



DOI: 10.18427/iri-2017-0095

## **A beruházási döntés-előkészítés és döntéshozatal érdek-érdekeltségi összefüggései**

**Fodor Beáta**

**Miskolci Egyetem**

A tulajdonosok a tőkejövedelem reményében fektetnek pénzt a vállalatba. A döntéshozatal folyamata azonban különböző okokra visszavezethetően eltérhet a tulajdonosi érdekek leghatékonyabb érvényesítésétől. A tanulmány az érdekérvényesítési lehetőségek eltérítő hatására fókuszál. A gazdasági döntések létrejöttének hátterében is az érdek-érvényesítő ember áll, következésképpen az eltérítő hatás a döntési folyamat bármely szakaszában érvényre juthat. A vállalati döntések és az érdek-érdekeltségi helyzet összefüggéseit több kutató vizsgálja. Jelen tanulmány a problémakört a beruházási döntések folyamatára szűkítetten dolgozza fel, kísérletet téve a beruházási típusonként való vizsgálatra is. A kutatás jellege a vonatkozó magyar és angol nyelvű irodalom szisztematikus feldolgozása és kritikai elemzése. Erre épülnek a főbb megállapításai. A tanulmány többek között rámutat, hogy a tulajdonos hosszú távú nyereség maximálásától való eltérésnek a sávja és a természete elsősorban a vállalat típusának és méretének a függvényeként alakul. A vállalati típusnak a befolyásoló szerepe elsősorban attól függ, hogy egy kézben van-e a tulajdon és az irányítás. Ha egy kézben van, akkor a tulajdonos viszonylag hatékonyan képes érdekeinek az érvényesítésére. A gazdasági társaságok, és főként a részvénytársaságok esetében határozottan eltérhet a tulajdonosi körtől a vállalati ügyvezetés személyi köre, ami a döntések során ez utóbbi érdek-dominanciájához vezet. Más oldalról a vállalati méretek növekedése a magánvállalkozói érdekérvényesítés nehézségeit hozza felszínre, ugyanis a döntések egyre nagyobb hányadát kénytelen fizetett alkalmazottaira bízni, akik természetesen a saját érdekeiktől sem vonatkoztatnak el a döntéshozatal során.

### *A döntés*

Egy vállalat számára a legfontosabbak a stratégiai döntések. Ezekon túlmenően számos döntést kell hozni, de a stratégiai döntéssel összhangban. Arra a kérdésre, hogy mi is a döntés, a szakirodalomban többféle megközelítéssel találkozhatunk. Egyfelől eltér a döntéselmélet és

a vállalati gazdaságtan értelmezése szerint, másfelől a döntés fogalma szűken és tágan is értelmezhető.

Kornai János (1971) döntéelméleti megközelítése szerint a döntés a döntéshozó szervezet egy olyan speciális funkciója, amely a szervezet más egységének szabályozására szolgál (Francsovcics, 2002). Több szerző a döntést, mint választási lehetőséget értelmezi, azaz egyes meghatározások szerint a döntés nem más, mint valamilyen célnak megfelelő választás. Ebből a megközelítésből Kindler József (1981) a következőképpen fogalmazta meg a döntést: *„a döntés célirányos emberi választás adott környezetben cselekvési változatok között, ahol a cselekvési változatok a döntési folyamat döntést megelőző szakaszában cselekvési lehetőségként vannak feltárva”* (Kindler, 1981). A döntések azonban nem csupán a változatok közötti választást jelenti, hanem a döntéshozatal egész folyamatát foglalja magába. Azaz az eszközök mozgásba hozatalát is.

A tágan értelmezett döntés magába foglalja az előkészítés folyamatát is. Ez a folyamat függ a vállalat jellegétől, helyzetétől, döntéshozók hozzáállásától. A vállalat által meghatározott feladatokra, törekvésekre célfüggvényt – amely lehet egy adott cél is – képeznek, amelyre vonatkozóan meghozzák a megfelelő vállalati döntést (Szily, 1995). A döntéshozó legfőbb feladata a döntéshozatal, ami általában a saját érdekeinek megfelelően történik, azaz az ő érdekét szolgálja.

A döntés tehát különböző aspektusokból közelíthető meg, ezért több féleképpen is definiálható. Az említett döntési megközelítések mellett a jó döntéshozatal nem csupán az információk mennyiségének, az ember észjárásának, kreatívtségének, merészségének eredménye, hanem a jó, sikeres döntés meghozatalában az egyének megérzése is jelentős szerepet játszik.

## *Az érdek befolyásoló szerepe*

A vállalati érdekstruktúra meghatározó elemei: a vállalkozói, a tulajdonosi, a munkavállalói és a szervezeti érdek (Illés, 2008). A döntéshozó egyén, illetőleg a döntéshozatalban résztvevő közösség a munkája során sem tud elvonatkoztatni a saját érdekeitől, ami kisebb-nagyobb kihatással lehet a döntés minőségére.

A tulajdonosi érdek hatékony kiszolgálásától eltérő döntések jellemzően akkor következnek be, ha azokat nem a tulajdonosok hozzák meg. A tulajdonosnak a döntési lehetőségtől való eltávolodása két fő okra vezethető vissza. Ezek: a tulajdon és a vezetés kettéválása, illetőleg a vállalat nagy mérete. Mindkét esetben döntően a fizetett alkalmazottak munkáján alapul a döntéshozatal, akiknek az érdek-érdekeltségi helyzete nem azonos a tulajdonosokéval. Ezeket túl további eltérítő hatás keletkezik, ha a döntés-előkészítő, illetőleg a döntéshozó, szakmailag nem eléggé felkészült, vagy ha oly módon törekszik pozíciójának megtartására, hogy munkájában (esetleges hivatkozási alapként) kritikátlanul

támaszkodik bizonyos szakirodalmi ajánlásokra. (Ez utóbbiak szintén érdekérvényesítési törekvésekből származnak.)

## *Hosszú távú nyereségmaximálástól való eltérés okai*

A közgazdaságtanban a vállalat profitmaximalizálás elvét szét kell választani mikroökonómiai és vállalati gazdaságtani megközelítésre (Illés, 2016). Előbbi a rövid távú, míg utóbbi a hosszú távú profitmaximalizálási cél szempontjából vizsgálódik. Jelen tanulmány többek között a tulajdonos hosszú távú nyereségmaximálási érdekeinek érvényesítését gátló tényezőket vizsgálja.

Berle és Means már a 30-as években jelezték, hogy a tipikus részvénytársasági forma esetén az ügyvezetés kezébe megy át a vállalatirányítási hatalom (Mizruchi, 2004). A tulajdon és az irányítás elválásának vizsgálata azért fontos, mert ha egy kézben van, akkor a tulajdonos viszonylag hatékonyan képes érdekeinek az érvényesítésére. A gazdasági társaságok (gyűjtőfogalom, amely magába foglalja az egyszemélyes részvénytársaságokat és az egyszemélyes korlátolt felelősségű társaságokat is), leginkább a részvénytársaságok esetében határozottan eltérhet a tulajdonosi körtől a vállalati ügyvezetés személyi köre, ami a döntések során ez utóbbi érdek-dominanciájához vezet.

A részvénytársaságok tulajdonosi struktúrája nagyon különböző lehet, emiatt a részvényesek eltérő helyzetben vannak. Az „igazi” tulajdonosok a részvényesek, akiknek az érdeke a minél nagyobb részvényesi érték elérése. Többségük nem vesz részt a vállalat mindennapi életében. A döntési jogosultságot átruházzák a menedzserekre. Emiatt a részvénytársaság működtetése magában hordozza a megbízó-ügynök problémát.

## *Beruházások tipizálása és a kapcsolódó beruházási döntések*

A beruházás fogalmát számos kutató meghatározta. Ezeket egybevetve megállapítható, hogy eltér egymástól a közgazdaságtani és a vállalatgazdaságtani megközelítés. Ezek összevetésére is számos tanulmány készült. Jelen tanulmány a vállalati gazdaságtan megközelítéséből vizsgálja. A magyar szóhasználat szerint „*a befektetésnek az a válfaja, amely állóeszközök vásárlásaként vagy létesítéseként valósul meg*” (Illés, 2008:115). Ebből következőleg a beruházási döntések olyan tevékenységekre vonatkoznak, amelyek hasznai csak a jövőben, fokozatosan fognak jelentkezni. Attól függően, hogy egy vállalat milyen beruházást valósít meg, függ a vállalat céljától, amelyek vállalatonként eltérő. Ezen eltérések miatt a beruházási döntések is eltérnek. A beruházási döntések a következőképpen csoportosíthatók.

Irányváltás nélküli vállalati beruházás (Erdős, 2009):

- bővítő jellegű beruházás, amely a termelékenység bővítését szolgálja, új piac nyitására irányuló (diverzifikációs) beruházás, jogszabályi változások (akár környezetvédelmi előírások) miatt bekövetkező beruházás,
- pótló beruházás, amely a már meglévő, működő tevékenység fenntartása érdekében történik (például berendezések cseréje, fejlesztése).

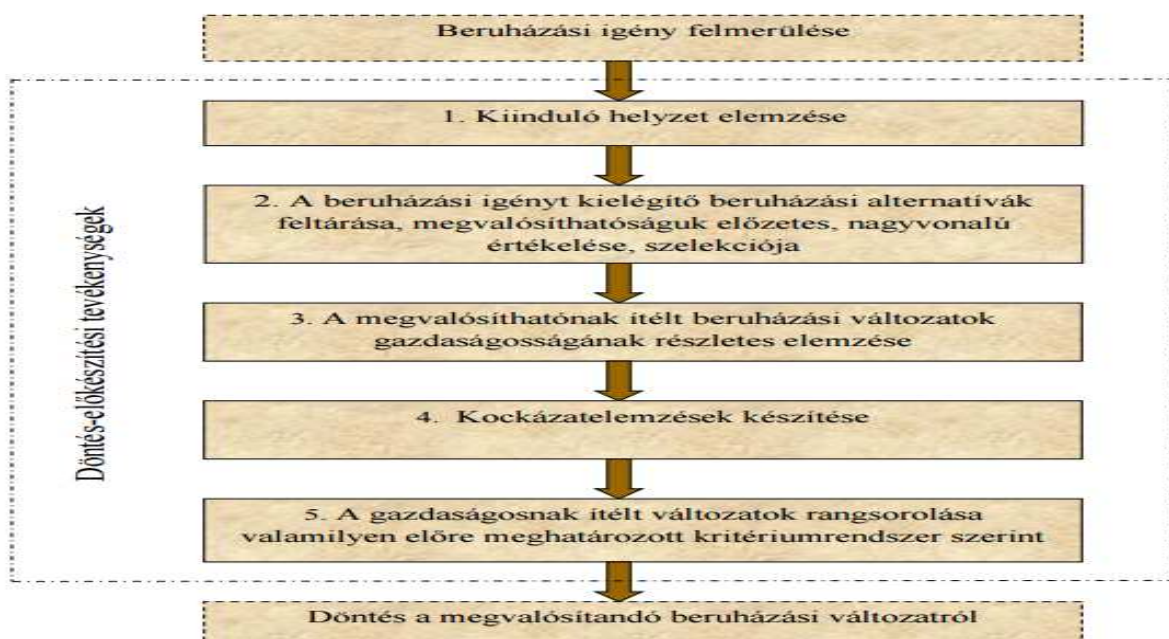
Irányváltással együtt járó vállalati beruházás (Deák et al., 2013):

- új funkciójú (létesítő) beruházás, amely olyan tevékenységet takar, amely új funkciójú beruházás és ez új tevékenység megkezdéséhez szükséges eszközök beszerzését jelenti.

Az irányváltással együtt járó új beruházások során vásárolt állóeszköz funkcióját tekintve termelés mennyiség bővítést is jelenthet a vállalat számára. A vállalat ekkor a meglévő termelést kívánja a beruházással növelni. Az ilyen típusú beruházás új piacra való belépést is jelent.

Egy vállalat számára, a cél elérése érdekében megvalósítandó beruházásról dönteni kell. Mivel jelen tanulmány az érdekérvényesítési lehetőségek eltérítő hatására fókuszál, amely a döntési folyamat bármely szakaszában érvényre juthat, fontos magának a döntés-előkészítés folyamatának is a tisztázása. A beruházások gazdasági döntés-előkészítési folyamatával számos magyar és külföldi szakirodalom foglalkozik. Szűcsné (2013) tanulmányában összehasonlítást tesz az egyes beruházási döntés-előkészítési folyamatok között lényegüket, részletezettségüket és tartalmukat tekintve. Ennek eredményeként megállapította, hogy lényegüket tekintve nagyjából azonos tevékenységeket foglalnak magukba, tartalmukat és részletezettségüket tekintve különbségek fedezhetők fel bennük.

1. ábra. A beruházások döntés, döntés-előkészítési modellje



Forrás: Szűcsné (2013)

## *A beruházási döntés és az érdek-érdekeltségi helyzet összefüggései*

Egy vállalat beruházási döntésével kapcsolatos érdek-érdekeltségi összefüggésének vizsgálata során számos probléma merül fel. Az irodalomban közismertnek tekinthető az a megállapítás, hogy tulajdonos és a menedzsment közötti érdekkülönbségek egyik oka, hogy a menedzsment a beruházás gazdaságosságának vizsgálata mellett, csak a kielégíthetőnek tekinthető finanszírozhatóság szem előtt tartásával vállal beruházásokat. Egy beruházással kapcsolatos döntést megelőző annak gazdaságossági vizsgálata – kevesebb a gazdaságos beruházás, mint a finanszírozható – majd meg kell vizsgálni a finanszírozási lehetőséget. A finanszírozás nem csak saját tőkéből, hanem idegen tőkéből is lehetséges. Mivel a vállalatvezetők és a menedzserek jelentős információval rendelkeznek a vállalat valódi állapotáról, értékéről, jövőbeli lehetőségeiről stb., ebből adódóan az érdekellentét nem csupán a vállalatvezetők, menedzserek és a részvényesek, hanem a hitelezőkkel is kialakul (Stion, 2012).

A vállalat finanszírozhatóságának növelése érdekében befektetési terméket kínál. Ez a legtöbb esetben hitelviszonyt megtestesítő értékpapír. A hitelezőnek (bank), a hitelminősítéséből adódóan magasabb kockázattal kell számolnia a vállalat által kibocsátott kötvény vásárlásakor, mint a gazdálkodásának színhelyéül szolgáló ország által kibocsátott állampapírok esetében (Financial Conduct Authority, 2014). Több forrásmunka vizsgálja ezen kockázat eredetét, és a legtöbb esetben az információt, vagyis az információ hiányát, illetőleg annak helytelen közlését jelölték meg. Egy tanulmány arra a következtetésre jutott, hogy az érdekellentét eredete a vállalat és a hitelezők között, az elemzők kutatási eredményeiben rejlő félrevezetések. Ugyanis közzé tehet olyan eredményeket, amely pozitív, vagy akár negatív fényben mutatják be a kibocsátót (International Organization of Securities Commissions, 2003). Wagas (2013) szintén az információhoz való hozzáférést emeli ki kutatásában. A vizsgálat eredményekét megállapította, hogy a részvényesek számára a legfőbb probléma az, hogy a vezetők részletes információkat kapnak a szervezetről, amely általában nem áll a részvényesek rendelkezésére. Ezt több kutató információs aszimmetriának nevezi. Artur Raviv és Milton Harris tanulmányukban kitérnek arra, hogy ha a részvényesek kerülnek döntési jogkörbe, akkor olyan döntéseket hoznak, amelyekben nem rendelkeznek elegendő információs bázissal. Raviv elmagyarázta, hogy ellentét alakul ki a vállalat tulajdonosai és a menedzsment között. A konfliktus eredményeképpen sok részvénytulajdonos nagyobb beleszólási lehetőséget keres a vállalati döntéshozatalba (Raviv & Harris, 2011).

Szemán (2008) egyik tanulmányában a beruházási döntések likviditását és gazdaságosságát vizsgálja. Megállapítása szerint *„a menedzsment rendszerint jó likviditási pozíció mellett vállal fel beruházásokat. Ha a vállalat likviditása kevésbé jó, akkor pozitív nettó jelenértékű projektek*

*sem valósulnak meg. Pozitív összefüggést mutattak viszont ki a beruházások nagysága és a belső tulajdon nagysága között, vagyis a belső tulajdonos hatékonyabban tudja érdekét érvényesíteni a beruházások során”* (Szemán, 2008:45-46).

Mivel a menedzsmentnek is érdeke a vállalat stabilitásának megőrzése, növelése, és ez sok esetben a beruházások megvalósításával köthető össze, az érdekkülönbség ebből is adódhat. Amennyiben a menedzsment döntési jogkörrel rendelkezik a beruházásokkal kapcsolatban akkor a gyengébb projekteket is megvalósítja. A tulajdonos velük szemben akár a nagyobb kockázattal járó beruházások mellett is dönthet. Tehát a beruházásokkal kapcsolatos kockázatvállalás szempontjából érdekellentét látható (Brealey, Myers & Allen, 2010). A nagyobb kockázat nagyobb nyereséget jelent, de nagyobb a veszteség kockázata is. Erre Wagas is utal tanulmányában, miszerint a vezetők nem hajlandóak olyan kockázatokat vállalni, amelyek veszélyeztethetik pozíciójukat, vagy foglalkoztatásukat, miközben a részvényesek sok különböző vállalkozásba történő befektetéssel növelhetik kockázataikat. Ez azt jelenti, hogy a vezetők az észlelt kockázatok miatt csökkenthetik az értékteremtő befektetési lehetőségeket (Wagas, 2013).

Az érdekérvényesítésből adódó problémák legfőbb okát Old és Shatfo (1990) szerzőpáros úgy fogalmazta meg, hogy a nagy és szórt tulajdonú részvénytársaságok menedzseri irányítás alatt állnak. Azaz a részvényesek számos nehézséggel találkoznak, ha a vállalat ügyeibe kívánnak beleszólni. Az igazgatóságnak jelentős befolyása van az új igazgatósági tagok kinevezésében. Ezzel szemben a részvényeseké csekély. Az igazgatóság és az ügyvezetés érdekei sok esetben eltérnek a részvényesek érdekeitől. Az összehangolási lehetőség korlátozott. A részvényeseket tömörítő közgyűlés fóruma nem ad kielégítő lehetőséget a részvényesek érdekérvényesítésére.

Voszka Éva (2000) „Tulajdonosi szerkezet és vállalatirányítás a magyar nagyiparban” c. tanulmányában a száz legnagyobb cég tulajdonosi szerkezetének és vállalatirányítási módszerének elemzésével foglalkozik. Rámutat, hogy a menedzsment alapvető érdeke a cég stabilitása, ezért a folyamatos, kisebb lépésekben történő terjeszkedésre törekszik. A tulajdonos a gyors fejlődést részesíti előnyben. A menedzserek jellemző törekvése önálló döntési lehetőségük kiterjesztése. A nagyobb jelentőségű döntésekre vonatkozó jogkörök általában megoszlanak a tulajdonosok, az igazgatóság és a vállalatvezetők között. A jogköröket sokszor értékhatárok szerint szabják meg.

Vince Péter (2007) egy felmérésen alapuló tanulmányában azt vizsgálta, hogy a vállalati vezetők hogyan értékelik a menedzseri és a tulajdonosi irányítás intenzitásának érvényesülését a vállalatirányítás különböző területein. Az eredmények szerint a beruházási döntésekre vonatkozóan a hazai tulajdonban lévő vállalatok vezetői értékelték kompetenciájukat erősebbnek. Ennek okaként említi a tanulmány, hogy a hazai tulajdonban lévő vállalatokat érintő alapvető döntések hozzájuk földrajzilag „közelebb” születnek meg, ezek meghozatalában a vállalatok vezetői jóval aktívabb szerephez jutnak.

## ***Következtetések***

A tanulmány egyrészt rámutat arra, hogy a vállalat hosszú távú nyereségmaximálásának kimenetelét két fő tényező határozza meg: a vállalat tulajdonosi szerkezete és a vállalat mérete. Alapvetően a tulajdonosi szerkezettől függ, hogy egy kézben van-e a tulajdon és az irányítás. Másrészt minél nagyobb a vállalat mérete, a tulajdonos a döntések annál kisebb hányadában képes részt venni. A feldolgozott forrásmunkák alapján megállapítható, hogy a beruházási döntés és az érdek-érdekeltségi helyzet összefüggéseiben különbség van a pénzügyi és vállalati gazdaságtan megközelítése szerint. Előbbi a likviditási helyzetet emeli ki, míg utóbbi a beruházás gazdaságosságát és finanszírozhatóságát együttesen vizsgálja. Számos kutatás foglalkozik a finanszírozhatóság kérdéskörével, melyből megállapítható, hogy nem elegendő a tulajdonos és a menedzser közötti érdek-érdekeltségi összefüggéseinek a vizsgálata, hanem a hitelező érdekeit is figyelembe kell venni. Ekkor érdekellentét alakulhat ki a hitelezőkkel is. A legtöbb kutató az érdekellentét vizsgálatánál a legnagyobb problémának az információ birtoklását emelte ki, hiszen a vállalatvezetés nagyobb információs bázissal rendelkezik, mint a tulajdonos. Az érdekellentét a kockázatvállalással összefüggésben is felszínre kerülhet. A menedzsmint a kevésbé kockázatos beruházásokat helyezi előtérbe, míg a tulajdonos a nagyobb kockázattal járó beruházásokat is vállalja. Egyes kutatások szerint érdekellentétek már a szervezeti felépítésben résztvevő igazgatósági tagok megválasztásánál megjelenik. Ugyanis az igazgatóságnak jelentős befolyása van az új tagok megválasztásában, így saját érdekeit tudja előtérbe helyezni. Ezzel azonban a részvényesek érdekérvényesítési lehetősége csökken.

## ***Irodalomjegyzék***

- Raviv, A., & Harris, M. (2011). *Shareholders vs. Management: Split Decision, Kellogg Insight*.  
[https://insight.kellogg.northwestern.edu/article/shareholders\\_vs\\_management\\_split\\_decision](https://insight.kellogg.northwestern.edu/article/shareholders_vs_management_split_decision) [2017.05.14.]
- Brealey-Myers-Allen (2010). *Principles of Corporate Finance*. 10th edition. McGraw Hill Companies.
- Deák István, Imreh Szabolcs, Kosztupulosz Andreász, Kürtösi Zsófia, Lukovics Miklós, & Prónay Szabolcs (2013). *Gazdasági alapismeretek I*. Szeged: SZTE.  
[http://www.jgypk.u-szeged.hu/tamop13e/tananyag\\_html/gazdalapism/a\\_beruhzsi\\_dntsek\\_jellemzi.html](http://www.jgypk.u-szeged.hu/tamop13e/tananyag_html/gazdalapism/a_beruhzsi_dntsek_jellemzi.html) [2017.05.13.]
- Francsovcics Anna (2002). *A döntés fogalma*.  
<https://miau.gau.hu/mediawiki/index.php/D%C3%B6nt%C3%A9s>. [2017.05.04.]
- Szily István (1995). *Döntéselőkészítés I*. 2. kiadás. Győr: Széchenyi István Egyetem.

- Erdős Ferenc (2009). *A kis- és középvállalkozások informatikai beruházásai és azok megtérülési lehetőségei Magyarországon*. [PhD értekezés]. Győr: Széchenyi István Egyetem.
- Financial Conduct Authority (2014). *Wealth management firms and private banks Conflicts of interest: in-house investment products*. Thematic Review. London: Financial Conduct Authority.
- Illés Mária (2016). *Vállalati gazdaságtan*. Miskolc: Miskolci Egyetemi Kiadó.
- Illés Mária (2008). *Vezetői gazdaságtan*. Budapest: Kossuth.
- International Organization of Securities Commissions (2003). *Report on Analyst Conflicts of Interest. A report of the technical committee of the International Organization of Securities Commissions*.
- Kindler József (1981). *Fejezetek a döntéselméletről*. Budapest: Aula.
- Kornai János (1971). *Anti-equilibrium*. Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó.
- Mizruchi, S. Mark (2004). *Berle and Means revisited: the governance and power of large U.S. corporations*. Michigan: University of Michigan.
- Old, J., & Shafto, T. (1990). *Introduction to Business Economics*. Stanley Thornes (Publishers) Ltd. England.
- Radácsi László (1996). A vállalatok stakeholder-elmélete. In Boda Zsolt, & Radácsi László (szerk.), *Vállalati etika*. Budapest: BKE Vezetőképző Intézet.
- Stion Zsuzsa (2012). *Kis- és középvállalkozások titkos önfinanszírozása*. [PhD értekezés]. Győr: Széchenyi István Egyetem.
- Szemán Judit (2008). *A magyar vállalati szektor tőkeszerkezetének elemzése 1992-2003 között*. [PhD értekezés]. Miskolc: Miskolci Egyetem.
- Szűcsné Markovics Klára (2013). *A beruházások döntés-előkészítési folyamatának és módszereinek empirikus vizsgálata a haza feldolgozóipari vállalatok körében*. [PhD értekezés]. Miskolc: Miskolci Egyetem.
- Vince Péter (2007). *Vállalatok tulajdonosi irányításának változatai. Felmérések tanulságai*. Budapest: Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaságtudományi Intézet.
- Voszka Éva (2000). Tulajdonosi szerkezet és vállalatirányítás a magyar nagyiparban. *Közgazdasági Szemle*, 47 (7-8), 549-564.
- Wagas Ghorji (2013). *Shareholders (Owners of a company) versus managers: the principal agent conflict*. <https://hubpages.com/business/Shareholders-Owners-of-a-company-versus-managers-the-principal-agent-conflict> [2017.05.14.]