Schor, 2000; Black et al., 2001; Akalu 2002).	
<b>KVANTITATÍV ÉS KVALITATÍV VD</b> <b>fenntarthatóság és teljesítmény közötti összefüggések vizsgálata</b> <b>ágazatokra, tevékenységi körre</b>		
<b>2000- es évek</b>	Widelmann (2008)	logisztika
	Gabzdylova, Raffensperger, & Castka (2009)	borászat
	Vítková, Chovancová, & Veselý (2017)	építőipar
	Todeschini et al. (2017)	divatipar
	Vochozka & Machová (2018)	közlekedés
<b>IPAR 4.0</b>		
<b>N a p j a i n k</b>	Value Triangle (VT) mint a fenntarthatósági szakadék megszüntetésének megközelítése. A VT azt feltételezi, hogy a cégek közösen teremtenek értéket egy olyan üzleti ökoszisztémán belül, amely magában foglalja a társadalmat és a természeti környezetet (Biloslavo et al., 2018.)	
	A fintech vállalatok fenntarthatósági profiljának a hatását vizsgálja. Kiemeli azt, hogy a fintech cégek értékét a rangsorok vagy a zöld tanúsítványok vezérlik (Merello et al., 2022).	
	Egy olyan rezponzív üzleti innovációs modell létrehozása, amely fenntartható értékteremtési javaslatot és piaci előnyt hoz létre. Az értékhálózatokban rejlő kölcsönös függőségek lehetővé teszik az együttműködésen alapuló munkát és az erőforrások közös létrehozását, mint például a <i>crowdsourcing</i> , a <i>crowdworking</i> és a közösségi média platformok (Sewpersadh, 2023)	
	Empirikusan vizsgálja a B2B cégek technológiai felkészültségének hatását az információs technológiai képességekre és a <b>mesterséges intelligencia alapú ügyfélkapcsolat-kezelésre (AI-CRM)</b> , a kapcsolatok teljesítményére és a társadalmi kapcsolatok alakulására. A B2B cégek kapcsolati teljesítménye jelentős és pozitív kapcsolatban áll a társadalmi fenntarthatóság teljesítményével (Rahman et al., 2023).	

**1. ábra. A kvantitatív és a kvalitatív VD-k a nemzetközi szakirodalomban**

*Saját szerkesztés*

Black et al. (2001), Mallinson & French (2000), Rappaport (1998) munkáinak elemzése, Scarlett (1997), Mills & Print (1995), Balachandran et al., (1986), Abel (1983) feltárta az értékteremtő elemzés fontosságát az értékmaximalizálással kapcsolatos döntések elfogadásában, ami a vállalati tevékenység legfontosabb célja. Sokféle megközelítést mutattak be az értékteremtők befolyásolására és azok osztályozására. Akalu (2002), Schor (2000) és Copeland et al. (1999) hangsúlyozzák azt, hogy az értékteremtők üzleti értékre gyakorolt hatásának megállapítása összetett, kevéssé vizsgált és részletesebb kutatást igényel.

Az értékteremtők meghatározásának és osztályozásának szempontjai leggyakrabban a tulajdonosi érték elemzési módszeréhez és az értékalapú menedzsment koncepciójához kapcsolódnak. A szakirodalom a VD leírásának széles skáláját mutatja be. Rappaport (1998), Copeland et al. (1999), Scarlett (1997) olyan értékvezérelt változókat közölnek, amelyek befolyásolják a vállalat értékét. Az értékteremtők olyan belső és külső tényezők, amelyek lehetővé tehetik a szóban forgó vállalkozás létrehozását/megsemmisítését. A tulajdonosi érték kérdéseit elemző irodalom nem egységes megközelítést mutat az értékteremtők számáról. Rappaport (1998), Mills & Print (1995) Scarlett (1997), Black et al. (2001) hét VD-t emel ki, nevezetesen: árbevétel-növekedés, tevékenységi haszonkulcs, társasági adókulcs, forgótőke és tőkeintenzitás, tőke költség és versenyelőny időszaka. Az említett VD-n kívül Turner (1998) közli a 8. VD tényezőt, a tőke megtérülési rátáját.

Rappaport (1998), Kaplan & Norton (1996), Scarlett (1997), Schor (2000), Black et al. (2001) munkáiban olvashatjuk a VD-k osztályozásait, valamint az értékteremtők és a vállalat céljai közötti kapcsolat elemzési modelljeit, de kapcsolódnak a tulajdonosi értékelemzés módszereihez és az értékalapú menedzsment koncepciójához, amelyek alapítója Rappaport (1998). Az értékalapú menedzsment megközelítése integrálja az értékmérési és -ellenőrzési folyamatokat, amelyek a hosszú távú részvényesi érték létrehozására irányulnak (Ittner & Larcker, 2001) azáltal, hogy a közös erőfeszítéseket az érték alapvető

mozgatórugóira összpontosítják (Copeland et al., 1999). A szakirodalom elemzésekor megfigyelhető, hogy a szerzők többsége az értéknövelő hatás szempontjából vizsgálja az értékteremtőket. Ellenben érdekesek azok az értékteremtők, amelyek éppen negatívan befolyásolhatják az értéket.

A szakirodalomban fellelt értékteremtőket és a vállalati célok kapcsolatának modelljeiben az értékteremtőket bizonyos csoportokra osztják. Rappaport (1998) elsőként mutatta be a VD és a vállalat közös céljai közötti kapcsolat modelljét, hangsúlyozva a VD értékteremtők fontosságát egy általános vállalatirányítási rendszeren belül. 3 csoportba osztotta: működési, befektetési és pénzügyi. Scarlett (1997) némileg korrigálta Rappaport modelljét, és 4 kategóriába sorolta: immateriális, működési, befektetési és pénzügyi. Kaplan & Norton (1996) az értékteremtőket pénzügyi, vásárlói, belső és innovációs csoportba sorolja. Ittner & Larcker (2001) szerint a VD sorolható pénzügyi, vásárlók, alkalmazottak, működési, minőségi, szövetségek, kínálat, környezet, innovációk és társadalom kategóriákba.

### **A vállalati fenntarthatóság és értékteremtés**

Az Agenda 2030 megvalósításához szükség van fenntartható nemzetgazdaságokra, melyeknek alapkövei azok a vállalatok, melyek gazdálkodásukban, növekedésükben és pénzügyeikben is megalapozzák az SDG (*Sustainable Development Goal*) célok elérését, mivel az üzleti stratégiáikat a globális prioritásokhoz igazítják. A költség- és energiahatékony működés, a körforgásos gazdasági modell, a fenntarthatósági célok beépítése a működésbe, valamint az ügyfelek és partnerek bizalmának hosszú távú megtartása adja azt a stratégiát, ami már napjainkban feltétel a versenyképes vállalatok csoportjába kerülés és ebben a csoportban maradás érdekében.

Fenntartható szervezet az, amelynek jellemzőit és tevékenységeit úgy alakították ki, hogy valamennyi érdekelt fél számára egy „kívánatos jövőbeli állapothoz” vezessenek. A befektetők számára a kívánatos jövőbeli állapot minden bizonnyal

a bevételek tartós növekedését jelenti. A tehetségi piac számára ez magában foglalja a munkaerő sokszínűségét. A szabályozók és a közösség nagyra értékeli a környezetvédelmet és a társadalmi felelősségvállalást. A fogyasztók hasznos, megbízható, ár-hatékony termékeket és szolgáltatásokat keresnek. Magának a vállalatnak, a dolgozói szemszögéből, a kívánatos jövőbeli állapot magában foglalja az életképesség és a jövedelmezőség fenntartását, mivel az innováció előmozdítása mellett a kockázatkezelést is vállaljuk. Azok a vállalatok, amelyek aktívan kezelik és reagálnak a fenntarthatósági mutatók széles skálájára, kedvezőbben képesek hosszú távon értéket teremteni az érdekelt felek számára. Soppe (2009), Johnsen (2003) és Peylo (2012) szerint a fenntartható vállalati finanszírozás összefügg a társadalmi felelősségvállalással kapcsolatos beruházásokkal, amelynek célja a magasabb környezeti és társadalmi teljesítmény elérése, miközben további bevételeket kell realizálni a pénzügyi fenntarthatóság érdekében. Huerga & Rodríguez-Monroy (2019) azt állította, hogy a fenntartható vállalati finanszírozás és pénzügy segíti a gazdaságokat az egyensúly kialakításában még az adósságtöbblet felhasználása ellenére is. Sertsios (2020) szerint a vállalatok belső finanszírozási előnyökkel rendelkeznek a fenntarthatósági tényezőket integráló piacokon, amelyek elősegítik a fenntartható hosszú távú pénzáramlást. Siegrist et al. (2020) integrált egy koncepcionális fenntartható vállalatfinanszírozási keretrendszert kockázatkezeléssel, immateriális javakkal és költségcsökkentéssel a megfelelő erőforrás-felhasználás és a bevételek javítása révén. Így rávilágít arra, hogy a vállalatok hogyan tudják hasznosítani a környezeti fenntarthatóságot hosszú távú pénzügyi döntéshozatali keretükben. Banerji & Fang (2021) és Sertsios (2020) egyesítette a vállalati pénzügyeket, az ipari szervezeteket és a vállalati gazdaságtant azért, hogy hangsúlyozza a piaci verseny fenntartható fejlődését, a vevő-szállító integrációt, a tulajdonosi struktúrákat és a szervezeti formákat, valamint a pénzügyi politikák kölcsönhatásait. Bár a fenntartható vállalati finanszírozást vizsgálták a szakirodalomban, hiányoznak a vállalatok pénzügyi gyakorlatát alkotó módszerek (Chan et al., 2019).

Azok a cégek, amelyek üzleti stratégiájukba és döntéshozatali folyamatukba beépítik a fenntarthatóságot, javíthatják hosszú távú hatékonyságukat, és növelhetik a részvényesek vagyonát és a vállalati értéket (Portillo-Tarragona et al., 2018).

A fenntarthatósági három pillér – a gazdaság, ökológia és szociális ügyek – vállalati döntéshozatalban azonos mértékű figyelembevételét a menedzsment eszközein keresztül teszi konkrétabbá és mérhetővé. A fenntarthatóság előnyt jelent az alapítója számára és hozzájárul a környezet, a társadalom, de a személyes jóllét kedvezőbb irányú alakulásához: értéknövekményt jelent és teremt. Az értékorientált vállalatvezetés és a fenntarthatóság, mint cél bevonása a *stakeholdereket* is tekintetbe véve, javítja a megtérülési várakozásokat (energia megtakarítást, környezet kímélést stb.), s ezzel indirekt módon növeli egy cég értékét.

## **A KUTATÁS TARTALMA**

### **A kutatás adatbázisa**

A pénzügyi benchmark készítéséhez két vállalati adatbázist használunk. Az egyik a kettős könyvvitelt vezető cégeket felölelő *Agrárgazdasági Kutatóintézet* (AKI) adatbázis, amely a TEÁOR (*Tevékenységek Egységes Ágazati Osztályozási Rendszere*) "A" nemzetgazdasági ágon belül a mezőgazdasági tevékenységet végezték a 2018-2020 közötti beszámolási időszakban (továbbiakban: AKI-MINTA). Az elemzés során felhasznált adatok a NAV társasági adóbevallások adatbázisára épül, amelyben csak az év végén is működő, adóbevallást készítő és azt a tárgyévét követő május 31-ig hibamentesen benyújtó társas vállalkozások adatai szerepelnek. Az 1. táblázat azt mutatja, hogy a vizsgált magyar kettős könyvvitelt vezető mezőgazdasági cégek száma 2019-ben 8, 2020-ban pedig 6,5%-kal csökkent a 2018. üzleti évhez képest. A vizsgált minta 2/3-a nyereséges cég, s ez az arány a COVID19 járvány 1. évében sem változott. A gazdálkodási forma szerint vizsgálva megállapíthatjuk azt, hogy a 2018. évhez képest megmaradt a kft-

k 74-76%-os és az Rt-k 3%-os aránya, azonban a betéti társaságok aránya megduplázódott, míg a szövetkezetek aránya több, mint felére esett vissza. A vállalati méret szerint vizsgálva azt láthatjuk, hogy a vizsgált mintában bőven 80% körüli a mikrovállalkozás aránya. A cégszám csökkenése ellenére a vállalati méret szerint kialakult arányok nem változtak még 2020-ban sem. Ebből a jövedelemtermelés stabilitására lehet következtetni.

**1. táblázat. A magyarországi kettős könyvvitelt vezető mezőgazdasági cégek számának alakulása a nyereség szintje, a gazdálkodási forma és a vállalati méret szerint 2018-2020 között (darab)**

Megnevezés	2018	2019	2020
<b>Nyereség szintje szerint</b>			
Nyereséges	5 903	5 610	5 705
Veszteséges	2 756	2 442	2 386
Nulla eredményű	443	337	419
<b>Összesen</b>	<b>9 101</b>	<b>8 389</b>	<b>8 510</b>
<b>Gazdálkodási forma szerint</b>			
Kft	6 750	6 309	6 485
Rt	300	289	268
Szövetkezet	318	472	437
Bt.	1 165	1 007	978
Nonprofit szervezet	67	55	52
Egyéb	501	257	290
<b>Összesen</b>	<b>9 101</b>	<b>8 389</b>	<b>8 510</b>
<b>A vállalkozások nagysága szerint</b>			
Mikrovállalkozás	7 609	6 981	7 181
Kisvállalkozás	1 181	1 102	1 027
Középvállalkozás	233	229	221
Nagyvállalat	12	13	14
Egyéb vállalkozás	66	64	67
<b>Összesen</b>	<b>9 101</b>	<b>8 389</b>	<b>8 510</b>

Forrás: Agrárgazdasági Kutatóintézet (2018., 2019., 2020.) a <https://www.aki.gov.hu/product-category/ev-es-jelentesek/> oldalról

A másik adatbázis a pénzügyi benchmark készítéséhez a KSH által összeállított magyar top 1000 vállalat vármegyei bontásban, de esetünkben csak azokat a vármegyéket vizsgáljuk, ahol a vizsgált cégek székhelye van: Pest, Hajdú-Bihar és Győr-Moson-Sopron.

Az értékesítés nettó árbevétele alapján a magyar top 500-ba tartozó 5 mezőgazdasági vállalat gazdálkodását és VD tényezőit vizsgáljuk. Ehhez az e-beszámoló.hu és a céginfo.hu oldalairól letöltött kimutatásokkal, valamint a cégek honlapján olvasható információkkal is dolgoztunk.

A 2. táblázat mutatja az 5 vizsgált cég helyezésének változását 2018 és 2020 között. A rangsorban mindegyik cég 2020-ban kedvezőbb helyezést ért el, mint az előző két évben. Ez az 5 mezőgazdasági vállalat szerepelt mindhárom vizsgált évben a top 500 listában. A rangsorban a legnagyobb helyezési változásokat az N és a G vállalat mutatja, amely a top 500 rangornak inkább a hátsó részében szerepel.

**2. táblázat. A vizsgált mezőgazdasági cégek helyezésének változása 2018 és 2020 között**

Megnevezés	2018	2019	2020
Hunland Trade Kft. (HT) – Állattenyésztés	90	112	109
Baromfi Coop Kft. (BC) – Baromfitenyésztés	161	132	115
Nagisz Zrt. (N) – Sertés- és baromfitenyésztés, tojáselőállítás	410	346	344
Agrofeed Kft. (A) – Haszoneledel-gyártás, takarmányozás, premix gyártás	362	352	345
Gallus Kft. (G) – Baromfitenyésztés és – feldolgozás	450	453	385

*Forrás: Saját szerkesztés a Heti Világgazdaság, 2019. és 2021. november 18. száma alapján*

### **A kutatási módszer**

A munkánk empirikus részében a FINel pénzügyi szakértői rendszer a mono- és multikauzális ok-okozati összefüggések feltárására szolgáló 'Pénzügyi elemző és diagnóziskészítő alapmodul' és az 'Értékteremtők; SV-számítás' modul eredményeit közöljük adott vállalati mintán (2. ábra).

Életciklus azonosítás; Jelzés- és okkutatás	Operatív kontrolling	Stratégiai kontrolling	Benchmark	<i>Turnaround controlling</i>	Korai figy. rendszer készítés	Érték- teremtők; SV- számítás
↶	↶	↑	↑	↑	↗	↗
<b>Pénzügyi elemző és diagnóziskészítő alapmodul</b> „Úgy legyen jövedelmező a vállalkozásunk, hogy közben fizetőképes, nem eladósodott, perspektivikus a működése, valamint hatékony eszköz- és vagyongazdálkodást folytat.”						

**2. ábra. A FINel pénzügyi szakértői rendszer moduljai**

*Saját szerkesztés*

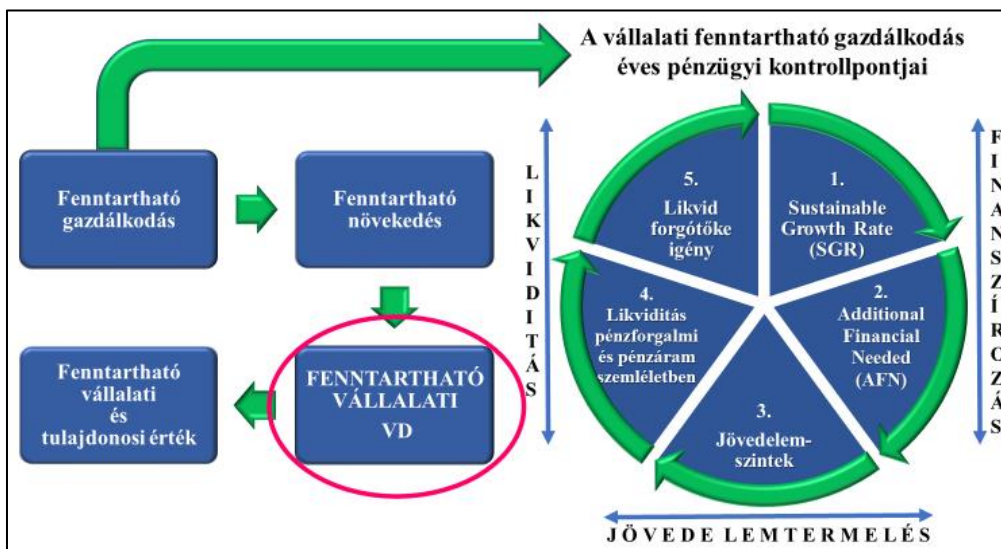
A FINel alkalmas a vállalati működés fázisaihoz – az originális és derivatív alapítás, a növekedés és válság szakaszokhoz – igazított elemzést végezni az életszakaszok logikája mentén, de a modulokat önállóan is lehet alkalmazni. Ezt bizonyítja Kucséber (2016) Hitelintézeti Szemle és Kucséber (2015) Tér-Gazdaság-Ember című szaklapban megjelent munkájában. A hazai vállalatfelvásárlások jövedelemtermelőképességét (2015) és a forgótőkegazdálkodás hatékonyságát vizsgálta (2016).

## KUTATÁSI EREDMÉNYEK

### **A vállalati fenntartható gazdálkodás, a növekedés és az értékteremtés összefüggései**

A COVID19 járvány idején a cégek menedzselése, ami reális válságban fordulatkezelést igényelt, a választott technika és stratégia megválasztása összefüggött a gyógyulással, a sikerrel. A sikeres fordulat (*turnaround*) egyet jelentett a vállalati aktivitás folyamatos növelésével, az új sikerpotenciálok kiépítésével, ami már az átrendeződés és a növekedési pályára állítás szakaszát jelenti (Katits, 2021). Mivel a fenntarthatóság a növekedés és az érték hajtóereje, így a növekedési pályára állítás idején is vállalható és ésszerű célkitűzés lehet. Hogyan gazdálkodjunk fenntarthatóan, hogyan növekedjünk fenntarthatóan? Milyen VD tényezők mozgatják a Fenntartható tulajdonosi értéket (*Sustainable*

*Shareholder Value=SSV*)? Mindezek elvezetnek a SSV számításához (3. ábra bal oldala is mutatja).



**3. ábra. A növekedési pályán a fenntarthatóság jegyében**  
*Saját szerkesztés*

A 3. ábra jobb oldala kiemel egy alkalmazást. A kontrollpontokat a fenntartható növekedés-finanszírozás-jövedelem, termelés-likviditás érvényesülése figyelembevételével alakítottuk ki. Hogyan? A fenntartható növekedési ráta (*Sustainable Growth Rate=SGR*) és pótlólagos finanszírozási igény (*Additional Financial Needed=AFN*) egybevetésével döntést tudunk hozni a finanszírozási szerkezetről és módozatról, s ennek ismeretében levezethetjük a jövedelem-szinteket (működési, a nettó és a tiszta profitot). A fenntartható gazdálkodáshoz rendszeres és zökkenőmentes pénzáramlás és pénzforgalom szükséges a tartozások határidőben történő teljesítése, valamint a tevékenységek finanszírozása érdekében. Így a likviditási tervet és annak kontrollját pénzforgalom és működési pénzáramlás szemléletben javasoljuk készíteni. Ha a cég fenntartható gazdálkodását havi kontroll alatt szeretné tartani, akkor a

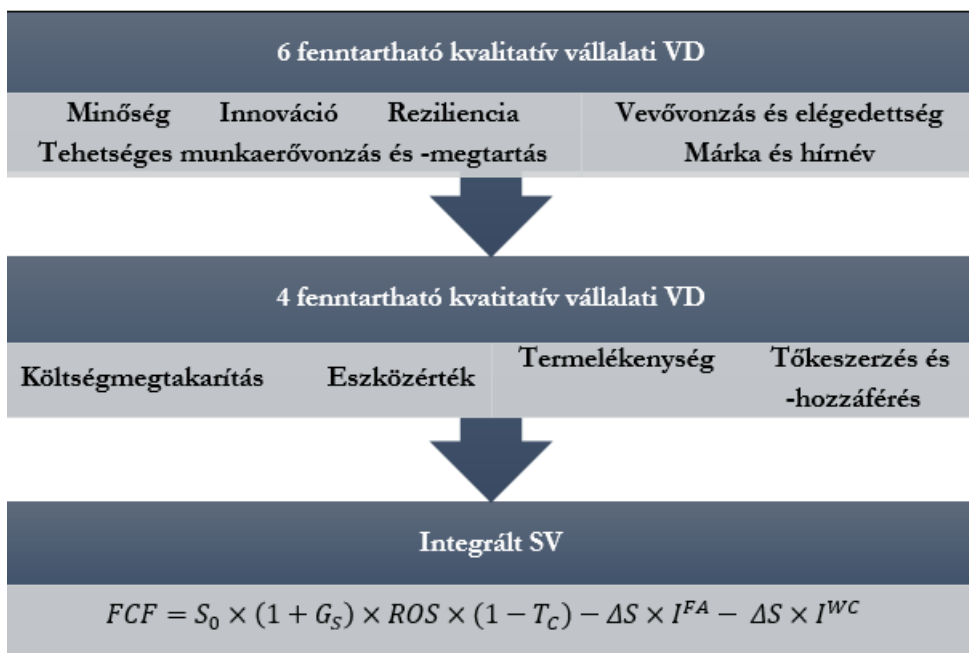
likviditási terv havi egyenlegét szembe állítjuk a forgótőke igénnyel, s ha az pénzeszköz formájában is rendelkezésre áll, akkor fenntartható a működés.

Az adott üzleti évben választott/tervezett addicionális forrásigény és SGR növekedési rátával kialakított tőkeszerkezet mellett elért/kalkulált pénzárammal számított záró és nyitó saját tőkeérték (a súlyozott átlagos tőke költséget alkalmazva diszkontáláshoz vegyes finanszírozás esetében) különbségét vesszük. Ha van a tőkeszerkezetben adósság (*Debt*), akkor ebből a tőkeértékből levonjuk az adósság nagyságát és tulajdonosok súlyozott átlagos megtérülési rátáját alkalmazva diszkontáláshoz, megkapjuk a tulajdonosi értéket (*Shareholder Value=SV*) nagyságát. Amennyiben mind a záró, mind a nyitó időpontban vett SV egymással megegyezik, úgy a vállalkozás tartós jövedelmezősége, vagyis bevételi forrása és adófizetési képessége biztosított. A nyereséget a vállalkozásból tartósan kivonható összegnek tekintjük akkor, ha előtte végrehajtottuk azokat a beruházási és finanszírozási intézkedéseket, amelyek a jövőben is biztosítják a jelenben elért pénzáramot. Tehát a folyó év nyereségét a jövőben várható összegből származtatjuk (*ex ante* mérték), amit az üzleti évek záró időpontjára diszkontálunk. Ne felejtsük el azt, hogy a záró SV a következő üzleti év nyitó SV-je. Egy ilyen, a jövőben várható pénzáramon alapuló számítást nem tudunk elvégezni a mérlegben található tételekkel. Ezt a számítást a vállalat menedzsmentje által végrehajtott, a jövőre vonatkozó „hármás pillért” illető döntések eszközének tekintjük. Ennek a számításnak a végeredménye megmutatja azt, hogy – a fenntartható működés érdekében – mekkora részt lehet kifizetni osztalékként. A fenntartható működésen nem bizonyos vagyontárgyak állagának fenntartását, hanem az évenként számított, így dinamikusan fenntartható SV megőrzését értjük. Abban az esetben, ha az *ex ante* nyereség (kivonható pénzösszeg) meghaladja az adózott eredményt és azt teljes mértékben kifizetik, akkor a mérleg szerinti saját tőke megőrzése már nem lehetséges. Különösen napjainkban, emelkedő árak idején az adózott eredmény meghaladja a tőkeérték megőrzéséhez kivonható nyereség nagyságát.

Az SV a befektetők elégedettségén keresztül alakul. A fenntartható cégre vonatkozó javaslatunkban az alapérték nem a gazdasági növekedés, hanem a fenntarthatóság, ami éppen a cég növekedési pályán tartását biztosítja. Emiatt a végső cél az, hogy a vállalkozás fenntartható módon értéket teremtsen a cég tulajdonosai és a társadalom egésze számára, amelyhez egy logikailag átgondolt útmutató segítséget jelent a menedzselési munkában.

### **A vállalati kvantitatív és kvalitatív értékteremtők azonosítása a fenntarthatóság jegyében**

Napjainkban a vállalkozások elmozdultak kizárólag a jövedelmezőségre való hivatkozástól, amikor feltárják azt, hogy hogyan teremtenek értéket a cégük és az érdekeltek számára. Hangsúlyt fektetnek az érték olyan aspektusaira, amelyek túlmutatnak a pénzügyi források változásain, de a nem pénzügyi tényezőkn is, mint például az alkalmazottak, az ügyfelek, a beszállítók, a közösségek, a környezet és az immateriális javak. Egyre inkább az értékteremtés legfontosabb szempontjai a vállalat működése és hatásai, függőségei (pl. erőforrások és kapcsolatok) és sebezhetőségei kerülnek előtérbe. A fenntartható menedzsment a fő érdekcsoportok integrálását jelenti a vállalati stratégiába és a napi működésbe. A vállalati fenntarthatóság kontextusban az üzleti/pénzügyi, valamint a társadalmi és környezet mérési lehetőségeinek a feltárását és megértését is szolgálja. Az értékmérés jelzés egy vállalkozás időbeli tartósságára, fennmaradásának lehetőségeire. Az értékmérés és -teremtés rendkívül fontos az érdekelt felek számára, mivel segít megérteni a vállalattal fenntartott kapcsolatuk/kötődésük jellegét és azt, hogy hogyan képes megfelelni a társadalmi és környezeti változások/alakulások új normái szerinti működéssel.



4. ábra. Az 5 top magyar mezőgazdasági vállalat fenntartható vállalati kvantitatív és kvalitatív értékteremtői

*Saját szerkesztés*

A 4. ábra jelöléseinek tartalma a következő:  $FCF$ =Szabad pénzáram (*Free Cash Flow*);  $S_0$ =Aktuális árbevétel (*Current Sales*);  $S_1$ =Tervezett árbevétel (*Forecasted Sales*)= $S_0 \times (1 + G_S)$ ;  $\Delta S = S_1 - S_0$  or  $S_1 = \Delta S + S_0$ ;  $G_S$ =Az árbevétel növekedési rátája (*Growth Rate of Sales*);  $ROS$ =Az értékesítés megtérülése (*Return on Sales*);  $T_C$ =Effektív társasági adórata (*Effective Corporate Tax Rate*);  $I^{FA}$ =Az árbevétel növekményhez szükséges újra beruházási ráta tárgyi eszközökben (*Reinvestment Rate Based on Incremental of Sales in Fixed Assets*);  $I^{WC}$ =Az árbevétel növekményhez szükséges újra beruházási ráta forgótőkében (*Reinvestment Rate Based on Incremental of Sales in Working Capital*).

A 4. ábra mutat 6 fenntartható kvalitatív és 4 kvantitatív értékteremtőt, amelyek tartalma az alábbi:

- Minőség: A környezeti és társadalmi (élelemfogyasztási) hatásokra való összpontosítás a termékek és szolgáltatások minőségének javulását

eredményezte, beleértve a hízóállatok felnevelését és a kapcsolódó mezőgazdasági technológiák tervezését és kezelését. Ez magában foglalta a szigorú környezetvédelmi szabványok betartását és az integritás megőrzését a viselkedésekre és értékekre vonatkozó részletes irányelvek révén, amelyek társadalmi célon alapulnak. Kiterjedt olyan termékre, szolgáltatásra vagy eszközre, amely jövőbiztos, előre látja a piaci trendeket, és idővel megőrzi relevanciáját a fogyasztók számára.

- Innováció: A vizsgált vállalatok felmérték a termékei és szolgáltatásai gyártásából és szállításából eredő környezeti és társadalmi hatásokat, és azonosították a kapcsolódó új trendeket, technológiákat. Ez új üzleti lehetőségeket, valamint a szolgáltatások előállításának és nyújtásának innovatív módjait is megteremtette. A fenntartható üzleti tevékenységek újabb együttműködést jelentettek a részlegek és az ellátási láncok között, ami az innováció előmozdításának egy másik eszköze. Ezek a vállalatok versenyelőnyre tettek szert azért, hogy képesek voltak kihasználni az új trendeket, és a kihívásokat lehetőségekké alakították.
- Reziliencia: A vállalkozásoknak magas szintű rugalmassággal kellett rendelkezniük ahhoz, hogy túléljenek az egyre ingatagabb, bizonytalanabb, összetettebb és kétértelműbb világunkban. Ez magában foglalta a szélsőséges időjárás eseményekből eredő biztosítási költségek és kötelezettségek mérséklését, valamint az erőforrások és anyagok elérhetőségének csökkenése miatti esetleges termelési költségek növekedésének mérséklését.
- Tehetséges munkaerő vonzás- és megtartás: A vizsgált 5 vállalat pozitív és integrált megközelítést tanúsítottak a lehetséges fenntartható szervezet felépítésében, belsőleg és külsőleg is, így nagyobb valószínűséggel váltak a választott munkaadóvá az új és a meglévő munkatársak számára egyaránt. Az alkalmazottak a munkával való elégedettséget keresték, a cél, az átláthatóság, a munka és a magánélet egyensúlyára összpontosítva. Ha a vállalat értékeli az egészséget és a közösségi hatást, akkor javítja a termelékenységet, a lojalitást

és a hatékonyságot, valamint keretet biztosíthat a munkával való elégedettséghez az értelmes hozzájárulás révén. A koherens fenntarthatósági stratégia fokozza a munkatársak azonosulását a vállalattal, ezáltal növelve a munkaerő motivációját, ami viszont pozitívan kapcsolódik a vevői elégedettséghez.

- Vevővonzás- és elégedettség; Az 5 vállalat azáltal vonzotta és tarthatta meg megrendelőit és fogyasztóit, hogy reagáltak az olyan termékek és szolgáltatások iránti növekvő keresletre, amelyek a fenntarthatóságot beépítették a szállításukba. Az éllátási láncban felfelé és lefelé szintén segítettek ezeknek a megrendelőknek elkerülni saját fenntarthatósági kockázataikat, vagy elérni saját ambícióikat, így fenntartva a hosszú távú együttműködési lehetőségeket.
- Márka és hírnév: A fenntarthatóságnak az üzleti stratégiába és a márkaprofilba történő beépítése javította a hírnevet, azzal a kapcsolódó értékkel, amely az új ügyfelek és tehetségek vonzásának elősegítéséből fakadt. A fenntartható üzleti és társadalmi felelősségvállaló (*Corporate Social Responsibility*=CSR) tevékenységek javították a márkát és a hírnevet, magukban foglalták a helyi közösség segítségét, a környezet védelmét, valamint a készségek fejlesztését.
- Költségmegtakarítás: Az 5 vállalat jelentős működési és pénzügyi költségbázissal létezik jelentős szezonalitással, ráadásul a klimatikus viszonyoknak kitéve. A kapcsolódó fenntarthatósági tevékenységek közé tartozott az erőforrás-hatékonyság, a hulladékgazdálkodás és az energiahatékonyság. A megnövekedett ökohatékonyság közvetlenül alacsonyabb működési költségeket jelentett (alacsonyabb energiaszámlák, nyersanyagköltségek, a veszélyes hulladékok ártalmatlanítási költségeinek csökkentése, újrahasznosítás stb.). Ezen kívül az életciklus-értékelés és a folyamatok optimalizálása csökkenti a jövőbeni szigorodó környezetvédelmi jogszabályokhoz való alkalmazkodás költségeit.

- Tőkeszerzés és -hozzáférés, hitelképesség: A koherens vállalati fenntarthatósági stratégia, a fenntarthatósági kockázatértékelés és az átlátható jelentéstétel növelte a vállalatok hitelképességét, javítva a tőkéhez való hozzáférést és csökkentve a tőkeköltségeket. 2 vállalat is részt vett a Zöld Kötvénykibocsátási Programban, ami a fenntartható üzleti tevékenységekből származó előnyök közé tartozik.
- Termelékenység: A legalapvetőbb szinten az energia-, víz- és anyagfelhasználás hatékonyságának javítása a kiadások csökkentésével, illetve a megtakarítással növelte a termelékenységet. A munkaező termelékenységén belül a változó munkaező-eltvárásokra való reagálás, az új termelési és szállítási módszerek, valamint az új technológiák növelték a termelékenységi rátákat. Ez magában foglalhatja a belső levegő minőségének és a megvilágítás szintjének javítását az új környezeti adatok hatására, vagy az alkalmazottak elkötelezettségének növelését, hogy az emberek megoszthassák véleményüket és érezzék, hogy értékelik őket.
- Eszközérték: A fenntarthatóság beágyazása a befektetők, ügyfelek és érdekelt felek igényeihez igazodva növelték a vállalati eszközök értékét. A fenntartható üzlet elvárásaival összhangban tervezett, megépített és kezelt eszközök részesültek a megnövekedett bérlői és befektetői keresletből, és kevésbé kell az elavulástól szenvedniük.

### **A kapott eredmények további alkalmazása**

Itt olyan menedzselési eszközöket alkalmazunk a gazdálkodás minősítésére, amelyben a VD játssza a főszerepet.

A VD-k az üzleti stratégiák piaci szituációján alapulnak annak érdekében, hogy segítsenek elkülöníteni és számszerűsíteni a vállalatok működési kilátásait a tulajdonosi értékben. Alfred Rappaport, a tulajdonosi értékalkuláció fejlesztője, aki 1983-ban először publikálta a következő 7 vállalati értékajtót: a  $G_5$  nettó

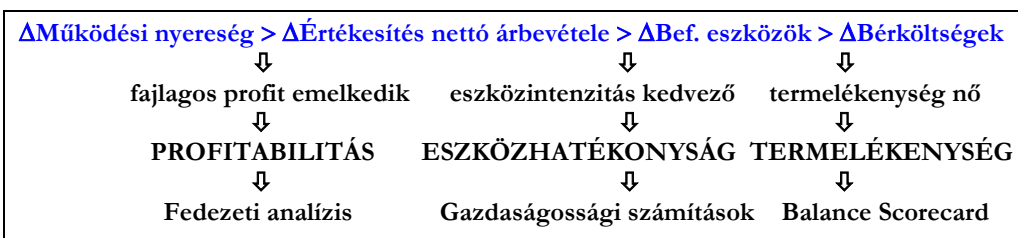
árbevétel növekedési üteme, az értékesítés megtérülése (ROS) működési haszonkulccsal mérve, a pótlólagos árbevétel növekedéshez szükséges újra befektetési ráta ( $I^{FA}$ ,  $I^{WC}$ ), tőkeköltség, a  $T_C$  effektív társasági adókulcs és a stratégiai tervezési horizont. A 3. táblázat mutatja a tőkeköltség és stratégiai tervezési horizont kivételével a VD tényezőket a HT, BC és A esetében. A félkövér számok jelölik a kedvező értékeket és tendenciát.

**3. táblázat. A 3 mezőgazdasági vállalkozás kvantitatív VD alakulása**

Megnevezés	Zöld Kötvénykibocsátási Program				Társadalmi felelősségvállalás bevezetés	
	HT		BC		A	
	előtt	után	előtt	után	előtt	után
<b><math>G_S</math></b>	-19,2%	<b>2,0%</b>	13,1%	<b>37,5%</b>	-3,5%	<b>3,0%</b>
<b>ROS</b>	1,6%	1,1%	6%	<b>10,7%</b>	4,5%	<b>5,5%</b>
<b>Effectív <math>T_C</math></b>	4,4%	6,0%	1,8%	<b>1,0%</b>	11,0%	<b>9,0%</b>
<b><math>I^{FA}</math></b>	20,0%	-37,0%	16,4%	<b>37,0%</b>	104,0%	<b>132,0%</b>
<b><math>I^{WC}</math></b>	82,0%	<b>233,0%</b>	50,3%	<b>310,0%</b>	5,7%	<b>9,6%</b>
<b><math>\Delta\ddot{U}TE</math></b> (HUF)		<b>610 692</b>		-645 059		-165 773
<b><math>\Delta\acute{E}N\acute{A}</math></b> (HUF)		<b>355 921</b>		<b>9 718 915</b>		<b>5 292 753</b>
<b><math>\Delta</math>Bef. eszk.</b> (HUF)		<b>-34 697 196</b>		<b>3 581 031</b>		<b>189 482</b>
<b><math>\Delta</math>Béreköltségek</b> (HUF)		<b>322 638</b>		<b>205 466</b>		<b>277 014</b>

*Forrás: Saját számításokon alapuló szerkesztés*

A jövedelmezőségi-hatékonysági követelmény érvényesülését (a szükséges módszerekkel) az 5. ábra mutatja.



**5. ábra. Jövedelmezőségi-hatékonysági kritérium**

*Forrás: Katits, 2017.*

Ha a működési eredmény növekedése meghaladja az árbevétel növekedését, akkor a termékek/szolgáltatások fajlagos nyeresége, de fedezettartalma is emelkedik (mert a fedezeti ponton túl, a nyereséges zónában van). Ha a beruházások emelkednek, de ez a növekedés kisebb, mint az árbevétel növekedése, akkor a tárgyi eszközök árbevételre generáló képessége növekszik, ami az eszközhatékonyság kedvező alakulását jelzi. Ha az előző háromnál alacsonyabb a bérköltség növekedése, akkor a munkatermelékenység növekszik. A 3. ábra ennek a relációnak a bizonyítékeként a 2018-2020 közötti időszakban a Zöld Kötvénykibocsátási Program és a társadalmi felelősségvállalás bevezetése előtt és után azt látjuk, hogy ez az összefüggés a HT vállalat esetében teljesült, így a termék/szolgáltatás haszonkulcsa BC és A vállalat esetében alacsony. Az A vállalat esetében a befektetések jelentősen nem növekedtek, de a bérköltségek emelkedése jelentősen meghaladta a befektetések és az árbevétel növekedését.

Itt egy évről-évre készíthető, vagyis dinamikus és működési-beruházási-finanszírozási paraméterekkel korrigálható pénzügyi kalkulációt javasolunk, ami egy ún. dinamikus pénzügyi fenntarthatóságot biztosít.

Itt a FINel pénzügyi szoftver 'Pénzügyi elemző és diagnóziskészítő alapmodul' a multikauzális ok-okozati összefüggés feltárására épülő két-, három- és ötlépes DuPont modelljét alkalmazzuk 3 magyar fenntartható top 500-ba tartozó agrárcégre, s kiegészítjük az AKI-MINTA-ban levő összes kettős könyvvitelt vezető agrárcégek és a vármegyei top 1000 ágazati adatokkal a pénzügyi „bemérés” és diagnóziskészítés érdekében. Az illusztrációhoz a 2020. évi beszámoló adataival számoltunk (4 táblázat). A közreadott táblázatokban a működés gyenge pontjait sötét háttérrel jelöljük.

**4. táblázat. A két-, három- és ötlépes DuPont modell alkalmazása benchmark vizsgálatban a 2020. üzleti évben**

Megnevezés	HT	Pest vármegye ei top 1000	BC	Hajdú- Bihar vármegye ei top 1000	A	GYMS vármegye ei top 1000	AKI- MINT A
Eszköz- hatékonyság	2,50	0,84	0,45	0,59	1,40	0,62	0,59
Nettó jövedelmezőségi ráta (%)	0,70	<b>1,98</b>	5,26	5,85	3,15	6,28	8,20
<b>ROA</b>	<b>1,75%</b>	<b>1,66%</b>	<b>2,37%</b>	<b>3,45%</b>	<b>4,41%</b>	<b>3,89%</b>	<b>4,84%</b>
Eszköz- hatékonyság	2,50	0,73	0,45	0,59	1,40	0,62	0,59
Nettó jövedelmezőségi ráta (%)	0,70	1,98	5,26	5,85	3,15	6,28%	8,20
Finanszírozási áttétel (Részvénytőke szorzó)	3,00	1,51	3,19	1,61	6,13	1,63	1,57
<b>ROE</b>	<b>5,25%</b>	<b>3%</b>	<b>7,56%</b>	<b>5,56%</b>	<b>27,04%</b>	<b>6,35%</b>	<b>7,59%</b>
Adóteher ráta	0,94	<b>0,92</b>	0,98	0,60	0,89	0,97	0,95
Kamatteher ráta	0,75	0,44	0,69	0,78	0,76	0,80	1,00
Működési jövedelmezőségi ráta (%)	1,00	<b>5,00</b>	12,46%	7,70	4,65	8,1	8,62
Eszköz- hatékonyság	2,50	0,84	0,45	0,59	1,40	0,62	0,59
Finanszírozási áttétel (Részvénytőke szorzó)	3,00	1,51	3,19	1,61	6,13	1,63	1,57
<b>ROE</b>	<b>≈5,25%</b>	<b>≈3,00%</b>	<b>7,56%</b>	<b>5,56%</b>	<b>≈27,00%</b>	<b>6,35%</b>	<b>≈7,59%</b>
Lekötött tőke hatékonysága	16,40	1,84	0,99	1,13	4,67	1,11	1,10
Nettó jövedelmezőségi ráta (%)	0,70	1,98	5,26	5,85	3,15	6,28	8,20
<b>ROI</b>	<b>11,48%</b>	<b>3,64%</b>	<b>5,21%</b>	<b>6,61%</b>	<b>14,73%</b>	<b>6,97%</b>	<b>9,02%</b>

Forrás: Saját számításokon alapuló szerkesztés a <https://e-beszamolo.im.gov.hu/oldal/beszamolo/kereses>, a KSH és Agrárgazdasági Kutatóintézet adatbázisából Katits et al. (2019) alapján

**ÖSSZEFOGLALÁS, KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK**

Mivel a nemzetgazdaságban részt vevő vállalkozások gazdaság-pénzügyi növekedésére és fejlődésére szükség van a globális fenntarthatósági célok megvalósítása érdekében, ezért bemutattuk a fenntartható gazdálkodás, a növekedés és az értékteremtés összefüggéseit a vállalati gyakorlatban.

Azonosítottunk 6 kvalitatív és 4 kvantitatív értékteremtőt 5 top magyar mezőgazdasági vállalat esetében, amelyből 3 vállalat a fenntarthatósági elvek megvalósítása mellett elkötelezte magát. Ezeket külön és a Rappaport-féle VD alakulását vizsgálva a fenntarthatósági elvek bevezetése után jóval kedvezőbb értékeket (3. táblázat) és gazdálkodási helyzetet (5. ábra) tapasztaltunk.

A kutatás természetéből kitűnik, hogy a VD felvetések teszteléséhez mind a tudományos, mind az üzleti közösség együttműködésére van szükség. Először is, további kvalitatív kutatásokra lesz szükség az alapvető értékteremtő tényezőkkel kapcsolatban, mivel az empirikus elemzéshez szükséges méréseket fejlesztik. Másodszor, ezeknek a javaslatoknak a teszteléséhez szükséges adatok a vállalati nyilvántartásokból és az érintettek körében végzett felmérésekből származnak. Harmadszor, az értékmeghatározáshoz figyelembe kell venni az érintett-kezdeményezések költségeit és hasznait, amelyek több funkció együttműködését teszik szükségessé az egyes vállalatokon belül. Ezek a problémák mind megoldhatók, de mindegyik egyedi kihívást jelent a tudósok számára az értékmérés során.

Hangsúlyozzuk a komplexitást, a modern, az innovatív és a kreatív szemléletet, cselekvést, de mégis a kvantitatív módszerek mellett voksolunk, mert szükségünk van támpontokra, iránytűkre, ami segíti behatárolni egy vállalat tartós siker pályáját a fenntarthatóság elveinek érvényesülésével.

A vállalati teljesítmény mennyiségi és minőségi értékmozgatóinak optimális keverékét kellene megtalálni, amelyet igazol a tulajdonosi érték számítása és annak éves növekedése mellett a pénzügyi benchmark alkalmazásával nyert információs halmaz (4. táblázat).

Napjainkban a mennyiségi és minőségi értékteremtők feltárásának folyamata nem ért véget a változó világunkból, a tetemes digitalizációból eredő kihívások és agilitás miatt. A teljesítmény egy szubjektív fogalom, több jelentéssel, oldallal és dimenzióval. Még ha pénzügyi és nem pénzügyi mutatóknak is tekintjük a cég teljesítményének végső mérése érdekében, az összehasonlítás során a vállalat

összes célkitűzése és stratégiai célja lefordítható és beépíthető a pénzügyi kimutatásba. A pénzügyi teljesítmény egyszerre ok és okozat. Amint a vizsgálatból kiderült, az egyik vállalat jobban teljesít, mint a másik, és egyértelmű versenyelőnnyel rendelkezik, amely főként az üzleti alapkompenciákon alapul: olyan üzleti-vevőközpontú modellt alkalmaz, amelyben a növekedés, a jövedelmezőség és a fenntarthatóság terén elért teljesítmény javítása sokkal nagyobb eredményekkel jár, mint a három közül csak a kettő teljesítményének javítása (3. táblázat).

Mivel a vizsgált magyar agrárcégek megkezdték a fenntartható üzleti gyakorlatok integrálását vállalati szellemiségükbe, termékeikbe és szolgáltatásaikba, ezért hasznos lenne az ún. integrált és dinamikus érték mérése. Az erre irányuló „itt és most” kísérlet helyett inkább egy olyan megközelítést vázolunk fel, amely segít a vállalkozásoknak azt megérteni, hogy mi teremt értéket, mi vezet az értékhez és ezekhez az értékmozgatókhoz hogyan járulhatnak hozzá a fenntartható tevékenységek. Ez egy be- és rávezető ahhoz, hogy elkezdjük feltárni azt, hogy a társadalomba és a környezetbe való befektetések hogyan biztosítanak értéket az egyes vállalkozások számára.

A mezőgazdaság az értékláncon belüli vállalkozások közötti együttműködés, beleértve az ügyfeleket, a szállítókat és üzleti partnereket is, egy jelentős értékteremtő nemzetgazdasági ág, amelyben éppen az értékteremtés és -termelés az ellátási láncok, mint hálózati struktúrák fenntartható gazdálkodásának ésszerűsítését is szolgálja.

Az értékteremtő vállalati fenntarthatóság realizálása stratégiai kihívást jelent. A rövid távú teljesítménymutatókra összpontosító vállalatok kudarcra vannak ítélve az értékteremtő fenntartható stratégia megvalósításában, mert kénytelenek a meglévő üzletágakra, nem pedig újak hosszabb távú fejlesztésére koncentrálni. Ha a menedzserek túl sok időt töltenek az alaptevékenységükkel, akkor nem jutnak új lehetőségekhez.

Bemutattuk azt, hogy lehetséges olyan mérőszámokat implementálni, tesztelni és finomítani, amelyek az SV-t befolyásolják. A fenntarthatóság mellett szóló üzleti érvek folyamatosan nőnek, de további kutatásokra és bizonyítékokra van szükség. A fenntartható üzleti tevékenységek és az SV közötti kimutatható kapcsolat remélhetőleg minden vállalatot meggyőz arról, hogy a fenntarthatóságot integrálják üzleti funkcióikba.

## IRODALOMJEGYZÉK

1. Abel, A. B., 1983. Optimal Investment Under Uncertainty. *American Economic Review*, 73(1), 228-233.
2. Akalu, M. M., 2002. *Measuring and Ranking Value Drivers*. Tinbergen Institute Discussion Paper, 3. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.310999>
3. Balachandran, B., Nagarajan, N. & Rappaport, A., 1986. Threshold Margins for Creating Economic Value. *Financial Management*, 15(4), 68-77.
4. Banerji, S. & Fang, D., 2021. Money as a Weapon: Financing a Winner-Take-All Competition. *Journal of Corporate Finance*, 66(C). <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101783>
5. Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J. & Martínez-Solano, P., 2014. Working Capital Management, Corporate Performance, and Financial Nonstraints. *Journal of Business Research*, 67(3), 332-338. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.016>
6. Bendell, T., Bouller, L. & Goodstadt, P. 1998. *Benchmarking for Competitive Advantage*. London: Pitman Publishing.
7. Bierly, P. & Chakrabarti, A., 1996. Generic Knowledge Strategies in the US Pharmaceutical Industry. *Strategic Management Journal*, 17(S2), 123-135. <https://doi.org/10.1002/smj.4250171111>
8. Biloslavo, R., Bagnoli, C. & Edgar, D., 2018. An Eco-critical Perspective on Business Models: The Value Triangle as an Approach to Closing the Sustainability Gap. *Journal of Cleaner Production*. 174(10), 746-762. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.10.281>
9. Black, A., Wright, P. & Davies, J., 2001. *In Search of Shareholder Value. Managing the Drivers of Performance*. London: Financial Times Prentice Hall.
10. Carroll, A. B., 2004. Managing Ethically With Global Stakeholders: A Present and Future Challenge. *The Academy of Management Executive*, 18(2), 114-120. <https://doi.org/10.5465/AME.2004.13836269>
11. Chan, K. C., Hung-Gay F. & Shen, C., 2019. Special Issue: Effects of Government, Changing Technology and Social Network in Greater China Markets: From Shadow

- Banking to Corporate Finance: An Introduction. *International Review of Economics & Finance*, 63(9), 1-3. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.08.002>
12. Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J., 1999. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (2nd ed.). New Jersey: McKinsey & Company, Inc.
  13. Delen, D., Kuzey, C. & Uyar, A. 2013. Measuring Firm Performance Using Financial Ratios: A Decision Tree Approach. *Expert Systems with Applications*, 40(10), 3970-3983. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2013.01.012>
  14. Elkington, J., 1998. *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st-century Business*. Gabriola Island: New Society Publishers.
  15. Freeman, R. E., 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman.
  16. Friedman, M., 1970. The Social Responsibility of Business. *The New York Times Magazine*, September 13th. <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html> (2023.03.28.)
  17. Gabzdylowa, B., Raffensperger, J. F. & Castka, P., 2009. Sustainability in the New Zealand Wine Industry: Drivers, Stakeholders and Practices. *Journal of Cleaner Production*, 17(11), 992-998. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2009.02.015>
  18. Hansen, G. S. & Wernerfelt, B. 1989. Determinants of Firm Performance: The Relative Importance of Economic and Organizational Factors. *Strategic Management Journal*, 10(5), 399-411. <https://doi.org/10.1002/smj.4250100502>
  19. Harrison, J. S. & Wicks, A. C., 2013. Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance. *Business Ethics Quarterly*, 23(01), 97-124. <https://doi.org/10.5840/beq20132314>
  20. Huerga, A. & Rodríguez-Monroy, C., 2019. Mandatory Convertible Notes as a Sustainable Corporate Finance Instrument. *Sustainability*, 11(3), 897. <https://doi.org/10.3390/su11030897>
  21. Ittner, C. D. & Larcker, D. F. 2001. Assessing Empirical Research in Managerial Accounting: a Value-based Management Perspective. *Journal of Accounting and Economics*. 32(1-3), 349-410. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00026-X](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00026-X)
  22. Johnsen, D. B., 2003. Socially Responsible Investing: A Critical Appraisal. *Journal of Business Ethics*, 43(3), 219-222. <https://doi.org/10.1023/A:1022998232503>
  23. Kaplan, R. S. & Norton, D. P., 1996. Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System. *Harvard Business Review*, OnPoint, 36-48.
  24. Katits, E., 2021. *Fordulatkezelés a győr-moson-sopron megyei KKV mintában, avagy a turnaround pénzügyek aktualitása*. In: Farkas Szilveszter (szerk.) *Vállalkozások, kockázatok. Összegyűjtött dolgozatok*. Győr: PMS 2000 Mérnöki Társaság.
  25. Katits, E., 2017. *Haladó vállalati (életciklus) pénzügyek – Pénzügyek változ(tat)ások idején*. Sopron: Soproni Egyetemi Kiadó.
  26. Katits, E., Szalka, É., Nagy F. & Könczöl, T. 2019. *A magyar top cégek a turizmusban, avagy egy sikerre és ágazat pénzügyi diagnózisa*. Budapest: Multidiszciplináris kihívások, sokszínű válaszok, 71-97. <https://doi.org/10.33565/MKSV.2019.02.04>

27. Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D., 2010. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
28. Kucséber, L. Z., 2016. A hazai felvásárlás előtt és után: fókuszban a forgótőke-menedzselés. *Hitelintézet* *Szemle*, 15(1), 70-90. [http://epa.oszk.hu/02700/02722/00076/pdf/EPA02722\\_hitelintezeti\\_szemle\\_2016\\_1\\_070-090.pdf](http://epa.oszk.hu/02700/02722/00076/pdf/EPA02722_hitelintezeti_szemle_2016_1_070-090.pdf)
29. Kucséber, L. Z. 2015. Hogyan befolyásolják a vállalatfelvásárlások a felvásárló cégek jövedelemtermelő képességét? *Tér – Gazdaság – Ember*, 3(3), 55-67. [http://kgk.sze.hu/images/dokumentumok/folyoirat/TGE\\_III\\_evf03.pdf](http://kgk.sze.hu/images/dokumentumok/folyoirat/TGE_III_evf03.pdf)
30. Mallinson, M. & French, N., 2000. The Nature and Relevance of Uncertainty and How it Might be Measured and Reported. *Journal of Property Investment & Finance*, 18(1), 13-32. <https://doi.org/10.1108/14635780010316636>
31. Merello, P., Barberá, A. & De la Poza, E., 2022. Is the Sustainability Profile of FinTech Companies a Key Driver of Their Value? *Technological Forecasting and Social Change*. 174, 121290. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2021.121290>
32. Mills, R. & Print, C., 1995. Strategic Value Analysis. *Management Accounting*, 73(2). 35-37.
33. Nemzeti Fenntartható Fejlődési Tanács (2013): *Nemzeti fenntartható fejlődési keretstratégia*. <https://eionet.kormany.hu/akadalymentes/download/1/26/71000/NFFT-HUN-web.pdf>
34. Peylo, B. T., 2012. A Synthesis of Modern Portfolio Theory and Sustainable Investment. *The Journal of Investing*, 21(4), 33-46. <https://doi.org/10.3905/joi.2012.21.4.033>
35. Portillo-Tarragona, P., Scarpellini, S., Moneva, J. M., Valero-Gil, J., & Aranda-Usón, A., 2018. Classification and Measurement of the Firms' Resources and Capabilities Applied to Eco-Innovation Projects from a Resource-Based View Perspective. *Sustainability*, 10(9), 23. <https://doi.org/10.3390/su10093161>
36. Rahman, M. S., Bag, S., Gupta, S. & Sivarajah, U., 2023. Technology Readiness of B2B Firms and AI-based Customer Relationship Management Capability for Enhancing Social Sustainability Performance. *Journal of Business Research*. Elsevier 156 (C). <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.113525>
37. Rappaport, A., 1998. *Creating Shareholder Value*. New York: Simon és Schuster
38. Rappaport, A., 2002. *A tulajdonosi érték*. Budapest: Alinea Kiadó
39. Rothaermel, F., 2017. *Strategic Management*. New York: McGraw Hill Education
40. Saeidi, S. P., Sofian, S., Saeidi, P., Saeidi, S. P. & Saeidi, S. A., 2015. How Does Corporate Social Responsibility Contribute to Firm Financial Performance? The Mediating Role of Competitive Advantage, Reputation, and Customer Satisfaction. *Journal of Business Research*, 68(2), 341-350. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.06.024>

41. Scarlett, R.C., 1997. *Value-Based Management*. London: CIMA Publishing.
42. Sewpersadh, N. S., 2023. Disruptive Business Value Models in the Digital Era. *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 12(1), 1-27. <https://doi.org/10.1186/s13731-022-00252-1>
43. Schlossberger, E., 1994. A New Model of Business: Dual-investor Theory. *Business Ethics Quarterly*, 4(04), 459-474. <https://doi.org/10.2307/3857344>
44. Schor, L., 2000. *Topics in Value Based Management*. Boston: The LEK/Alcar Consulting Group LLC.
45. Sertsios, G., 2020. Corporate Finance, Industrial Organization, and Organizational Economics. *Journal of Corporate Finance*, 64 (C), <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101680>
46. Siegrist, M., Bowman, G., Mervine, E. & Southam, C., 2020. Embedding Environment and Sustainability into Corporate Financial Decision-Making. *Accounting & Finance*, 60(1), 129-147. <https://doi.org/10.1111/acfi.12533>
47. Soppe, A., 2004. Sustainable Corporate Finance. *Journal of Business Ethics*, 53(1-2), 213-224. <https://doi.org/10.1023/B:BUSI.0000039410.18373.12>
48. Tantalo, C. & Priem, R. L., 2016. Value Creation Through Stakeholder Synergy. *Strategic Management Journal*, 37(2), 314-329. <https://doi.org/10.1002/smj.2337>
49. Todeschini, B. V., Cortimiglia, M. N., Callegaro-de-Menezes, D. & Ghezzi A., 2017. Innovative and Sustainable Business Models in the Fashion Industry: Entrepreneurial Drivers, Opportunities, and Challenges. *Business Horizons*, 60(6), 759-770. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2017.07.003>
50. Turner, R. J., 1998. Projects for Shareholder Value: the Influence of Project Managers. [https://www.researchgate.net/profile/J-Turner/publication/238078970\\_PROJECTS\\_FOR\\_SHAREHOLDER\\_VALUE\\_THE\\_INFLUENCE\\_OF\\_PROJECT\\_MANAGERS/links/0f31752d6d9552043f000000/PROJECTS-FOR-SHAREHOLDER-VALUE-THE-INFLUENCE-OF-PROJECT-MANAGERS.pdf](https://www.researchgate.net/profile/J-Turner/publication/238078970_PROJECTS_FOR_SHAREHOLDER_VALUE_THE_INFLUENCE_OF_PROJECT_MANAGERS/links/0f31752d6d9552043f000000/PROJECTS-FOR-SHAREHOLDER-VALUE-THE-INFLUENCE-OF-PROJECT-MANAGERS.pdf) (2023.04.28.)
51. Vítková, E. & Chovancová, J. & Veselý D., 2017. Value Driver and Its Impact on Operational Profit in Construction Company. *Procedia Computer Science*, 121, 364-369. <https://doi.org/10.1016/j.procs.2017.11.049>
52. Vochozka, M. & Machová, V., 2018. Determination of Value Drivers for Transport Companies in the Czech Republic. *Nase More*, 65(4), 197-201. <http://dx.doi.org/10.17818/NM/2018/4SI.6>
53. Widelmann, H., 2008. *Entwicklungstrend in der Automobil- und Zulieferindustrie: empirische Studie*. München: TCW, Transfer-Centrum Verlag.