

BUDAPESTI CORVINUS EGYETEM

**Értékorientált kiegészítő beszámolás
a Budapesti Értéktőzsdén jegyzett társaságok
körében**

Ph.D. értekezés

Tirnitz Tamás József

Budapest, 2010

Tartalomjegyzék

Tartalomjegyzék	1
Táblázatok jegyzéke	3
Ábrák jegyzéke	3
Köszönetnyilvánítás	4
1. Bevezetés és ismeretelméleti alapvetés	5
1.1 A disszertáció témájának lehatárolása és indoklása	6
1.2 Ismeretelméleti alapvetés	9
1.3 A disszertáció felépítése	15
2. Az értékorientált vállalatirányítás értelmezése különös tekintettel a controller szemléletmódjára	18
2.1 Érték, de kinek a számára?	20
2.1.1 <i>Érdekeltek</i>	20
2.1.2 <i>Lehetséges vállalati értékorientációk</i>	23
2.1.3 <i>Értékorientáltság az elméletek tükrében</i>	26
2.2 A tulajdonosi értékre orientált vállalatirányítás tartalmi elemei	42
2.2.1 <i>Értékorientált stratégiaalkotás</i>	46
2.2.2 <i>Operatív tevékenység értékközpontú irányítása</i>	48
2.2.3 <i>Értékorientált javadalmazás</i>	50
3. A tulajdonosi értéket kifejező mutatószámok	54
3.1 Áttekintés a tulajdonosi értéket kifejező mutatószámokról	55
3.2 Tulajdonosi érték meghatározása cash flow-adatok alapján	57
3.2.1 <i>Diszkontált cash flow módszere és ennek változatai</i>	57
3.2.2 <i>A cash flow return on investment módszere (CFRoI-módszer) és a cash value added (CVA)</i>	72
3.2.3 <i>Az Ottosson/Weissenrieder-féle cash value added (CVA™)</i>	82
3.3 Tulajdonosi érték meghatározása eredményadatok alapján	86
3.3.1 <i>Gazdasági hozzáadott érték (economic value added, EVA™) és Piaci hozzáadott érték (market value added, MVA)</i>	88
3.4 Értékorientált mutatószámok kiszámításához szükséges információk	99
4. Az empirikus kutatás bemutatása	104
4.1 Kutatási hipotézisek levezetése és értelmezése	104
4.1.1 <i>Az értékorientált kiegészítő beszámolás tartalma</i>	105
4.2 Az adatgyűjtés bemutatása és indoklása	116
4.3 A honlapok elemzésének ismertetése	119
4.4 A tőzsdei éves és gyorsjelentések elemzésének ismertetése	122
4.5 A hipotézisek értékelése	125
4.5.1 <i>A tulajdonosi megtérülésre vonatkozó önkéntes adatszolgáltatás jellemzése</i>	128
4.5.2 <i>A H1 hipotézis vizsgálata</i>	132
4.5.3 <i>A H2 hipotézis vizsgálata</i>	139
4.5.4 <i>A H3 hipotézis vizsgálata</i>	145

4.5.5 A Hö összefoglaló hipotézis értékelése és a további kutatási irányok felvázolása	153
5. Összefoglalás.....	160
Felhasznált források jegyzéke	164
I. Melléklet: A Budapesti Értéktőzsdén 2005 augusztusában jegyzett társaságok listája.....	178
II. Melléklet: Értékorientált kiegészítő beszámolás honlapokon történt vizsgálatának eredményei (2005. augusztus)	179
III. Melléklet: Értékorientált kiegészítő beszámolás tőzsdei éves és gyorsjelentéseken történt vizsgálatának eredményei.....	185
IV. Melléklet: Az értékorientált kiegészítő beszámolás hipotéziseinek értékeléséhez összegyűjtött, aggregált és tisztított adattábla.....	198
V. Melléklet: A hipotézisek összefoglaló értékelése	209

Táblázatok jegyzéke

1. táblázat:	A vállalat és érdekelti csoportjainak kapcsolata	21
2. táblázat:	A kétféle értékorientáltság összehasonlítása.....	25
3. táblázat:	Értékorientációk tranzakciós költségei	34
4. táblázat:	Elméleti megközelítések összehasonlító jellemzése.....	41
5. táblázat:	Az értékorientált vállalat néhány jellemzője és a hagyományos szervezet segítségével kiküszöbölhető hiányosságai.....	43
6. táblázat:	Tulajdonosi értékre fókuszáló vállalatirányítás tartalmi elemei – néhány kiválasztott szakirodalmi forrás tükrében	44
7. táblázat:	Kiegészítő értékorientált beszámolás elemei a vizsgált honlapokon.....	121
8. táblázat:	A vizsgált éves és gyorsjelentések megoszlása az alkalmazott számviteli szabályrendszer szerint	124
9. táblázat:	Konkrét példák a tulajdonosi megtérülés bemutatására	129
10. táblázat:	A nem tárgyasult erőforrások fajtánkénti említési gyakorisága ..	139
11. táblázat:	A vizsgált vállalatok megoszlása a nem tárgyasult erőforrások általuk bemutatott száma szerint.....	145
12. táblázat:	Stratégiával kapcsolatos információszolgáltatás az értékorientált kiegészítő beszámolás keretében	152

Ábrák jegyzéke

1. ábra:	A disszertáció felépítésének vázlatos bemutatása	17
2. ábra:	Áttekintés a tulajdonosi érték meghatározásának módszereiről.....	57
3. ábra:	Értékorientált kiegészítő beszámoló javasolt tartalmi elemei	109

Köszönetnyilvánítás

Az értekezés létrejöttéhez való hozzájárulása miatt nagyon sok mindenki felé tartozom őszinte hálával és köszönettel. Az értekezés elkészülésének teljes folyamatában nyújtott segítségéért és támogatásáért mindenekelőtt témavezetőmnek, Dr. Dobák Miklósnak köszönöm a segítségét. Témaválasztásomat alapvetően befolyásolta a Mannheimi Egyetemen 2000-ben eltöltött szemeszter, amelyet az akkori rektor (a BCE díszdoktora) Dr. Dr. H.c. mult. Otto H. Jacobs tett lehetővé. A folyamatos szakirodalmi kutatásomat több alkalommal segítette a BCE német nyelvű képzési programja (DSG), amelynek révén rendszeres látóhatója lehettem a Passaui Egyetem könyvtárának.

Az elvégzett kutatás szakmai tartalmának véglegesítéséhez és az értekezés formába öntéséhez sok alkalommal kaptam érdemi segítséget a BCE jelenlegi Vezetés és Kontroll Tanszékének munkatársaitól – mindenekelőtt Dr. Lázár Lászlótól, Dr. Bodnár Viktóriától és Révész Évától. Végezetül eléggé meg nem köszönhető segítséget kaptam feleségemtől, Esztertől, aki nemcsak az értekezés megírásához biztosított nyugodt körülményeket, de az elkészült munka nyelvi lektorálását is nagyon alaposan és precízen elvégezte.

1. Bevezetés és ismeretelméleti alapvetés

Tanulmányaim és szakirodalmi barangolásaim alkalmával több különböző összefüggésben találkoztam az értékorientált vállalatirányítás követelményével, valamint megvalósításának különféle változataival. Idővel rá kellett jönnöm, hogy sokan sokféleképpen értelmezik és értékelik ezt a vállalatvezetési filozófiát. Érdekes kérdésnek tűnt tehát – és tűnik számomra mind a mai napig –, hogy mit jelent az értékorientált vállalatirányítás: Milyen érték(ek)ről is van szó? S miként lehet erre, illetve ezekre fókuszálva vállalatot (vagy tágabb értelemben: a szervezetet) vezetni? Ebből kiindulva fogalmaztam meg a disszertációt megalapozó kutatás kérdéseit.

1998-tól munkatársként bekerültem a mai Budapesti Corvinus Egyetem Vezetési és Szervezési Tanszékére, és tagja lettem az ottani egyik, a menedzsmentkontroll (azaz a controlling) területén oktatási és kutatási feladatokat végző munkacsoportnak. Azóta kutatóként és oktatóként foglalkozom a controlling különböző kérdéseivel, s a controllingrendszer felől közelítve próbálom megismerni és értelmezni a szervezetek világát, és benne az értékorientált vállalatirányítást. Meggyőződésem ugyanakkor, hogy ez a nézőpont nem jelent(het) szakmai szűklátókörűséget! Sőt, a controlling – mint a gazdálkodástudomány önálló szakterülete – nagyon szoros kapcsolatban áll más szakmai területekkel: ezek közül mindenekelőtt a vezetéstudományt, a számvitelt és a vállalati pénzügyeket kell megemlítenem. A későbbiekben látni fogjuk, hogy az értékorientált vállalatirányítás értelmezéséhez, leírásához még ennél is több nézőpont felhasználható lenne, magam azonban – e dolgozat és kutatás keretében – a már említett négy fókuszról többet nem tudok, és nem akarok felvállalni. (A négy közül a magam számára elsődlegesnek a controller szemlélődésmódját tartom. Ezért az ismeretelméleti alapvetésben (1.2 alfejezet) ez utóbbit fejtem ki részletesen, s ezzel írom le és támasztom alá saját nézőpontomat.)

1.1 A disszertáció témájának lehatárolása és indoklása

Kutatásom témájának az értékorientált vállalatirányítás egy szeletét, az értékorientált kiegészítő beszámolást választottam. A vállalatoknak több címzett felé kell sok különböző adatról beszámolniuk. Ilyen kötelező beszámolást jelent a számviteli éves beszámoló, a KSH-jelentés, továbbá a társadalombiztosítás és a felügyeleti szerv felé készítendő jelentés. Kutatásom nem ezekre a kötelező beszámolókra irányult, hanem azokra a kiegészítő jelleggel közzétett információkra, amelyeknek az a feladatuk, hogy összességükben tájékoztassák a külső és belső feleket (előbbire példa a potenciális tulajdonosok, míg utóbbira a dolgozók köre) a szervezet értékorientált irányításáról¹.

Az empirikus kutatás hipotéziseit a szakirodalomból kiindulva vezettem le. Ebben követtem a deduktív kutatások hagyományát. Magát az empirikus kutatást a tézistervezet megvédése után, 2005-ben kezdtem el. Az adatfelvételkor elérhető legfrissebb információk tehát a 2004-es évre, illetve a 2005-ös év első felére vonatkoztak². Vizsgálatom a Budapesti Értéktőzsdén akkor jegyzett, összesen 43 cégre terjedt ki. Esetükben az értékorientált kiegészítő beszámolás elsődleges címzettjei – egyrészt tőzsdei cégek lévén, másfelől az értékorientált vállalatirányítás célszerűen megválasztott tartalmának megfelelően – a meglévő és a potenciális tulajdonosok voltak (de természetesen mások is érdeklődhettek a kiegészítő beszámolás körébe tartozó adatok és információk iránt).

A kutatási hipotézisek levezetését szolgáló tézistervezet szakirodalom-feldolgozása az ezredforduló körüli évek felfogását tekintette át. Az akkori érvelés

¹ A kiegészítő beszámolásra példa az ún. fenntarthatósági jelentés (korábbi nevén: triple bottom line-beszámoló), amely a szervezet gazdasági, társadalmi és környezeti teljesítményéről ad a hagyományos beszámolón túlmenő tájékoztatást. Kutatásom sem kizárólagosan, sem elsődlegesen nem ezzel a fenntarthatósági jelentéssel foglalkozik, hanem a vállalati beszámolásnak az értékorientált irányítást bemutató elemeivel. (A későbbiekben fogom tisztázni az értékorientált vállalatirányítás tartalmát, s azt is később fogjuk látni, hogy az általam vizsgált, önkéntes adatszolgáltatás nem áll össze egyetlen, zárt beszámolóvá, sokkal inkább több helyen elszórva található meg).

² Ez az időpontválasztás – utólag nézve – több szempontból is szerencsésnek bizonyult. Egyrészt ezután jelentősebb hangsúlyeltolódás kezdődött a vállalatok (és így a tőzsdei szereplők) irányítási fókuszaiban, másrészt ugyanebben az időszakban külföldön is készültek hasonló körben empirikus vizsgálatok, amelyeket érdemes lehet majd összevetni az itt bemutatott kutatás eredményeivel. (Mindkét szempontot részletesen lásd a későbbiekben.)

amellett szolt, hogy a szervezeteket a tulajdonosi értékteremtésre fókuszáltan kell irányítani. E tekintetben nem volt különbség az angolszász és a német szakirodalom között, ami főleg amiatt volt számomra meglepő eredmény, hiszen – az angolszász liberális piacgazdasági szemlélettől eltérően – a kontinentális Európát a szociális jelzővel illetett piacgazdasági felfogás jellemezte, amiből nem feltétlenül következik a tulajdonosok érdekeinek primátusa. A részletes szakirodalom-feldolgozást lásd a 2.1.3 pontban.

Az akkori szakirodalom általános érvénnyel, vagyis minden üzleti szervezetre kiterjedően fogalmazta meg a tulajdonosi értékre való fókuszálás szükségességét. Ennek az ún. értékorientált vállalatirányításnak az egyik elemét: a kiegészítő értékorientált beszámolást választottam kutatásom tárgyául. Az értékorientált beszámolásra vonatkozó általános elvárás teljesítését bármilyen üzleti szervezetnél vizsgálhattam volna. Döntésem azért esett a tőzsdén jegyzett cégekre, mert esetükben nemcsak a fentiek miatt elvárás, hogy odafigyeljenek tulajdonosaik érdekeire – hanem számukra alapvető jelentőségű a saját tőke megszerzése, vagyis a tulajdonosokra való kiemelt odafigyelés. Ezért választottam ezt a vállalati kört a feltáró kutatásom alapsokaságának.

A tulajdonosi értékre fókuszáló vezetés ugyanakkor már az ezredforduló körüli értelmében sem azt jelentette, hogy a cégek elhanyagolják a többi érintett igényeinek kielégítését (lásd a 2.1.2 pontot) – pusztán utóbbiakat nem tekintették a tulajdonosi elvárásokkal egyenrangúnak.

Napjainkban markánsan megjelenik a fenntarthatóság gondolata – mind az irodalomban, mind a vállalati gyakorlatban –, ami kitágítja a kiegészítő beszámolásban érintendő témaköröket. Így napjainkban már nem számítanak a kiegészítő beszámolás kiemelt címzettjének a tulajdonosok, hanem velük egyenrangúnak tekintendők az érintettek közül például a munkavállalók és a helyi közvélemény is. Ez egyben azt is jelenti, hogy ma nem úgy merül fel a kérdés, hogy a vállalatoknak választaniuk kell a tulajdonosi értékre és a több érintett csoport érdekeire fókuszáló irányítás között. Az adatfelvétellel érintett évek

azonban még nem a fenntarthatóságot előtérbe helyező korszakba tartoztak, hanem az azt megelőző időszak jellemvonásait hordozták magukon.

Ma már nemcsak az összes érintett érdekeinek figyelembevétele képezi elengedhetetlen részét a vállalatok irányításának és az erről való beszámolásnak, hanem utóbbiakban megjelenik az évtized elejének számviteli-beszámolási botrányaira³ és csalásaira adott válaszok (például a felelős vállalatirányítási ajánlások) hatása is. Kutatásom idején (2004-2005-ben) még ez sem volt jellemző, hiszen a felelős vállalatirányítási ajánlásoknak való megfelelésről szóló nyilatkozat megtétele 2004-re vonatkozóan – a Budapesti Értéktőzsdén jegyzett társaságok számára – még csak önkéntes lehetőség volt; az első kötelező nyilatkozatra (a tőzsdei cégek körében) 2005 végén, de inkább 2006 elején került sor.

Mindebből következően 2010-ből nézve azt kell mondanom, hogy az empirikus vizsgálattal érintett időszak vállalatirányítási vonásai lényeges pontokon eltértek napjaink jellemzőitől. Emiatt kutatásomban a korábbi – még a 2004-et és 2005-öt is jellemző, vagyis a tulajdonosi értékre fókuszáló – vállalatirányítási felfogást vettem alapul, és az annak megfelelő tartalmú értékorientált kiegészítő beszámolás meglétét vizsgáltam. A kapott eredmények mindazonáltal napjainkban is érdekesek – egyebek mellett azért, mert a fenntartható vállalatirányításról szóló beszámolásban (például a GRI-jelentésben) is szerepel a gazdasági eredmények önkéntes bemutatása, s ennek keretében továbbra is megjelennek az általam vizsgált elemek. Ennek háttérében pedig az áll, hogy a tulajdonosok szerepe nem értékelődött le a mai vállalatirányítás megközelítésben, hanem ők változatlanul fontos, meghatározó érdekeltek maradnak, miközben további érdekeltek zárkoznak fel melléjük. Ez tehát nem jelenti az általam vizsgált tulajdonosi értékorientáltság (lásd a 2.1.2 pontot) tagadását, inkább a hangsúlyok átrendezéséről van szó.

³ Lásd például BÉLYÁCS (2007)

1.2 Ismeretelméleti alapvetés

A korábbiakban már utaltam rá, hogy az értékorientált vállalatirányítást és az arról szóló, kiegészítő beszámolási elemeket elsősorban a controller⁴ szemüvegén keresztül nézem. A controlling feladatát nem egységesen tárgyalja a szakirodalom⁵. Magyarországon az elmúlt 20 évben – mind az oktatásban, mind a vállalati gyakorlatban – a német felfogás nyert inkább polgárjogot⁶, amely azonban maga sem jelent egységes „iskolát”⁷. A különböző német controlling-értelmezések közül disszertációmban a controlling koordinációorientált, és ezen belül az ún. tervezés- és ellenőrzésorientált irányzatát tekintem mérvadónak, melynek legismertebb képviselője Horváth Péter professzor, a Stuttgarti Egyetem emeritusa. Eszerint a felfogás szerint a controlling a vezetést támogató eszközrendszer (amely megjelenhet önálló funkcionális területként is), feladata pedig a vezetési alrendszerek koordinálása. Ennek érdekében egyrészt összehangolja a szervezet tervezési és beszámolási rendszerét, másrészt pedig biztosítja, hogy mindenkor megfelelő mennyiségű és minőségű információ álljon a döntéshozó(vezető)k rendelkezésére⁸. Ezt a megközelítést tanszéki kutatócsoportunk is magáénak vallja; azzal a kiegészítéssel, hogy a controllingrendszer működésének környezeti tényezői közül kiemelt figyelmet érdemel egyrészt az a szervezet és annak strukturális jellemzői, amelybe a controlling beágyazódik, másrészt pedig azok a vezetők és az ő magatartási jellemvonásaik, akiknek munkáját a controlling támogatja.

A kutatás kiindulópontjául választott felfogásban tehát elválík egymástól a vezető és a controller személye, s ez utóbbi látja el – saját maga és mások által kiszámított – adatokkal és más információkkal (például a számértékekhez tartozó magyarázatokkal) a vezetőket, akik azután a controllertől kapott infor-

⁴ Disszertációm témája szempontjából nincs jelentősége a controlling (mint feladatok, eszközök, módszerek és ezek intézményesülése), valamint a controller (mint az ezekért felelős, rendszerint törzskari munkatárs) éles megkülönböztetésének.

⁵ Áttekintésként lásd BODNÁR (1999).

⁶ BODNÁR (1999) 14.o.

⁷ Az ide tartozó irányzatok bővebb áttekintéséért lásd PIETSCH-SCHERM (2000).

⁸ HORVÁTH (2008) 15.o.

mációk – valamint saját megérzéseik, többlettudásuk, kockázatvállaló hajlandóságuk stb. – alapján hozzák meg végül döntéseiket. Ebből következik, hogy a controlling működése során tekintettel kell lenni az általa támogatott vezetők egyéniségére: értékrendszerükre, attitűdjeikre, motivációjukra, értelmezési keretükre is; hiszen ezek alapvetően befolyásolják az általuk támasztott információigényeket.

A controlling elsősorban a szervezeti működést szolgáló vezetői döntésekhez szolgáltat információkat, vagyis elemzéseinek és beszámolóinak címzettjei a (vállalaton belüli) vezetők. Az értékorientált vállalatirányítás esetén annyi eltérést tapasztalunk ettől, hogy itt a controlling nem a vezetők részére szolgáltat adatokat, hanem a meglévő és potenciális tulajdonosokat támogatja abban, hogy helyes befektetési döntést hozzanak (lásd 2.1.2 pont). Emiatt tehát ennek az adatszolgáltatásnak a tulajdonosok elvárásainak kell megfelelnie, amelyet az értékorientált kiegészítő beszámolás általam is használt modellje operacionalizál. (Ebből a tulajdonosok felé való beszámolásból azonban a későbbiekben következhetnek vezetői feladatok.)

A fent leírt döntéstámogató mechanizmusban a controller leginkább akkor játszhat értékes (azaz hozzáadott értéket teremtő) szerepet, ha törekszik arra, hogy – amennyire csak lehet – objektív módon ragadja meg és írja le a szervezetet és annak jellemzőit, valamint környezetének elemeit és azok tulajdonságait. Bár a valóság mindentől független, objektív megismerésére és leírására a controller sem képes, mégis törekednie kell arra, hogy az általa adott információk tartalma és értelmezése ne azok szubjektív interpretálásától függjön. Az elvégzett kutatásban ezért a hangsúlyt a valóság megismerhető, racionálisan feltárható részére helyeztem. Meggyőződésem szerint az empirikus kutatásomat tehát a társadalomtudomány ún. alany-tárgy modelljét⁹ alapul véve volt érdemes elvégezniem.

⁹ A modellről részletesen lásd SCHERER (1999) 5.o. kk.

Eszerint a modell szerint a kutatást végző alanytól függetlenül létezik kutatásának tárgya, s ez utóbbi ebből a külső, kutatói nézőpontból megismerhető, leírható. Ez az ún. ontológiai alapfeltevés tehát azt mondja ki, hogy a kutatás tárgya a megismerésére irányuló erőfeszítésektől függetlenül létezik, azaz „szerkezete... előzetesen és megváltoztathatatlanul adott”¹⁰. Emellett még további három alapfeltevésben foglalható össze az alany-tárgy modell lényege¹¹:

- empirisztikus alapfeltevés: elvileg lehetséges a valóság (előzetesen és megváltoztathatatlanul adott) struktúrájának megismerése. A kutató módszeres megfigyelések révén szerez ismereteket a tőle függetlenül létező valóságról. E megfigyelések alapján értékeli azokat a törvényszerűségeket és elméleteket, amelyek oksági magyarázatát ad(hat)ják a való világ jelenségeinek;
- metodológiai alapfeltevés: létezik olyan tudományos módszer, amely a valóság megismerésének folyamatát beindítja, és ellenőrzött módon továbbviszi. A valóság megismerése pedig egyfajta véget nem érő folyamat, amelynek során folyamatosan bővül a természetről és kultúráról rendelkezésre álló tudásunk;
- filozófiai alapfeltevés: a leírt tanulási folyamat révén gyarapodó ismeretek egyre jobb, megfelelőbb problémamegoldást tesznek lehetővé, s ezáltal szolgálják a társadalom előrehaladását.

A modell két alapvető ismeretelméleti felfogásnak: a gyakorlati tapasztalásra építő empirizmusnak és a logikát (annak ellentmondásmentes, kiszámítható és interperszonálisan igazolható eljárás módját) piedesztálra emelő racionalizmusnak az összevegyítéséből származik¹². Erre az összevegyítésre az elmúlt évtizedekben több formában is sor került már, s ezek eltérő tartalmakhoz vezet-

¹⁰ SCHERER (1999) 6.o.

¹¹ SCHERER (1999) 10.o.

¹² Lásd SCHERER (1999) 5.o. és az ott megadott forrásokat.

tek. Közülük kutatásom számára a Karl Popper és Hans Albert nevéhez fűződő kritikai racionalizmus szolgált alapul.

A kritikai racionalizmus a fentiek szerint tehát az empirikus, tapasztalatszerzésre épülő kutatást tekinti az ismeretszerzés legfontosabb módjának: az előzetesen megfogalmazott kijelentéseket (hipotéziseket) ütközteti a gyakorlati valósággal. A hipotézis beválása, igaznak találása azonban – a kritikai racionalizmus megközelítése szerint – nem jelenti annak végérvényes igazolását (ilyen eredményű bizonyítás ugyanis szerinte soha nem végezhető el), hanem „csupán” azt, hogy az elvégzett kutatással nem sikerült falszifikálni, megdönteni a hipotézist. Azt tehát továbbra is érvényesnek fogadjuk el – egészen addig, míg egy későbbi kutatás a megfogalmazott tétellel ellentétes eredményre nem jut. A hipotézis vizsgálata, majd ennek alapján elvetése vagy megtartása pedig nem egyetlen kutató szubjektív ügye, hanem meg kell felelnie annak az elvárásnak, hogy valamennyi mozzanatában interszubjektív módon ellenőrizhető legyen.

A kritikai racionalizmus módszere az elméletek deduktív ellenőrzése. Ezt a vizsgálati sémát követte kutatásom is: az értékorientált vállalatirányítás elvárásaiból és az ügynökelméletből kiindulva történt – a kiegészítő értékorientált beszámolás szakirodalomból átvett modelljének segítségével – a kutatási hipotézisek levezetése, majd a hipotézisek beválását a tőzsdei cégek körében elemeztem (elsődleges adatgyűjtés alapján). Az elvégzett deduktív elemzésem kombinálja egymással a kvalitatív és a kvantitatív kutatási módszert:

- A vállalati értékorientáció két lehetséges formájának értelmezésekor, valamint az értékorientáció egyik vagy másik változata mellett érvelő elméleti indoklások feldolgozásakor kvalitatív kutatást végeztem: az egyes szerzők által leírtakhoz mindig hozzátettem aktuális pozíciójukat, diszciplináris elköteleződésüket és az ebből következő(en feltételezhető) értékorientáltságukat. Ennek segítségével – amennyire tudtam – feltártam az egyes szerzők helyzetét, s megkíséréltem rekonstruálni nyilatkozatuk körülményeit (hiszen nem volt lehetőségem résztvevő kutatóként jelen lenni) és értelmét. Ennek

metodológiájául a dokumentumelemzés szolgált. Így váltak a kapott eredmények kritizálhatóvá és interszónális módon ellenőrizhetővé.

- Szintén kvalitatív eleme volt kutatásomnak a tőzsdén jegyzett cégek honlapjainak elemzése. Ez esetben ugyanis a teljes honlapot áttekintve – szakértői szemmel – kerestem az azon szereplő anyagok között mindazon adatokat és verbális információkat, amelyek az értékorientált kiegészítő beszámolás témakörébe tartoznak. Ehhez nem volt elegendő az egyes aloldalak végigolvasása, hanem a releváns adatok összegyűjtéséhez (lásd II. melléklet) szükség volt az ott leírtak értelmezésére, kontextusba helyezésére is.
- Ezzel szemben a cégek jelentéseinek kiértékelése kvantitatív része volt a kutatásnak. A honlapokról gyűjtött és a jelentésekből származó adatok együttes kiértékelése pedig azt biztosította, hogy a hipotézisek értékelésénél egyaránt figyelmet kapjon a kvalitatív és a kvantitatív elemzés.

A kutatásom során tudatosan törekedtem arra, hogy a kétféle elemzési módszer egymást kiegészítse. A kritikai racionalizmus felfogása szerint ugyanis a megértés-orientált (vagyis kvalitatív) kutatást fel lehet használni olyan hipotézisek megfogalmazására, amelyek érvényességét azután magyarázatra törő (azaz kvantitatív) kutatással ellenőrizzük¹³. Az előzetes értelmezés, megértés előkészíti a magyarázatot. Aztán a kapott magyarázatot megint értelmezni, interpretálni kell. Megértés és magyarázat tehát kölcsönösen kiegészítik egymást – saját kutatásomban is. Az értékorientált vállalatirányítás 2.2 alfejezetben kifejtett tartalmi elemei szolgáltak részben alapjául a 4.1 alfejezetben leírt hipotéziseknek, majd pedig a kapott eredményeket (a kritikai racionalizmus értelmében: a hipotézis beválását vagy falszifikációját) újra meg kellett értenem.

Ehelyütt az említett modellválasztás (alany-tárgy modell) három lényeges következményét tartom fontosnak még rögzíteni:

¹³ KIESER (1995a) 29.o. kk.

- Először is a kritikai racionalizmus megköveteli, hogy a kutatás értékítéletmentes legyen, azaz ne mondjon ítéletet normák és értékek legitimitásáról¹⁴. A controlling területét – és különösen a disszertáció szűkebb témájául választott értékorientált vállalatirányítást – vizsgálva azonban nem kerülhetjük ki az értéktelített fogalmakat¹⁵: hatékonyság, eredményesség, értékorientáltság, tulajdonosi érték stb. Ezért bár az empirikus kutatás hipotézisei nem értékek vizsgálatára vonatkoztak, s nem a cselekvés mögötti értékválasztást vizsgálták, a kapott eredmények értelmezésekor – ahol ez szükséges volt – természetesen kitértem erre a kérdéskörre is¹⁶.
- Másodszor: nem tekintettem kutatásom elsődleges kérdései közé tartozónak az értékorientáltsághoz kapcsolódó hatalmi és politikai folyamatokat sem. Nem azért, mert tagadom, hogy ilyen folyamatok léteznek és/vagy azt, hogy számottevő hatásuk van, hanem azért, mert ezek a folyamatok az általam választott alany-tárgy modell keretében nem vonhatók tudományos megismerés alá. Kutatásom során ezért az egyes szervezetek tényleges értékorientáció-mintáját kialakító (hatalmi és politikai) folyamatok nem szerepeltek a megfogalmazott hipotézisek szintjén, ez utóbbiaknak és a kapott eredményeknek értelmezésekor azonban a szükséges mértékben ezekre is hivatkoztam.
- S végül a harmadik következmény, hogy kutatásomat – Burrell/Morgan koordinátarendszerét¹⁷ alapul véve – a funkcionalista paradigma mentén végeztem el. Ez egyrészt összecseng a világ minél objektívebb megismerését és leírását célul kitűző, korábban már említett kutatói törekvéssel, valamint kifejezi a radikális változtatási igényről való lemondást. Ez utóbbi megállapítás összhangban van azzal, hogy érdeklődésem középpontjában a

¹⁴ SCHERER (1999) 10.o. A kritikai racionalizmus értékítélet-mentességét azonban relativizálja, hogy emögött a fűgefalevél mögött uralmi tudás jön/jöhet létre. Lásd KIESER (1995a) 40.o.

¹⁵ BODNÁR (1999) 73.o.

¹⁶ Az értékorientált vállalatvezetés etikájával kapcsolatban felhívom a figyelmet BESCHORNER (2000) cikkére, s az ott feldolgozott irodalmakra.

¹⁷ BURRELL–MORGAN (1987). Magyar nyelven lásd BOKOR (1994) 1120.o.

status quo megismerése, feltérképezése (nem pedig kritikájának és a megváltoztatás lehetőségeinek feltárása) állt.

Az objektivitásra törekvő kutatói megközelítésből és az aktuális helyzet feltérképezésének szándékából következik, hogy az empirikus kutatással megcélzott megismerés elsősorban nem a világ – interpretatív úton történő – megértését, hanem annak – külső megfigyelőként adható – magyarázatát jelenti¹⁸. Tehát nem elsősorban a cselekvők cselekvésének helyi értelmét vagy egyedi motívumait, hanem külsődleges magyarázatát keresem: a deduktív-nomologikus sémát¹⁹ követve (vagyis általános törvényszerűség(ek)nek és a kiinduló állapot jellemzőinek felhasználásával) próbálom megmagyarázni a megtapasztalt jelenségeket. Tudom ugyanakkor, hogy ezen az úton nem az oksági világot leszek képes feltárni, hanem csupán törvényszerűségeket (ráadásul nem is determinisztikus, hanem „mindössze” sztochasztikus összefüggéseket) alkalmazok egyedi esetekre²⁰; s azzal is tisztában vagyok, hogy megállapításaim „térben és időben korlátozott”²¹ (rész)igazságok lesznek.

Mindezek figyelembevételével az empirikus kutatással szemben kitűzött célom kettős: feltárni egy, a térben és az időben behatárolt valóság – konkrétan: a Budapesti Értéktőzsdén jegyzett cégek 2005-ben jellemző értékorientált kiegészítő beszámolásának – jellemzőit, továbbá erre alapozva előrejelzést adni a jövőben várható változásokra vonatkozóan.

1.3 A disszertáció felépítése

A disszertáció szerkezeti felépítése a következő. A kutatási téma bemutatását és indoklását, valamint az ismeretelméleti alapvetést követően a 2. fejezet a kutatás témájának: az értékorientált vállalatirányításnak az alapfogalmaival

¹⁸ Megértésről és magyarázatról mint az ismeretszerzés két, egymással versengő felfogásáról az itt leírtaknál bővebben lásd KIESER (1995a) 9.o. kk. és 21.o. kk.

¹⁹ Bővebben lásd például KIESER (1995a) 9.o. kk. és HEMPEL (1975)

²⁰ KIESER (1995a) 10.o.

²¹ KIESER (1995a) 21.o.

foglalkozik. A 2.1 alfejezet az értékorientáltság értelmezését, míg a 2.2 alfejezet annak eszközszerét írja le.

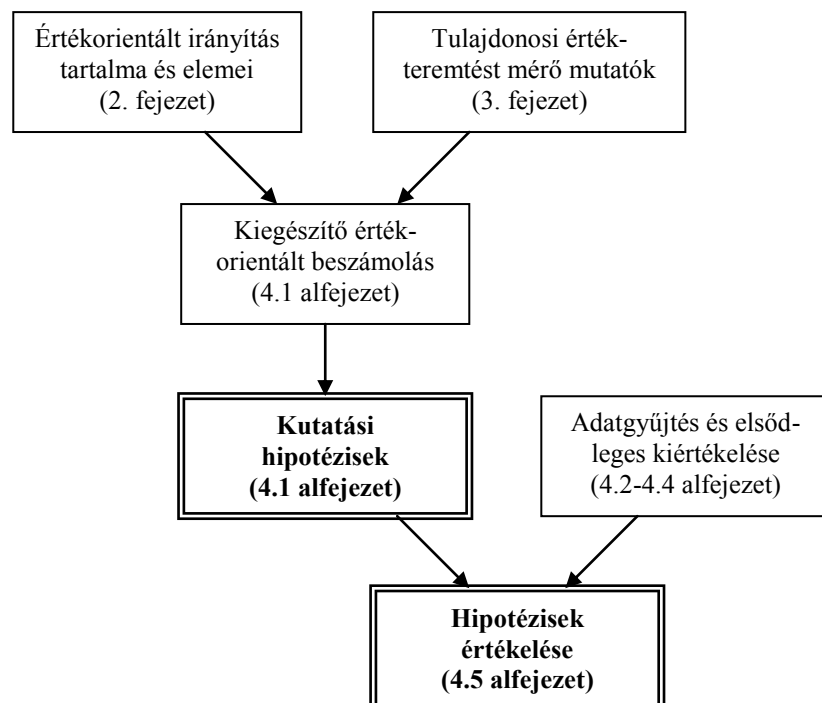
A 2.1 alfejezet elején bemutatom és összehasonlítom egymással az értékorientált vezetés kétfajta értelmezését. Itt fejtem ki azt is, hogy a tulajdonosi értékre fókuszáló értékorientáltság nem áll ellentétben a többi érintett érdekeinek kielégítésével. Ezt követően ismertetek néhányat a szakirodalomban talált azon elméleti felfogások közül, amelyek – különböző diszciplínák felől közelítve – egyik vagy másik értékorientáció alkalmazása mellett teszik le a voksot. A feldolgozás tudatosan fókuszál a német nyelvű szakirodalomra, hiszen meggyőződésem szerint a magyar gazdaság berendezkedése és működése számos vonatkozásban (számveteli szabályozás, adórendszer, vállalatirányítási kultúra, vezetői felelősség stb.) sokkal jobban hasonlít a kontinentális, mint az angolszász „mintára”. Továbbá az angolszász szakirodalom feldolgozását más szerzők már elvégezték, miközben a német nyelvű szerzők hozzájárulásáról magyar nyelven alig olvashatunk.

A 2.2 alfejezetben – szintén elsősorban kontinentális mintákat elemző empirikus munkák alapján – bemutatom, hogy milyen eszköztára lehet a tulajdonosi értékre fókuszáló vállalatirányításnak. Négy eszközt azonosítok itt, amelyek közül empirikus kutatásom eggyel, az értékorientált kiegészítő beszámolóval foglalkozott.

A 3. fejezetben sorra veszem a tulajdoni értékteremtés mérésére kidolgozott különböző mutatószámokat. Ezeket a mutatókat azért emeltem külön ki, mert egyrészt központi helyük van az értékorientált irányításban (hiszen használja őket annak mind a négy eszköze); másrészt ezek alapján vezettem le azt a pótlólagos adatigényt, amelynek önkéntes közzétételét az empirikus kutatás során vizsgáltam. A tulajdonosi értékteremtést csak hosszú távot átfogva lehet mérni és megítélni, ennek megfelelően itt a jövőbeli cash flow-k jelenértékével, a cash flow return on investment mutatóval és az EVÁ-val foglalkoztam. Mindegyik esetében részletesen bemutatom a mutató kiszámításának menetét és

a kiszámításukhoz szükséges alapinformációkat. A fejezetet lezáró 3.4 alfejezet foglalja össze az egyes mutatószámok esetén az éves beszámolóhoz képesti többlet-adatigényt.

A 4. fejezet tartalmazza az elvégzett empirikus kutatás és a kapott eredmények bemutatását. A kutatás módszertanának részletes bemutatása is itt szerepel. A 4.1 alfejezet operacionalizálja az értékorientált kiegészítő beszámolás fogalmát, és részletesen bemutatja annak tartalmi elemeit. Az egyes tartalmi elemekre építve itt fogalmazom meg és indokolom az empirikus kutatás hipotéziseit is. Az elvégzett adatgyűjtést a 4.2 alfejezet mutatja be. A honlapok és a jelentések nagyvonalú, önálló értékelését a 4.3 és 4.4 alfejezet tartalmazza. A három részletező hipotézis vizsgálatát a 4.5 alfejezet egyes pontjai tartalmazzák. Ezek alapján tudtam megadni az összegző hipotézis értékelését (4.5.5 pont). Ugyanitt vázoló fel a lehetséges továbblépési irányokat is. Lezárásként az ötödik fejezet az elvégzett kutatás rövid összefoglalását adja.



1. ábra: A disszertáció felépítésének vázlatos bemutatása

2. Az értékorientált vállalatirányítás értelmezése különös tekintettel a controller szemléletmódjára

Az értékorientált irányítás²² (value based management) legutóbbi időkben tapasztalt (túl?)hangsúlyozásának – a controlling oldaláról nézve – legfontosabb gyökerét abban látom, hogy az 1980-as években az addig csupán operatív távon gondolkodó és cselekvő controlling kiegészült egyfajta stratégiai szemléletmóddal²³. Ezt a gazdagodást fejezi ki, hogy azóta önálló, állandósult szakkifejezés-ként használjuk a stratégiai controllingot²⁴. A stratégiai irányultság által generált, új tartalmi elemek egyike az értékorientált irányítás (támogatása)²⁵.

Nem csupán a controlling szemüvegén keresztül lehet és kell azonban vizsgálni az értékorientált irányítást. Ennek az (angolszász területről származó) irányítási rendszernek, vezetési filozófiának, vezetői hozzáállásnak, szervezet-irányítói gondolkodásmódnak hasonlóan szoros kapcsolata van az üzleti etikával és ezen belül kiemelten a felelős vállalat elképzeléssel (erről a 2.1 alfejezetben szólok még), a vállalati pénzügyek területével (ezt a 3.2 és 3.3 alfejezetben, a tulajdonosi érték meghatározása, illetve tágabban a vállalatértékelés kapcsán fogom érinteni), a vállalatok kormányzásával és az emberi erőforrások irányításával. Jelen munkának nem feladata valamennyi, említett diszciplínát érintő kapcsolatrendszer alapos és kimerítő feltárása; a továbbiakban igyekezem hű maradni saját kaptafám, vagyis a controlling jelentette fókuszhoz. Természe-

²² A fejezet bevezető gondolataiban tudatosan használom csupán a vezetés és irányítás szavakat, míg a 3.1 alfejezetről kezdve – az elvégzett empirikus vizsgálattal összhangban – mindig vállalatvezetésről és -irányításról fogok írni. Ezzel a megkülönböztetéssel kívánom kifejezni, hogy míg az értékorientált vezetésnek mindenfajta szervezetben létjogosultsága lehet (így különösen a nem profitorientált szektorban is), addig saját vizsgálataimat az üzleti szervezetekre (egészen pontosan: a BÉT-en jegyzett részvénytársaságokra) korlátozom.

²³ BODNÁR (1999) 41.o. k.

²⁴ A stratégiai controlling tartalmáról és legfontosabb eszközeiről, módszereiről lásd például HORVÁTH (2008) 185.o. kk.

²⁵ A stratégiai menedzsment oldaláról nézve az értékorientáltság megjelenése – az alapvető képességekre és az erőforrásokra koncentráló megközelítéseket követő – harmadik fejlődési lépés volt, amely az 1990-es évek elején-közepén egyben korrigálta is az előbbi kettő felfogás hiányosságait. COENENBERG (2003) 10.o. k.

tesen ahol a téma kifejtése igényli, az általam szükségesnek vélt mértékben támaszkodni fogok a többi, érintett szakterület ismeretanyagára is.

Az értékorientált vezetés annyit jelent, hogy a szervezet irányítói valamennyi vezetési funkciójukat annak érdekében gyakorolják, hogy következetesen értéket teremtsenek, vagy még pontosabban: az általuk irányított szervezet következetesen értéket teremtsen²⁶. Tehát egy normatív elvárásról van szó, melynek teljesítése csak úgy lehetséges, ha az értékorientált vezetés mint átfogó irányítási rendszer – amely irányítási rendszer a szakirodalomból ismert vezetési funkciók²⁷ mellett magában foglalja a mögöttük meghúzódó (alap)elveket, filozófiát is – egyaránt kiterjed a teljesítménymérce meghatározására, az elemzés módszertanára, valamint a vállalatirányítási módra.²⁸ Mind a mai napig vitatkoznak azonban elméleti és gyakorlati szakemberek azon, hogy kinek vagy kiknek a számára kell értéket teremteni. Ezzel foglalkozik a 2.1 alfejezet, melynek végső következtetése az, hogy az üzleti szervezeteknek elsősorban tulajdonosaik számára kell értéket teremteniük.

Az üzleti szervezetek egy részében a tulajdonosok egyben vállalatirányítóként is közreműködnek, tehát saját maguk számára teremthetik az értéket. Más részükben azonban a tulajdonosi értékteremtés letéteményesei, felelősei nem maguk a tulajdonosok, hanem az általuk megbízott vállalatvezetés. Amely utóbbinak pedig ettől eltérő motivációi, szándékai, céljai is lehetnek. Éppen ezért az értékorientált vezetéshez szorosan kapcsolódik az ügynökelmélet, mint a megbízó és ügynöke közötti kapcsolat leírásával és szabályozó mechanizmusaival foglalkozó szervezetelméleti irányzat²⁹. De megbízó-ügynök kapcsolatok érvényesülnek de facto a több érdekelt szerinti vállalatirányítás esetében is, ahol a

²⁶ ALBACH (2001) 644.o. ezt – a Schmalenbach Társaság Finanszírozás munkacsoportjára hivatkozva – azzal egészíti ki, hogy az értékorientált vezetésnek gondoskodnia kell arról is, hogy a vállalat egésze több értéket teremtsen, mint az egyes szervezeti egységeiben előállított értékek összege.

²⁷ Lásd például DOBÁK (1998) 127.o. kk.

²⁸ BIEL (2001) 203.o.

²⁹ Az ügynökelmétről bővebben lásd például KIESER (1995) 264.o. kk., különösen 272.o. kk. és az ott megadott forrásokat. A megbízó-ügynök kapcsolatot az értékorientált vállalatirányítás szempontjából jellemzi például BAETGE-SOLMECKE (2006) 18.o.

vállalatvezetés a sok vállalati érdekelt közös(!) ügynökeként végzi tevékenységét³⁰ (erről bővebben szólok a 2.1.3 a) és c) fejezetében). Ráadásul a vállalatvezetésnek mint megbízónak is vannak ügynökei, tehát a vállalatokat többszintű ügynökkapcsolatok jellemzik. Így az ügynökkapcsolatok három szintjét különíthetjük el egymástól (tulajdonos –①– igazgatóság –②– üzleti terület vezetése –③– munkatársak)³¹, melyek mindegyikének hatása van a vállalati értékteremtésre.

2.1 Érték, de kinek a számára?

Az értékorientált vállalatirányításnak a köztudatban – s ez alól a szakmai köztudat sem kivétel – kezdetben kialakult és még napjainkban is élő képét jól jellemzi Bodnár szakirodalmat summázó fogalmazása³²: „...«értékközpontú vezetés», vagy az ennek lényegében megfelelő «tulajdonosi értékképzés» koncepciók...”. Bár ő nyomban felteszi azt a kérdést is, hogy „valóban minden, a vállalat, illetve érdekhordozói számára fontos cél beilleszthető-e a «tulajdonosi érték» modellbe”?³³ S valóban ez a probléma lényege. Kinek vagy kiknek a számára teremtsen értéket az üzleti vállalkozás: csupán tulajdonosai (shareholderek) vagy egyben más érdekhordozók (stakeholderek, amelyet fordítanak érdekeltnek és érintettnek is) részére is?

2.1.1 Érdekeltek

Minden vállalkozás számos érdekelttel³⁴ kerül kapcsolatba működése során. Az egyes érdekelti csoportok pedig – az általuk nyújtott szolgáltatások

³⁰ RADÁCSI (1997) 89.o.

³¹ COENENBERG (2003) 10.o.

³² BODNÁR (1999) 47.o.

³³ BODNÁR (1999) 50.o.

³⁴ A hazai vállalatgazdasági képzés alapművének szerzője, Chikán Attila, érintettnek fordítja a stakeholder szakkifejezést. A hozzá tartozó fogalom-meghatározás pedig olyan személyekről és csoportokról beszél, akik/amelyek „befolyásolhatj[ak] a szervezet működését és/vagy érdekelt[ek] annak következményeiben” CHIKÁN (1998) 23.o. Ez pedig értelmezésem szerint azt jelenti, hogy nem egyszerűen és általánosságban érintettekről, azaz passzív résztvevőkről, a vállalati működést elszenvedőkről van szó, hanem olyanokról, akiknek jól leírható érdekeik vannak, s ezeket az érdekeket képesek is (akár közve-

függvényében – eltérő ellenszolgáltatás(oka)t várnak el a vállalattól (1. táblázat)³⁵:

Érdekelti csoport	Vállalat részére nyújtott szolgáltatás ³⁶	Vállalattól (el)várt ellenszolgáltatás
Tulajdonosok (shareholder)	▪ Saját tőke	✗ Hozam és értékteremtés a befektetett tőke után ³⁷
Hitelezők	▪ Idegen tőke	✗ Kamat az átengedett forrás után, tőke visszafizetése
Cégvezetők, menedzsment	▪ Képességek ▪ Feladatkiadás	✗ Jövedelem ✗ Hatalom, befolyás, presztízs
Munkavállalók	▪ Képességek ▪ Feladat-végrehajtás	✗ Jövedelem ✗ Biztonságos munkahely
Beszállítók	▪ Javak és szolgáltatások	✗ Hozamot biztosító áron való üzletkötés ✗ Fizetőképesség ✗ Stabil beszállítói kapcsolat
Vevők	▪ Termékek és szolgáltatások átvétele	✗ Megfelelő ár/teljesítmény arány ✗ Biztonságos termék ✗ Kiszolgálás, kedvező vásárlási feltételek, tisztességes reklám
Versenytársak	▪ Közös fellépés (lehetősége)	✗ Tisztességes piaci verseny
Stratégiai partnerek	▪ Kölcsönösen előnyös együttműködés	✗ Kizárólagosság ✗ Tisztességes kapcsolat
Közvélemény általában ³⁸	▪ Infrastruktúra ▪ Jogrend	✗ Adófizetés ✗ Jogszabályok és más normák betartása

1. táblázat: A vállalat és érdekelti csoportjainak kapcsolata³⁹

títőkön keresztül) artikulálni és képviselni. Gyámoltalanságról tehát felfogásomban szó sem lehet, hiszen még a természeti környezettel kapcsolatban is ezt olvashatjuk: „A természeti környezetet... részben... állami vagy helyi előírások, részben pedig a környezetvédelem civil szervezetei képviselik.” CHIKÁN (1998) 27.o.; vagy máshol: „...általában helyi nyomásgyakorló csoportok és környezetvédelmi szervezetek «képviselek»” RADÁCSI (1997) 80.o. Úgy gondolom, hogy a leírtaknak sokkal jobban megfelel, hogy a stakeholdert nem érintettnek, hanem érdekhordozónak – vagy egyszerűbben és rövidebben: érdekeltnek – fordítom a dolgotban.

³⁵ BÜHNER-TUSCHKE (1997) 500.o. felhívja a figyelmünket arra, hogy az érdekelti csoportok számára történő értékteremtést (vagyis a bemutatott ábrán szereplő ellenszolgáltatásokat) sokan sokféleképpen értelmezik, és az értelmezések sok esetben egymásnak ellentmondóak. Ennek egyik oka – így BÜHNER-TUSCHKE (1997) 503.o. –, hogy maga az érdekelt fogalma sem egyértelműen definiált.

³⁶ Természetesen a vállalat, s nem az egyes érdekeltnek nézőpontjából szemlélve.

³⁷ A szakmai befektető emellett beleszólást kér a vállalat irányításába is.

³⁸ Ez az érdekelti csoport magában foglalja a központi államot és intézményeit, a helyi közösséget és annak önkormányzatát, a civil szerveződések, a kamarát és más szakmai testületeket, az oktatási és képzési intézményeket, a médiát, a szakszervezeteket, továbbá a természeti környezetet (ez utóbbi közvetítőit már felsoroltuk a csoport korábban említett tagjai között). Összevonásukat részben a hozzájuk kapcsolódó hasonló elvárások, részben pedig az indokolja, hogy néhányuk (például média, szakszervezet, természeti környezet) „elsődleges érintettsége” még a stakeholder-elmélet ismertetéséből is kimaradt. RADÁCSI (1997) 81.o.

³⁹ BADEN (2001) 398.o., CHIKÁN (1998) 23.o. és RADÁCSI (1997) 80.o. k. alapján, saját kiegészítésekkel.

Az érdekelteket ettől eltérő szempontok hangsúlyozásával is csoportosíthatjuk. Így például a velük fennálló kapcsolat típusa és a szervezethez képesti elhelyezkedésük szerint⁴⁰. Egy további megközelítést mutat be Lücke⁴¹:

- a) a vállalkozás vagyonára, tőkéjére és sikerére közvetlenül és formálisan hatni képes érdekeltek: tulajdonosok, igazgatósági és felügyelő bizottsági tagok, tulajdonosi koalíciók;
- b) az a)-tól eltérő gazdasági hatást kifejtő érdekeltek: vevők, versenytársak, szállítók, hitelezők, szakszervezetek és a kormány;
- c) tág értelemben vett érdekeltek: fogyasztók általában, idegen országok kormányai, kereskedelmi szervezetek és állampolgári kezdeményezések.

Bármilyen rendszerezést veszünk is alapul, szükségszerűen szembetalálkozunk azzal a problémával, hogy a vállalat egyetlen időpontban vagy időszakban sem képes valamennyi érdekelt elvárásait maximálisan teljesíteni. Tegyük fel Wagner⁴² érvelése nyomán, hogy a központi költségvetés is a vállalati működés érdekeltje. Indoklásul elegendő arra gondolnunk, hogy a beszedett adóforintok egy része – a helyi önkormányzat közvetítésével – visszakerül a helyi közösséghez, s az ott élők (lokális közvélemény) javára fordítódik. A több adófizetés tehát érintettek javát szolgálja, ezért az adófizetés a vállalat célfüggvényében immár pozitív előjellel szerepeltetendő – vagyis innentől kezdve a vállalatnak maximalizálnia kell adófizetését (is)!? Ezzel az abszurditással ehelyütt csupán arra hívom fel a figyelmet, hogy a vállalat szemszögéből értelmetlen eredményre vezet az értékteremtés „címzetti körének” minden határon túli bővítése⁴³. A leírtak alapján azonban ehelyütt (még!) nem kívánom kizárni azt, hogy értelmes és szükséges dolog lehet az értékteremtés címzettjeként nem csupán a tulajdonosokat megjelölni, hanem ennél bővebb érdekelti kört figye-

⁴⁰ RADÁCSI (1997) 82.o

⁴¹ LÜCKE (2001) 48.o.

⁴² WAGNER (1997) 491.o.

⁴³ Ugyanígy, a szűkösségre való hivatkozással veti el a minden érdekelt érdekének korlátozások nélküli kielégítésére vonatkozó elvárásokat SCHALTEGGER (1999) 5.o. is.

lembe venni. Erre a kérdésre a 2.1.3 fejezet részén lesz alkalom érdemben visszatérni.

Az egynél több érdekelti csoport elvárásainak való egyidejű megfelelést nehezíti azonban az a tény, hogy a különböző elvárások között ellentétek, ellenérdekeltségek állhatnak fenn. Míg a dolgozók több juttatást és a beszállítók magasabb árakat akarnak, addig a tulajdonosok a nagyobb eredményben (s következtetésképpen az alacsony dolgozói juttatásban és alacsony erőforrásárakban) érdekeltek. A több érdek egyszerre való figyelembevétele tehát pótlólagos szempontok mérlegelését teszi szükségessé. Ezt fejti ki részletesen a következő rész.

2.1.2 Lehetséges vállalati értékorientációk

A több érdekelti csoport számára történő értékteremtés éppen ezért megköveteli a vállalkozás vezetésétől, hogy⁴⁴

- behatóan foglalkozzon valamennyi releváns érdekelti csoport érdekeivel, szükségleteivel, értékeivel és céljaival,
- ismerje az egyes csoportok jelentőségét és (érdekérvényesítő) erejét,
- érzékelje a különböző csoportok befolyásában bekövetkező eltolódásokat,
- megkísérelje az érdekelti csoportok közötti lehető legjobb érdek-összehangolást,
- fenntartsa a különböző csoportok érdeklődését arra vonatkozóan, hogy továbbra is együttműködjenek a vállalkozásban,
- a sikeres vállalatvezetés feltételeként biztosítsa az érdekelti csoportok széles körének jóváhagyását, továbbá
- fenntartsa nem csupán a versenyképességet, hanem a vállalat legitimációját is.

Még plasztikusabban fogalmaz Hosmert idézve Radácsi⁴⁵: a felső vezetők felelőssége, hogy a döntésekből és így végső soron a vállalat működéséből szár-

mazó előnyöket és hátrányokat megossza a különböző érdekelti csoportok között. Ezt teheti önkényesen vagy megfontoltan. Bár a megfontolt eljárásmódhoz segítségül hívhatók az etikai elvek, ez nagyon magas koordinációs költségekkel jár együtt (erről lásd bővebben a 2.1.3. c) pontot), ráadásul számomra kevésbé hihető, hogy a vállalatvezetés – maga is egy az érdekeltek közül(!) – ezt a kulcsszerepét nem használja ki (főleg kritikus helyzetekben) saját maga előnyös helyzetbe hozására; ez az oportunizmus⁴⁶ pedig nem más, mint az önkénység egyik formája. Éppen ezért tartom fontosnak kiemelni, hogy felfogásomban a több érdekelti csoport számára történő értékteremtés immanens jellemzője, hogy a vállalatvezetés önkényesen viselkedik (sőt, esetleg emellett még rosszhiszeműen is).

Ezzel szemben a (kizárólag a) tulajdonosi értékre összpontosító vállalatvezetés feladatait a következőképpen foglalja össze Lücke⁴⁷:

- a tulajdonosi érték befolyásoló tényezőinek feltárása,
- e tényezők alakulásának irányítása céltudatos intézkedésekkel,
- a tulajdonosi érték mutatója számértékének helyes értelmezése,
- a tulajdonosi érték maximalizálására törekvő vállalatirányítási politika megértetése valamennyi hierarchiaszinten és minden munkatárssal,
- e politika elfogadtatása a többi érdekelti csoporttal, s végül
- a tulajdonosi érték maximalizálása közben tekintettel lenni a többi érdekelt fél érdekeire (például úgy, hogy e politikát a cégvezetés beilleszti a vállalat balanced scorecard-jába).

Ennek kapcsán fontosnak tartom kiemelni, hogy a tulajdonosi érték maximalizálása nem jelent egyet a többi érdekelt kisemmizésével, vagy finomabban

⁴⁴ BADEN (2001) 400.o. k. alapján, de hasonlóan fogalmaz SCHMID (1998) 223.o. k. is.

⁴⁵ RADÁCSI (1997) 85.o.

⁴⁶ Mégpedig helyzetfüggő oportunizmus, melyről bővebben és következményeiről lásd MÖLLER (2006) 402.o.

⁴⁷ LÜCKE (2001) 64.o.

szólva: érdekeiknek figyelmen kívül hagyásával⁴⁸. Lücke leírása egyértelműen mutatja, és a hosszú távú szemléletből is következik, hogy a tulajdonosiérték-orientáltságot minden más érdekhordozóval el kell fogadtatni, ami feltételezi, hogy az ő igényeik, elvárásaik is kielégítést nyernek⁴⁹. De nem maximális mértékben (ez utóbbi a tulajdonosok privilégiuma)! Fontos ugyanis, hogy minden érdekelt továbbra is fenntartsa érdeklődését a vállalat iránt, hajlandó legyen vele együttműködni. Tehát a tulajdonosokon kívüli érdekeltek is megkapják azt, ami ellenszolgáltatásként „jár” nekik, de ennél semmivel sem többet (erről bővebben lásd a 2.1.3. fejezettrészt). Ezért nem tekintem érvényesnek a tulajdonosi érték szerinti vezetéssel szemben felhozott, ilyen értelmű kritikákat.

A két idézett felsorolás összevetéséből kitűnik, hogy míg a több érdekelti csoport érdekei szerinti vállalatirányítást elsősorban a külső fókusz és a vállalatvezetés kulcsszerepe jellemzi, addig a tulajdonosiérték-orientált vezetés a működésre és azon belül az értékteremtő tényezőkre koncentrál, kulcsszereplői pedig a tulajdonosok (a vállalatvezetés csupán az ő ügynökként szerepel). Mindkét esetben fontos feladat a követett értékorientáció legitimálása.

	Tulajdonosi érték szerinti vezetés	Értékteremtés több érdekelti csoport számára
Célkitűzés	Vállalkozás értékének növelése	Többes célkitűzés
Fókusz	Saját tőke piaca	Kompromisszumkötés
Érdekek kielégítése	A célelérés eszköze	Öncél
Feltételezett piaci jellemvonás	A piacok hatékony egyensúlyban vannak	A piacon dinamikus folyamatok zajlanak, a piac töredezett

2. táblázat: A kétféle értékorientáltság összehasonlítása

⁴⁸ A tulajdonosok érdekének és az egyéb érdekhordozók érdekének szükségszerű és nagyon szoros összefonódását kiválóan szemlélteti HAUSER (1999) 404.o. Ugyanígy érvel RIES (2002) 17.o.

⁴⁹ RAPPAPORT (2002) 21.o. k.

A két megközelítésnek – mint a lehetséges társaságirányítási formációk két szélső pontjának – legfontosabb jellemvonásait Bühner és Tuschke cikke⁵⁰ így veti össze egymással (2. táblázat).

2.1.3 Értékorientáltság az elméletek tükrében

A következőkben e jellemzőkhöz kapcsolódva mutatok be néhány elméleti megközelítést, amelyek egyik vagy másik értékorientáltság mellett érvelnek. Az egyes érvelések eltérő elméleti háttérből indulnak ki, ezért következtetések nem feltétlenül mérhetők össze: eredményeiket egymással egyenrangúnak és így egymás mellett állónak kell tekintenünk.

A következő oldalakon az elmúlt esztendő német nyelvű szakirodalmában talált és (a bevezetésben már említett heurisztikus vizsgálat alapján) általam fontosnak tartott elméleti megfontolásokat foglalom össze. Igyekeztem széles palettát átölelni, a felvázolandó kép mégsem lesz teljes: nem zárhatom ki, hogy a – most folyó vagy későbbi – kutatások újabb releváns elméleti kiindulópontból megközelítve további eredményekre vezetnek majd. Magamnak nem célom sem a különböző megközelítések számának gyarapítása, sem pedig az ismert(etett) megközelítések szintetizálása.

a) Wagner a piaczgazdasági rendről és a vállalatok intézményesüléséről⁵¹

Franz W. Wagner érvelésének kiindulópontja annak bizonyítása, hogy a tulajdonosi érték maximalizálása a lehetséges összvállalati célkitűzések közül az egyetlen olyan, amely összhangban van a piaczgazdasági renddel.⁵² A tulajdo-

⁵⁰ BÜHNER-TUSCHKE (1997) 501.o.

⁵¹ WAGNER (1997) alapján. A Magyarországon született Franz W. Wagner hosszú ideig a Tübingeni Egyetem tanszékvezetője volt; a vállalati pénzügyek mellett elsősorban az általános vállalat-gazdaságtan (Betriebswirtschaftslehre), valamint az adótan és a könyvvizsgálat területén születtek elismert és sokszor hivatkozott munkái.

⁵² Hasonlóan COENENBERG (2003) 10.o., amely ugyanitt egy másik gondolatmenetet is leír bizonyításképp (ez utóbbiról már szoltam röviden a 2. fejezet bevezető gondolatai közt). Az ügynökméletet többszörösen alkalmazva a vállalat szereplőit (leegyszerűsítve) a tulajdonos-vállalatvezető-részlegvezető-végrehajtó láncba rendezhetjük. Ez a lánc pedig nem más, mint három, egymáshoz hierarchikusan kapcsolódó megbízó-ügynök kapcsolat. A legelső kapcsolat megbízója a tulajdonos, tehát az egész vállalatnak és annak valamennyi egységének és dolgozójának a tulajdonosi érdekek elérésén kell munkálkodniuk.

nosi érték mint kizárólagos döntési változó alkalmazása – a vállalatvezetés mint ügynök részéről – nem azt jelenti, hogy a döntéshozó(k) kizárólag a tulajdonosok érdekeit veszi(k) figyelembe, hanem azt, hogy minden más érdekelti csoport elvárásai pontosan a (kiegyensúlyozott) piac által diktált mértékben teljesülnek! Valamennyi érdekhordozó kielégül tehát (különben nem lépnének érintkezésbe a vállalattal), ezért nem igaz, hogy a tulajdonosi értékre orientált működés monisztikus érdekérvényesítést jelent⁵³. Vagyis aki a tulajdonosfókuszált irányítást támadja, az azzal a piacgazdasági törvényszerűséggel száll szembe, hogy a piaci szereplő senkinek ne fizessen többet, és senkitől ne kérjen kevesebbet, mint a megfelelő piaci ár.⁵⁴

A vállalattal kapcsolatos különböző érdekek kiegyenlítését tehát elvégzi maga a piac – folytatja Wagner az érvelést⁵⁵. A tulajdonosi értékre orientált vállalatvezetés pedig kihasználja ezt a maga céljára. A szerző szerint az értékteremtés több érdekelti csoport számára történő maximalizálása szuboptimális működést eredményez. Ráadásul problémát jelent annak meghatározása is, hogy a végtelen számú, lehetséges szuboptimális terv közül pontosan melyiket kell követnie a vállalatnak. Ez utóbbi feladat megoldása (az egyértelmű döntési kritérium hiányában történő választás) átpolitizálja az érintett szervezet működését.

Wagner egyébként két elméleti gyökerét azonosítja annak a (szerinte helytelen) követelésnek, hogy a vállalatot több érdekelti csoport érdekei szerinti kell vezetni. Az egyik a vállalat koalícióként való értelmezése, a másik pedig az önállóan intézményesült „vállalati érdekek” – a jogelméletből is ismert – konstrukciója. Wagner harcba száll mindkettővel szemben.

Érvelése szerint lehetetlen lehatárolni a vállalatot alkotó koalíciót, annak belső és külső tagjait. A dolgozók bevonása például azt jelentené, hogy a bérköltség (és az összes többi dolgozói juttatás) a vállalati – maximálandó! –

⁵³ Más indoklással, de hasonló következtetésre jut KÜRSTEN (2000) 374.o. és ALBACH (2001) 645.o. is.

⁵⁴ Ugyanezt fogalmazza meg COPELAND-KOLLER-MURRIN (1999) 64.o. k.

célfüggvény részévé válna. Ezzel a vállalat máris átalakulna jóléti intézménnyé (Sozialsystem). Akárcsak azzal, ha a helyi önkormányzati vagy a központi költségvetést is koalíciós tagnak értelmezik. Erre azonban Wagner szerint semmi szükség nincs, hiszen a tulajdonosokon kívül minden más koalíciós partner igényeinek kielégítését a piacon keresztül is meg lehet valósítani.

Egy másik érvet is felhoz azzal szemben, hogy a vállalatot mint sok érdekelt koalícióját tekintjük. (Ez az érv egyébként a vállalat mint jóléti intézmény ellen is szól egyben.) Ha a befektetett tőke hozamából a tulajdonosokon kívül más is részesedik (de maga a vállalat nem, mert ő nem szerepel az érdekeltek között, s így koalíciós partner sem lehet), akkor tőke kivonás esetén a vagyonsökkenésből is valamennyi korábbi kedvezményezettnek ki kell vennie a részét. Sőt, szükség esetén vissza kell fizetniük a korábban kapott vagyongyarapodás egy részét is. Az, hogy ilyenkor miért nem kizárólag a vállalkozásnak kell helyt állnia, nagyon könnyen megválaszolható: ő nem koalíciós tag, ezért korábban nem részesült a haszonból (a korábbi teaurált nyereség – bár a vállalatban marad – sem őt illeti, hanem a tulajdonosokat⁵⁵). Ha pedig a pozitív eredményből minden koalíciós partner részesül, a veszteséget pedig kizárólag a – vállalat mögött egyedül ott álló – tulajdonosoknak kell viselniük, akkor aligha jelentkeznek majd saját tőkét befektetni hajlandó tulajdonosjelöltek.

Végezetül Wagner kritizálja azt az (egyébként a jogelmélet nézőpontjától sem távoli) felfogást, miszerint a vállalat érdekelti csoportjai érdekeinek eredőjeként kialakul és intézményesül az önálló „vállalati érdek”. Ez a jog értelmezésében felmenti a vállalat vezetését mindenfajta konkrét felelősség alól, hiszen nem egy vagy több, jól meghatározott érdekelt felé kell elszámolnia, hanem csupán a nem operacionalizálható – s így megfoghatatlan – vállalati érdeknek megfelelően kell eljárnia. A vállalati érdekben pedig minden érdekhordozó benne foglaltatik, ezért a vállalatvezetés saját maga döntheti el, hogy mi-

⁵⁵ Lásd ugyanígy a 2.1.2 pontot.

⁵⁶ Ez az állítás lényegében tagadja, hogy a vállalat – mint önálló intézmény – elszakadhatna tulajdonosaitól, és önálló érdekeket hordozhatna.

kor melyik érdekelti csoport számára mekkora értéket teremt, vagy éppen von el tőle.

A vállalati érdek védelme szükségességének indoklásaként arra szoktak hivatkozni, hogy általános gazdasági és társadalmi cél a meglévő vállalatok (mint intézmények) fennmaradása. A tulajdonosi érdek háttérbe szorítása és ezzel egy időben a vállalat fennmaradásának előtérbe helyezése ugyanakkor azt jelenti, hogy az intézményi megközelítés – akárcsak a társasági jog jelenlegi rendszere – az egyes vállalat fennmaradását magasabb rendű értéknek tekinti, mint a piaczgazdasági rendszer (működésének) fennmaradását. Ezzel egyszersmind nyíltan hátrányos helyzetbe kerülnek a tulajdonosok, és előnyös helyzetbe mindenki más, akinek bármilyen érdeke fűződik az egyes vállalatok fennmaradásához. A tulajdonosok egyoldalúan hátrányos helyzete úgy is felfogható, mintha őket láthatatlanul megterhelnék egy pótlólagos adóval. (Ez utóbbi eljárás azzal lehetne indokolható, hogy a tulajdonosok adófizető képessége kiemelkedően jó, míg a többi érintett méltányos védelemre szorul. Wagner nem fogadja el igaznak ezt a feltételezést.)

A szerző tehát pénzügyi-befektetési megfontolásokból pozitív módon, valamint a vállalatot koalíciónak, illetve intézménynek tekintő (szervezet)elméleti felfogásból kiindulva negatív módon érvel a tulajdonosi értékre fókuszáló vállalatirányítás mellett.

b) Wentges a piaci koordináció gyengeségéről⁵⁷

A tulajdonosi érték szerinti vállalatirányítás – amint azt az előző pontban láttuk – tudatosan épít a tökéletes és egyensúlyban lévő piac érdekkiegyenlítő képességére. Az ezt elvető álláspont legfontosabb érvei közé tartozik az – olvashatjuk Paul Wentges elemzését –, hogy az érdekelti csoportokkal a piaci feltételek szerint megkötött szerződések nem képesek maradéktalanul átfogni az egyes érdekeltek valamennyi, a vállalattal szembeni jövőbeli elvárását. Szerződéskben

⁵⁷ WENTGES (2000) alapján. Paul Wentges az Ulmi Egyetem Vállalat-gazdaságtani Intézetének kutatója.

nem szereplő elvárásokkal – ún. implicit követelésekkel – bármelyik érdekelti csoport rendelkezhet: a dolgozók például a rendelkezésre bocsátott munkaerejükért cserében nem csupán bért, fizetséget várnak el, hanem emellett munkahelyük biztonságát, előrejutási lehetőséget, jövőbeli fizetésemeléseket stb., miként a vevők is számítanak arra, hogy a megvásárolt termék későbbi meghibásodásait ki lehet majd javítani, folyamatos és hosszan tartó lesz a pótalkatrész-ellátás stb.

Az implicit követelések nem elemei az érdekeltekkel megkötött szerződéseknek, aminek elfogadható indoka van: a jövőbeli bizonytalanság miatt e szerződéseket általános tartalommal kötik meg, s nem térnek ki (mert nem térhetnek ki) bennük valamennyi, a jövőben lehetséges eseményre és az egyes eseményekhez kapcsolódó konkrét követelésekre, jogkövetkezményekre⁵⁸. Egy ilyen részletes, valamennyi jövőbeli lehetőségre kiterjedő szerződés megkötése elfogadhatatlan mértékű tranzakciós költséggel járna együtt. Ha pedig nem részei a szerződés szövegének, akkor az implicit követeléseket nem lehet (a jog eszközeivel) kikényszeríteni.

Ráadásul a piacon nem lehet önállóan kereskedni az implicit követelésekkel, mivel azok elválaszthatatlanul szorosan összekapcsolódnak a létrejöttüket okozó explicit szerződéssel (például munkaszerződéssel, adásvételi szerződéssel). Önálló kereskedés híján a piacnak nincs lehetősége arra, hogy beárazza az implicit követeléseket; s – így az érvelés – ez az oka annak, hogy a tulajdonosokon kívüli érdekelti csoportok érdekeinek maradéktalan kielégítését nem szabad kizárólag a piacra bízni.

Mivel az érdekeltek sajátos beruházásokat⁵⁹ tettek annak érdekében, hogy adott vállalat érdekeltjeivé válhassanak – a szállítók testre szabták a cég által megvásárolt technológiát, a dolgozók helyismeretre és vállalatfüggő tudásra

⁵⁸ A munkaszerződés például nem a konkrét elvégzendő munkáról szól, hanem a munkavégző képesség átengedéséről. S így az ellenszolgáltatás sem az elvégzett munkához, hanem a munkavégző képesség átengedéséhez kötődik. Bővebben lásd BAKACSI (1998) 22.o. kk. és az ott megadott forrásokat.

⁵⁹ Ezek elsüllyedt költségnek (sunk cost) tekintendők.

tettek szert, a vevők nagy beszállítójuk közelébe tették telephelyüket és hosszú távú beszerzési szerződést kötöttek vele, a bankok átfogó adósminősítést végeztek stb. –, igényt tartanak e beruházások hasznára. Ez a haszon az adott vállalaton belül a legnagyobb: a bármely más használati lehetőséget meghaladó többlethasznát az adott beruházás kvázijáradékának nevezzük⁶⁰. A kvázijáradékon az adott érdekelt és a vállalat (vezetése) osztozik.

Az e járadékból az érdekeltre eső részt jelenítik meg a fent említett implicit követelések. Mivel ez utóbbiak nem kikényszeríthetők, ezért az érdekeltek viselik a vállalat(vezetés) opportunistá magatartásának, vagyis implicit követelésük kielégítetlenül maradásának kockázatát. Ennyiben tehát helyzetük hasonló a vállalatvezetés opportünizmusának szintén kitett tulajdonosokéhoz, bár ez utóbbiak (az érdekeltek között egyedülként) képesek befektetésük kockázatának vállalaton kívüli diverzifikálására. Vállalaton kívüli diverzifikálási lehetőség hiányában az implicit követelésekkel rendelkező érdekeltek érdeke – közös nevezőként – a vállalat hosszú távú, eredményes fennállásában, és így a kvázijáradékból származó jövedelmük maximalizálásában áll.

Wentges állítása szerint azonban a vállalat hosszú távú, sikeres fennállása nem csupán a már említett érdekelteknek, hanem a tulajdonosoknak is érdekében áll! Ennek indoka a Shapiro és Cornell⁶¹ által bevezetett szervezeti tőke léte. A szervezeti tőke nagysága megegyezik a jövőben az érdekeltek felé eladható implicit követelések mai piaci értékének és a jövőben kielégíteni szándékozott implicit követelések mai piaci értékének különbségével.⁶² A szervezeti tőke

⁶⁰ Anélkül, hogy a következményeket bővebben ki akarnám bontani, érdemesnek tartom felhívni a figyelmet arra, hogy eszerint a megállapítás szerint a vállalat és az érdekeltek közötti szerződések nem tekinthetők zéróösszegű játszmának.

⁶¹ Lásd CORNELL-SHAPIRO (1987)

⁶² Wentges utal a szervezeti tőke számszerűsítésének óriási és mind a mai napig nem megoldott problémáira: a releváns érdekelti csoportok meghatározása, sajátos beruházásuk nagyságának és implicit követeléseik értékének meghatározása egyenként is megoldatlan kérdést jelentenek. Az elméleti áttekintés szempontjából azonban nem is a szervezeti tőke értékének nagysága (vagy egyáltalán kiszámíthatósága) bír jelentőséggel, hanem pusztán az a tény, hogy ez a tőke létezik (feltéve, hogy a leírt indoklást elfogadjuk). A szervezeti tőke kiszámíthatóságának viszont a controlling számára természetesen elementáris fontossága van.

additív módon befolyásolja a vállalat összértékét, így a tulajdonosok számára megmaradó értéket is.

A szervezeti tőke nagyságának befolyásoló tényezői sokfélék: az érdekeltek részéről megteendő sajátos beruházások nagysága, az érdekelti kapcsolat várható időtartama, a vállalat hírneve, valamint jövőbeni jövedelmi és likviditási helyzete stb. Az érdekelti csoportok ez alapján fogják eldönteni, hogy mennyiben bíznak implicit követeléseik kielégítésében; s ha nem bíznak benne, akkor az általuk észlelt kockázatnak megfelelő kockázati prémiumot fognak követelni már a szerződés explicit feltételei között is (például magasabb bért, alacsonyabb eladási árat stb.). Ezek a kockázati felárak azt jelentik, hogy

- i) egyrészt csökken a szervezeti tőke, és vele együtt a vállalat összértéke, ami rákényszerít(het)i egyfelől a vezetőket arra, hogy vegyék figyelembe és elégítsék ki a különböző érdekelti csoportok implicit elvárásait, másfelől a tulajdonosokat arra, hogy megpróbálják elejét venni a vezetők opportunistá magatartásának;
- ii) másrészt a vállalat összértéke függ a választott működési politikától (az implicit követelések kielégítésétől, illetve ennek elmaradásától), azaz nem teljesül a hozamok (és a vállalat) piaci értékelésének egyik fontos feltétele: a competitiveness (a piac értékalkotó függvénye tehát nem független a vizsgált vállalkozás akcióitól)⁶³, ezért a hozamérték-számítás nem ad megfelelő képet sem a vállalat, sem pedig a tulajdonosok számára teremtett értékről.

A szervezeti tőke befolyásoló tényezőit szemügyre véve kiderül, hogy a vállalatvezetésnek – a szervezet hosszabb távú és biztosabb fennmaradása érdekében – érdemes diverzifikálnia a cég tevékenységét. Ezzel azt sugallja az érdekeltek felé, hogy érdemes belefogniuk értéket teremtő sajátos beruházásokba, mert nagyobb biztonsággal számíthatnak a létrejövő kvázi-járadékhoz kötődő, implicit követeléseik kielégítésére. Ezzel tehát megvalósul a több érdekelti

⁶³ Ennek jelentőségéről lásd még jelen alfejezet d) pontját.

csoport érdekeinek megfelelő vezetés⁶⁴ úgy, hogy közben a tulajdonosok érdekei sem szenvednek sérelmet, sőt: számukra is több érték keletkezik. Ezzel szemben a kizárólag a tulajdonosi érték szempontjai szerinti vezetés deklarálása elriasztja a többi érdekelti csoport potenciális tagjait attól, hogy valóban a vállalat érdekeltjévé váljanak.

Wentges tehát az érdekhordozók implicit követeléseire hivatkozva a kizárólag a tulajdonosi érdekre fókuszáló vállalatirányítás ellen foglal állást, de egyben amellet érvel, hogy a tulajdonosok érdekeinek is a több érdekelt érdekeinek kielégítése felel meg a legjobban. Gondolatmenetének másik következtetése pedig az, hogy el kell vetnünk a tulajdonosi érték kiszámításának hagyományos módszerét (a jövőbeli hozamok jelenértékének meghatározását, amelyről részletesebben lásd a 3.2 alfejezetet), de ehelyett nem ad meg másik, ennél jobb számítási metódust.

c) Bühner és Tuschke a tranzakciós költségekről⁶⁵

A szerzőpáros, Rolf Bühner és Anja Tuschke, felhívja a figyelmet arra, hogy a tulajdonosi érték szerinti vezetést leginkább nem gazdasági érvekkel, hanem általános társadalmi síkon kritizálják⁶⁶. A több (összes) érdekelti csoport érdekei szerinti vállalatvezetést pedig prókatorai rendszerint normatív elvárás-ként közvetítik, amely felfogás gyökerei egészen Kantig⁶⁷ visszanyúlnak.

Visszatérve a gazdasági argumentumokhoz, a szerzőpáros megvizsgálja, hogy a kétféle szélsőséges értékorientáció milyen sajátos költségekkel jár együtt. Ilyen – általuk tranzakciónak nevezett – költségek felmerülnek egyrészt

⁶⁴ Ez természetesen csak általánosságban igaz. Elképzelhető, hogy vannak olyan érdekelték (például a kockázatelfogadó, fiatal munkatársak vagy a részvényopciószerű javadalmazásban részesülő vezetők), akik nem támogatják a diverzifikáló és ezért kockázatoskéntő vállalati politikát.

⁶⁵ BÜHNER-TUSCHKE (1997) alapján. Prof. Rolf Bühner a Passai Egyetem Szervezettudományi és Munkatügyi Tanszékének vezetője, Anja Tuschke pedig ugyanitt habilitált. Bühner professzor széles kutatási területén belül már az 1980-as évek kezdete óta foglalkozott a tulajdonosi értékteremtés lehetőségeivel, és rendszeresen vizsgálta annak németországi elterjedtségét.

⁶⁶ A társadalompolitikai vitát más szerzők is megemlítik, lásd HORVÁTH-MINNING (2001) 273.o., KÜRSTEN (2000) 360.o., továbbá WAGNER (1997) vitriolos megjegyzéseit.

⁶⁷ A filozófus szerint ugyanis minden embernek joga van arra, hogy ne tekintsék valamely cél érdekében bevethető eszköznek.

a tárgyalásokkal, másrészt az irányítással és az ösztönzéssel, harmadrészt pedig az ellenőrzéssel kapcsolatban. (A szerzők egyértelműen utalnak arra, hogy itt a tranzakciós költségek fogalmát nem a tranzakciós költségekről szóló szervezetelméleti felfogás szerinti értelemben⁶⁸, hanem az egyes társaságirányítási struktúrákhoz tartozó szerződési költségekre vonatkozóan használják.) Gondolatmenetük eredménye tömör formában (3. táblázat):

	Tulajdonosi érték szerinti vezetés	Értéktéremtés több érdekelti csoport számára
Tárgyalás	– Külső ártárgyalási költség – Belső ártárgyalási költség	– Bürokratikus költség – Joggyakorlási költség – Használózat-költség
Irányítás és ösztönzés	– Megtévesztés költsége – Helytelen opciós feltételekből eredő költségek	– Reprodukció költsége – Helytelen erőforrás-allokáció költsége – Információsaszimmetria költsége
Ellenőrzés	– Önkéntes információ-szolgáltatás költsége	– Ellenőrző grémium bürokratikus költsége

3. táblázat: Értékkorientációk tranzakciós költségei

A szerzők – részletes indoklás alapján⁶⁹ – a bürokratikus, joggyakorlási és használózat-költség összegét jóval magasabbra becsülik, mint a kétféle ártárgyalás összköltségét. Ugyanez a reláció igaz az irányítás és ösztönzés, valamint az ellenőrzés esetében is. Ráadásul míg a reprodukció költségei mindenképpen felmerülnek, addig megtévesztésre nem feltétlenül kerül sor.

Bühner és Tuschke véleménye szerint a tulajdonosi értékre fókuszált vállalatirányítással szemben megfogalmazott, társadalmi oldalról artikulált kritikával éppen a másik értékkorientáció magasabb (tranzakciós) költségeit próbálják elfedni. Mindez pedig az – információelőnyrel rendelkező és mások ügynökeként működő – vállalatvezetés érdeke, hiszen a valamennyi érdekelt érdekeinek figyelembevételéből származó meghatározatlan célkitűzések, az

⁶⁸ Arról, hogy a tranzakciós költségeket miként értelmezi a velük foglalkozó szervezetelméleti irányzat lásd WILLIAMSON (1985) és magyarul KIESER (1995) 281.o. kk. A tranzakciós költségek elmélete a szervezeten belüli koordinációt a piaci koordinációval összehasonlítva, azaz relatív módon értelmezi, míg az itt bemutatott táblázatban mindkét értékkorientációhoz önmagában (azaz egymáshoz való viszonyítás nélkül) rendel hozzá tranzakciós költségeket a szerzőpáros.

⁶⁹ Magyarul lásd TIRNITZ (2004) 41.o. kk.

érdekhordozók között nehézkesen kialakuló kompromisszum, továbbá a piaci mechanizmusokat reprodukáló vállalati szabályok és bürokrácia által teremtett mozgásteret és űrt kizárólag ő képes betölteni: ezáltal indokolatlanul és alapítvánnyal megő hatalma, önérdek-értvényesítő képessége⁷⁰.

d) Kürsten a vállalattal szembeni követelések duplikálhatóságáról⁷¹

Wolfgang Kürsten a tulajdonosi érték szerinti irányítás pénzügyi alapjait tárgyalja. Ezt az értékorientációt ő egy általános, normatív feltételre és három alkotóelemre bontja:

- Normatív feltétel: valamennyi vállalati döntés fókuszában a tulajdonosok⁷² jóléte áll⁷³.
- 1. tartalmi elem: a tulajdonosok jóléte a saját tőke piaci értékében fejeződik ki.
- 2. tartalmi elem: a saját tőke piaci értékét úgy kapjuk meg, hogy a vállalat egészének piaci értékéből levonjuk az idegen tőke piaci értékét⁷⁴, ahol a vállalat piaci értéke megegyezik az általa a jövőben megtermelt nettó pénzáramlások tőkeértékével. A további opciók értékét hozzá kell adni ehhez a tőkeértékhez.
- 3. tartalmi elem: a tulajdonosok jólétének maximalizálása és a vállalat piaci értékének maximalizálása egymással egyenértékű célkitűzések.

⁷⁰ Ezt a gondolatot, miszerint a sok érdekhordozó együttes érdekértvényesítéséből a vállalatvezetés hatalmi pozíciójának növekedése származik, és ezért a menedzsment kifejezetten hálás a pozícióját alátámasztó, legitimáló elméletekért, WAGNER (1997) 483.o. is megfogalmazza.

⁷¹ KÜRSTEN (2000) alapján. Wolfgang Kürsten a Jénai Egyetemen kutatja és oktatja a modern vállalati pénzügyek aktuális kérdéseit.

⁷² A szerző kifejezetten a részvényes szót használja, a cikkben leírtak azonban csupán a tulajdonosi és a vállalatirányítói szerepkör szétválását feltételezik, ezért tartom indokolatlannak az egyetlen társasági formára leszűkítő fogalomhasználatot, s választottam helyette az általánosabb tulajdonos szót.

⁷³ E normatív elvárás indoklásaként a szerző idézi egyfelől azt az elvárást, hogy – a megfelelő motivált-ság érdekében – egybe kell esnie a kockázat viselőjének, a létrehozott érték reziduuma címzettjének és a döntéshozónak (ez pedig nem más, mint a tulajdonos); másfelől pedig azt, hogy allokációs előnyök származnak abból, ha a tulajdonos szabadon rendelkezhet befektetett tőkéjével.

⁷⁴ A 3.2 alfejezetben látni fogjuk, hogy ez a tulajdonosi érték meghatározásának csupán az egyik – bár a leggyakrabban használt – kiszámítási módja. Ez a leegyszerűsítés azonban nem változtat az e pontban bemutatni szándékozott összefüggések igazságtartalmán.

Az 1. tartalmi elemmel kapcsolatban bemutatja a szerző, hogy egyrészt a saját tőke (objektív) piaci értékének megléte a piac arbitrázsmentességét feltételezi; másrészt az objektív piaci érték csak abban az esetben helyettesítheti a tulajdonosok szubjektív jólétérzését, ha teljesül a Fisher-teoréma három szükséges feltétele⁷⁵: az egyes akciók nem befolyásolják a piac értékalkotó függvényét (competitivity), a lehetséges akciók pénzáram-idősora duplikálható a piacon forgó értékpapírok megfelelően megválasztott portfóliójával (spanning), továbbá a tulajdonosokat annyira időben, átfogóan és pontosan informálják a vállalatvezetés által tervezett valamennyi akcióról, hogy van idejük megfelelő értékpapírügyletekkel független pozíciót létrehozni (information). Ez utóbbi feltétel általában nem teljesül, ezért – a Fisher-teoréma további feltételezéseit figyelembe véve – kizárólag sajáttőke-tulajdonnal vagy a vállalat saját és idegen tőkéjéből azonos mértékben részesedő (ún. proporcionális követeléssel rendelkező) tulajdonos esetében a piaci érték nem helyesen tükrözi a tulajdonos jólétét.

Kürsten felhívja továbbá a figyelmet arra, hogy a második tartalmi elem helyessége mellett sem vonható le a 3. tartalmi elemként megfogalmazott következtetés – legalábbis abban az esetben nem, ha az idegen tőke piaci értéke nem független a vállalat által követett politikától, vagyis a megvalósított akció(k)tól⁷⁶. Márpedig a Bazel II-ként megfogalmazott követelmények⁷⁷ éppen ebbe az irányba hajtják a finanszírozó pénzintézeteket. Így előfordulhat például az az eset, hogy a vállalat összértékét maximalizáló akciók annyira megnövelik a cég kockázatát, hogy az idegen tőke után a külső finanszírozók a kockázatvállalás révén elért értéknövekményt meghaladó többlet-ráfordítást igényelnek. Vagyis a vállalat értékét maximalizáló akció előtti állapotnál kevesebb lesz a

⁷⁵ Bármely feltétel nem teljesülése – általánosan megfogalmazva – azzal a következménnyel jár, hogy a döntéshozó nem a piaci értéket, hanem a várható cash-flow-khoz tartozó valószínűségi eloszlások alapján kapott értéket tekinti érvényesnek.

⁷⁶ Hasonlóan lásd ALBACH (2001) 644.o.

⁷⁷ Lásd BECKER (2003) 751.o. A bázeli Nemzetközi Fizetések Bankja részéről a pénzintézetek saját tőkéjével kapcsolatban előírt új szabályok (ún. Bazel II.) rákényszerítik a hitelező bankokat arra, hogy –

tulajdonosok számára megmaradó érték. Ebből következik, hogy egyáltalán nem biztos az, hogy az összvállalat piaci értékét maximalizáló működés egybeesik a tulajdonosok érdekével: a tulajdonosi érték maximalizálásával!

S épp ezt az utóbb leírt esetet használhatják ki a vállalatvezetők arra, hogy az értékteremtő akció végrehajtására hivatkozva végül mégis elértéktelenítsék a tulajdonosok saját tőkéjét – úgy, hogy a kiválasztott akció(k) révén megtermelt, pótlólagos vállalati értéknél többet juttatnak a tulajdonosokon kívüli érdekhordozó(k) (akár saját maguk!) számára. Így tölthető meg a tulajdonosiérték-orientációra hivatkozva a többi érdekelt zsebe.

Végezetül azt fogalmazza meg Kürsten, hogy a saját tőke piaci értékének maximalizálása sem feltétlenül áll a tulajdonosok érdekében. Itt azonban szakít a „tisztá” tulajdonos modelljével, és feltételezi, hogy minden tulajdonos egyéb követeléssel is rendelkezik a vállalattal szemben (például adott kölcsön, elvégzett munka miatt, vagy akár áttételesen: a vállalatot finanszírozó bankban meglévő részesedése révén). A felállított modell segítségével bizonyítja a szerző, hogy a tulajdonosok csak abban az esetben fogják a piaci érték maximumát elfogadni saját fogyasztáson keresztüli haszonszerzésük maximumaként, ha a vállalattal szembeni valamennyi olyan követelésüket, melynek értéke a vállalatvezetés által megvalósított akcióktól függ (ha ilyen, akkor tehát bérkövetelésüket is!), duplikálni képesek a piacon forgó értékpapírokkal. Minden egyéb esetben a saját tőke piaci értékének maximalizálása sem feltétlenül szolgálja a tulajdonosok érdekét.

A fent leírtakból ugyanakkor az is következik, hogy az összvállalat piaci értékének növelése pontosan egybeesik azok összességének érdekével, akiknek követelésük, elvárásuk van a vállalattal szemben. Ez a kör pedig nem más, mint az érdekhordozók összessége. Vagyis az összvállalati érték maximalizálása az érdekeltek összességének érdeke, mely érdekeltek egy része – saját parciális

a hitelfelvevő mindenkor minősítése alapján – kockázatfüggő hiteldíjat határozzanak meg. Bázel II. és a controlling kapcsolatáról bővebben lásd például BARTH-ALLMENDINGER (2001)

érdekét tekintve – ebben ellenérdekelt (mert számukra így kevesebb jut, mint más esetekben), míg mások az összvállalat piaci értékének gyarapodásával együtt gazdagodnak.

e) Munkavállalói érdekek figyelembevétele

Horst Albach⁷⁸ a vállalatelmélet megfontolásaiból kiindulva – a valóságot jól leíró Leontief-féle termelési függvényt és lineáris keresleti függvényt feltételezve – bizonyítja, hogy rövid távon valóban ellentét áll fenn a tulajdonosi értékre és a több érdekelti csoport érdekeire fókuszáló vállalatirányítás között: tulajdonosiérték-orientáció esetén magasabb a nyereség, de kevesebb dolgozót foglalkoztatnak, s emellett kevesebbet termelnek, azt viszont magasabb áron adják el, mint a másik értékorientációt követve. Az elemzésből az is kitűnik továbbá, hogy a tulajdonosok és a munkavállalók közötti (rövid távú!) konfliktus egyben a munkavállalói csoporton belüli konfliktusként is értelmezendő: vagy kevesebben dolgoznak magasabb bérért (ha a tulajdonosi érték áll a fókuszban), vagy többen dolgoznak, de alacsonyabb bérért (ha mindkét említett érdekelti csoport érdekei fontosak).

A dinamikus modellvizsgálat eredménye szerint ugyanakkor hosszú távon nem áll ellentétben egymással a kétfajta értékorientáció, mert minden érdekelti csoport a tulajdonosi érték maximalizálását preferálja – ennek feltétele, hogy a tulajdonosokon kívül minden érdekhordozó (tág értelemben vett) szerződéssel biztosította be érdekeinek a vállalkozással szembeni érvényesítését.

Meggyőződésem szerint ugyanide kívánczik – szociológiai gyökere ellene – a következőkben ismertetendő empirikus vizsgálat eredménye is. Uschi Backes-Gellner és Kerstin Pull felmérése⁷⁹ ugyanis azt bizonyítja, hogy még rövid távon sem minden olyan vállalati döntés sérti a tulajdonosi érték szerinti

⁷⁸ ALBACH (2001) alapján. Horst Albach a német vállalat-gazdaságtani iskola második (vagyis az alapító Erich Gutenberg utáni) generációjának egyik legjelesebb követője, s napjainkban az iskola vezéralakja.

vállalatvezetés követelményét, amely pedig látszólag egyértelműen más érdekelti csoport kedvében akar járni. Vizsgálatuk eredményeképp az önkéntes szociális juttatások nyújtása nem feltétlenül áll szemben a tulajdonosi érdek érvényesítésével⁸⁰.

f) Hitelezői érdekek figyelembevétele

Amint a dolgozói és a tulajdonosi érdekek (legalábbis részben) összeegyeztethetők egymással, ugyanez igaz lehet a hitelezők és a tulajdonosok érdekeire is. Ezt állítja a bondholder value analysis-t – másik nevén deptholder value analysis⁸¹-t – szorgalmazó cikkében Becker⁸².

A tulajdonosok és a hitelezők lehetséges érdekazonosságának legfontosabb bizonyítéka, hogy a hitel(kérelem) elemzésének egyik leghangsúlyosabb elemét jelentik a jövőbeli pénzáramok vagy eredmények⁸³. A két érdekelti kör azonban különbözik is: egyrészt a hitelezők érdeke a kockázat szétterítése minél szélesebb körben, míg a tulajdonosok a nagy eredménnyel kecsegtető, fókuszált működést támogatják; másrészt a hitelezők – a vállalat nagyobb biztonsága érdekében – magasabb sajáttőke-arányt várnak el, miközben a tulajdonosok a saját tőke arányának leszorításával (és így a tőkeáttételi hatás kihasználásával) próbálják növelni befektetett tőkéjük hozamát.

A két érdekelti kör szerinti kalkuláció Becker szerint nem helyettesíti, hanem kiegészíti egymást, ami a két érdekorientáció egymás mellett élésének lehetőségéről (sőt: követelményéről) tanúskodik. Ezt az egymás mellett élést ugyanakkor összefonódás is kíséri: a nagyobb hitelkockázat miatti magasabb kockázati prémium csökkenti a tulajdonosok számára rendelkezésre álló értéket.

⁷⁹ Lásd BACKES-GELLNER–PULL (1999). Prof. Uschi Backes-Gellner a Kölni Egyetem Vállalatgazdasági és Munkaügyi Központjának vezetője, Dr. Kerstin Pull pedig az EU munkajogi tanácsadója.

⁸⁰ Részletesen lásd TIRNITZ (2004) 49.o. k.

⁸¹ Ezek mögött az elemzések mögött nem áll egységes számítási módszertan (miként a tulajdonosi érték meghatározása sem csupán egyetlen módon történhet). Ilyen elemzést jelentenek többek között a különböző hitelbírálati módszerek és hitelezőminősítési eljárások.

⁸² Lásd BECKER (2003)

⁸³ Ugyanígy érvel WEISS-HEIDEN (2000)

Az értékorientáltság bemutatott elméleti megközelítéseit tömör formában foglalja össze a 4. táblázat.

Az ebben az alfejezetben bemutatott megközelítések alapján az üzleti vállalatoknak a szociális piacgazdaság körülményei között is a tulajdonosi értékre orientáltan kell működniük.⁸⁴ A következő alfejezet ennek a vezetési módnak az operacionalizálásával foglalkozik.

A tulajdonosok számára teremtett értéket a tulajdonosi érték (shareholder value⁸⁵) mutatószámai számszerűsítik. Nem egyetlen mutatót jelöl a szakirodalom ezzel a névvel, hanem több, egymással konkuráló értéket. Mivel a controlling mint vezetéstámogató eszköz feladata (a tervezésen és a beszámolóson kívül) a vállalatvezetés információkkal történő ellátása⁸⁶, ezért a 3. fejezetben bemutatom a tulajdonosi érték kiszámításának különböző módszertani lehetőségeit, és ennek alapján levezetem az egyes mutatók kiszámításához a controlling által nyújtandó többletinformációkat. Ez szolgál alapul a H1 hipotézis vizsgálatához.

⁸⁴ Ez egyben azt is jelenti, hogy nem választhatják mindkét értékorientációt egyszerre, amint azt például HILL (1996) 420.o. javasolja. Bár itt kell megjegyeznem, hogy a szerző a tulajdonosi értékorientációt nem az általam korábban ismertetett (és az utóbbi időben általánosan elterjedt) értelemben használja.

⁸⁵ A kifejezést sokszor részvénytulajdonosi értéknek fordítják magyarra, mégpedig abból az – egyébként helytelenül – kizárólagosnak tekintett ekvivalenciából kiindulva, hogy a share szó a gazdasági életben részvényt jelent. Bár az angol szónak ilyen jelentése is van, a leszűkítő értelmezésnél mindig előrébbvaló az általános jelentés: ‘hozzájárulás, rész(vétel)’, amelyet gazdasági környezetbe helyezve: résztulajdont, tulajdonrészt kapunk. Ez az értelmezés pedig a részvény mellett magában foglalja az összes többi tulajdonosi részesedést (például törzsbetét, vagyoni betét) is. Mivel pedig felfogásom szerint az értékorientált irányítás nem csupán a részvénytársaságok felségterülete – még akkor sem, ha empirikus vizsgálatom kizárólag ilyenekre terjed ki –, ezért a továbbiakban következetesen a tulajdonosi érték szókapcsolatot használom a shareholder value magyar megfelelőjeként.

⁸⁶ HORVÁTH (2008) 15.o.

	WAGNER (1997)	WENTGES (2000)	BÜHNER-TUSCHKE (1997)	KÜRSTEN (2000)	ALBACH (2001)
Diszciplináris megközelítés	Vállalat-gazdaságtan, neoklasszikus közgazdaságtan	Szerződések elmélete	Szervezetelméletek, tranzakciós költségek elmélete	Tőkepiacok elmélete	Makroökonómia
Karakterisztikus feltételezés(ek)	A vállalat maga nem tartozik az érdekeltek közé, így nem létezik a vállalatnak önálló (a tulajdonosoktól független) érdeke	Léteznek ún. implicit követelések, melyeket nem lehet szerződésbe foglalni, ezek azonban nem értékelhetőek önállóan	Mindkét értékorientáció-típus sajátos költségekkel jellemezhető, melyek típusa és nagysága is eltér egymástól	A tőkepiac tökéletlensége a menedzsment számára széles játékteret nyit az érdekérvényesítésre	Lineáris keresleti és Leontief-féle termelési függvény
Feltételezett piaci jellemvonás(ok)	Hatékonyan közvetíti a különböző érdekeltek elvárásait	Nem teljesül a Fisher-szeparáció mindhárom feltétele	Koordinációs mechanizmusként segít(het)i az érdek-kielégítést	Nem teljesül a Fisher-szeparáció összes feltétele	
Fókusz	Vállalati működés cél-függvénye	Érdekeltek implicit követelései	Hatékony vállalati működés	Vállalati értékorientációk értelmezése	Tulajdonosok és dolgozók érdekellentéte
Tulajdonosokon kívüli érintettekkel kapcsolatos megállapítások	Érdekeik figyelembevételével szuboptimális működéshez vezet	Valamennyiük rendelkezhet implicit követeléssel	A sok érdekelt által kötött kompromisszum pazarló és átláthatatlan	Az érintettek összességében az összvállalati értéket maximalizálná	Ha érdekellentét van, akkor az egyben a dolgozók között is él
Legfontosabb megállapítás	A piaczgazdasággal csak a tulajdonosi értékre orientált vállalatvezetés egyeztethető össze	A vállalat fennmaradása valamennyi érdekelt érdeke; a nettó jelenérték téves eredményt ad	A tulajdonosi értékre orientált vezetés (lényegesen) kisebb tranzakciós költségeket okoz	A tulajdonosnak még a saját tőke értékének maximalizálása sem feltétlenül érdeke	Érdekellentét csak rövid távon állhat fenn, hosszú távon nem

4. táblázat: Elméleti megközelítések összehasonlító jellemzése

2.2 A tulajdonosi értékre orientált vállalatirányítás tartalmi elemei

Az előző alfejezetben bemutatam a kétféle lehetséges értékorientációt és azt, hogy különböző diszciplínák miként érvelnek ezek egyike vagy másika mellett. A döntően német publikációk áttekintése alapján az a következtetés adódott, hogy az értékorientált vállalatirányításnak a szociális piacgazdaság feltételei között is – az angolszász területhez hasonlóan – a tulajdonosi értékre kell összpontosítania. Az empirikus kutatás megalapozásához tehát szükségem van arra, hogy megfoghatóvá (kutathatóvá) tegyem a vezetési funkciók tulajdonosi értékre fókuszált gyakorlását. Ehhez sok hasznos kapaszkodót nyújtanak a témával foglalkozó szakirodalmi források. Ezek alapján végzem el ebben az alfejezetben a tulajdonosi értékorientáltság operacionalizását.

Elsőként Ries⁸⁷ alapján néhány szempont szerint jellemzem az értékorientáltan⁸⁸ vezetett vállalkozást, s egyben minden szemponthoz kapcsolódva megadom a hagyományos szervezet azon tipikus problémáját, melyre az értékorientáltság megoldást kínál (5. táblázat):

Értékorientált vállalat jellemzői	A hagyományos szervezet problémái közül ezeket orvosolják az értékorientáltság egyes jellemzői
Az erőforrások elosztása a stratégiák és az értékteremtő tényezők mentén történik	Az erőforrásokat (a legjobb esetben) folyamatokra vagy projektekre osztják szét
Kiemelt szerepe van a stratégiai tervezésnek	A hangsúly az éves kerettervezésen van
A vezetők a döntéshozatalhoz szükséges valamennyi, kritikus fontosságú információval rendelkeznek	Vannak olyan kritikus információk, melyek nem elérhetők a vezetők számára
Azonosítja az értékteremtő, és haladéktalanul megszünteti az értékromboló tényezőket	Nem ismeri az értékromboló tényezőket, vagy ha ismeri őket, akkor részben megtűri azokat
A javadalmazás szorosan kapcsolódik az értékteremtéshez	A javadalmazás a megtermelt értéktől független

⁸⁷ RIES (2002) 18.o. alapján, saját kiegészítésekkel.

⁸⁸ Az értékorientáció ebben és a következő (al)fejezetekben természetesen a tulajdonosi értékre való fókuszálást jelenti.

Értékorientált vállalat jellemzői	A hagyományos szervezet problémái közül ezeket orvosolják az értékorientáltság egyes jellemzői
A különböző szervezeti egységek céljait összehangolták egymással	A részlegcélok gyakran állnak konfliktusban egymással
A célok és stratégiák megvalósulását tudatosan, erre alkalmas mutatószámrendszerrel mérik	A beszámolók nem teljes körűek, és nem megfelelően igazodnak a döntéshozók információigényéhez

5. táblázat: Az értékorientált vállalat néhány jellemzője és a hagyományos szervezet segítségével kiküszöbölhető hiányosságai

A tulajdonosi értékre fókuszáló vállalatirányítás tehát több, egymással elválaszthatatlanul szoros kapcsolatban álló dolgot jelent⁸⁹:

- vállalatvezetői hozzáállást, amely a tulajdonosok elvárásait úgy helyezi a középpontba, hogy közben nem hanyagolja el a többi érdekhardozó – így különösen a dolgozók, a vevők és a társadalom – érdekeit⁹⁰;
- kétrétegű módszertant, amely egyrészt az értékteremtő és –romboló tényezők feltárását célozza, másrészt segít megérteni, hogy a konkrét helyzetben miért jött létre, illetve miért semmisült meg érték;
- azt biztosító folyamatot, hogy az összes vállalati szint valamennyi döntésének meghozatalakor vizsgálják meg a döntésnek a (tulajdonosi) értékre gyakorolt hatását;
- irányítási rendszert, amely gondoskodik arról, hogy a vezetők rendelkezzenek a vállalat értékorientált irányításához szükséges információkkal;
- arra sarkalló gondolkodásmódot, hogy folyamatosan szem előtt tartsák a működés gazdasági összefüggéseit, és figyelembe vegyék a lehetséges, egymással versengő megvalósítási utakat.

⁸⁹ RIES (2002) 17.o. k.

⁹⁰ Ezzel – Ries munkájának idézésén keresztül – újra felhívom a figyelmet a tulajdonosi érték szerinti vállalatvezetésnek a 2.1.2 alfejezetben kifejtett értelmezésére, amelyet a kutatásom számára érvényesnek fogadok el, s ezzel – reményeim szerint – sikerül elejét vennem annak, hogy munkámat az értékorientált vállalatvezetés ezen fajtája ellen gyakran felhozott, “jórészt ideológiai alapon álló, érzelmekkel telített, s csak kis mértékben szakmailag megalapozott” (HORVÁTH-MINNING (2001) 273.o.) kritikával illessék.

A következőkben röviden bemutatom néhány olyan (részben empirikus) kutatásnak az eredményét, melyek annak feltárására vállalkoztak, hogy milyen konkrét megjelenési formái vannak, illetve kellene, hogy legyenek az értékorientált vállalatvezetésnek⁹¹. Az eredmények helyes értelmezését elősegítendő minden esetben megadom a kutatás főbb jellemzőit is (lásd 6. táblázat).

Szerző és forrás	U. Michel (1999)	U. Pape (2000)	U. Middelmann (2001)	Horváth P. és F. Minning (2001)
Módszer	Elméleti koncepcióalkotás	Tanácsadói gyakorlat vizsgálata	Értékorientált controlling-gyakorlat megfigyelése	Tőzsdén jegyzett vagy oda igyekvő cégek értékorientált vállalatvezetési gyakorlatának nagymintás vizsgálata
Merítési bázis	Részben nemzetközi	Nemzetközi	Németország	elsősorban: Németország ⁹²
Értékorientált vállalatvezetés elemei	- értékorientált vállalatmodell - balanced scorecard - értékorientált stratégiaértékelés és az értékteremtő tényezők elemzése - értékorientált controlling-, javadalmazási és ösztönzési rendszer	- értékorientált stratégia- és vállalatértékelés - értékorientált controlling: tervezés és beszámolás - értékorientált vezetői javadalmazás - tőkepiac-orientált információszolgáltatás	- értékorientált vállalatvezetési mutatószámok és ezen alapuló ösztönzés - kockázatkezelés - value reporting⁹³	- stratégiai célkitűzés a tulajdonosi érték növelése - tulajdonosok felé irányuló kommunikáció - (stratégiai) üzleti területek értékorientált irányítása - stratégiák értékelése - felvásárlások és összeolvadások értékorientált megítélése - a teljesítményarányos javadalmazás értékalapú

6. táblázat: Tulajdonosi értékre fókuszáló vállalatirányítás tartalmi elemei – néhány kiválasztott szakirodalmi forrás tükrében

⁹¹ Az itt bemutatott forrásokat az alapos és átlátható vizsgálatmód különbözteti meg azoktól a (jellemzően korábbi) munkáktól, melyek szintén megnevezik az értékorientált vállalatirányítás részeit, de sem nem fejtik ki bővebben azok tartalmát, sem nem indokolják a felsorolást. Ez utóbbira példa BEHRINGER (1999) 809.o., LOITZ (2000) 705.o. és DEIMEL (2002) 506.o.

⁹² Az idézett felméréssel párhuzamosan ugyanilyen empirikus vizsgálat zajlott Nagy-Britanniában, Francia- és Olaszországban is.

⁹³ A továbbiakban az értékorientált kiegészítő beszámolás kifejezést használom a value reporting helyett. Ez saját fogalomalkotásom és – más, széles körben elterjedt fordítás híján – egyben javaslat a magyar közgazdasági szaknyelv számára.

Tudomásom szerint a magyar szakirodalomban ezeket az eredményeket eddig még nem ismertették. Ugyanígy nincs tudomásom arról sem, hogy a magyar értékorientált vállalatok vezetési gyakorlatára kiterjedően készült volna hasonló vizsgálat.

A bemutatott eredmények között kétségtelenül felfedezhetünk eltéréseket. Így például az értékorientáltság kifelé (a tulajdonosok irányába!) történő kommunikálásának feladata nem kezdettől fogva eleme az értékorientált vállalatvezetés jellemzőinek; az utóbbi időben – s erről nem csupán a táblázatban idézett források tanúskodnak – azonban figyelemre méltó következetességgel említik a value reporting-ot⁹⁴. A kockázatkezelés explicit formában csak egyetlen felsorolásban szerepel. Valamennyi szerző kutatási eredménye tartalmazza viszont a vállalat és részterületeinek (stratégiai üzleti területeinek vagy egységeinek) értékorientált irányítását – amely magában foglalja az irányítás aprópénzre váltását is. Ennek egy (tipikus, jól használható) eszközét Michel⁹⁵ meg is nevezi a balanced scorecard-dal. Szintén mindegyik forrásban megtaláljuk a stratégiák értékorientált vizsgálatát (amelybe számomra beletartozik a vállalat-összeolvadások és -felvásárlások értékelése is) és az értékorientált javadalmozást (amely nem csupán a legfelső, hanem az alsóbb vezetői szintekre is kiterjed). Tehát ha empirikus kutatással akarjuk vizsgálni valamely szervezet(ek) értékorientált működését, akkor – a fentiek alapján választott operacionalizálásnak megfelelően – négy eszköz meglétét és alkalmazását kell megvizsgálni. Ezt a következő kutatási kérdésekkel tehetjük meg:

- Végeznek-e értékorientált kiegészítő beszámolást?
- Értékorientáltan hozzák-e meg a stratégiai döntéseket?

⁹⁴ Ezt a következtetést alátámasztja, hogy egy alig korábbi empirikus vizsgálatban PELLENS-TOMASZEWSKI-WEBER (2000) 1833.o. még a vállalatértékelés, teljesítménymérés és ösztönzési rendszer hármasát nevezi „zárt értékorientált vezetési rendszernek”. Ebből természetesen nem következik, hogy az értékorientált kiegészítő beszámolás gondolata és követelménye az ezredforduló táján jelent volna meg: VOLKART (1997) 122.o. tőzsdén jegyzett svájci vállalkozások egy mintáját – pontosabban azok 1995-ös üzleti jelentését – vizsgálva megállapította, hogy míg a cégek döntő többsége szavakban világosan kinyilvánította tulajdonosiérték-orientáltságát, addig közülük csak nagyon kevesen tesznek közzé kimondottan értékorientált mutatószámokat.

⁹⁵ MICHEL (1999)

- Értékközpontúan irányítják-e az operatív tevékenységet?
- S végezetül: a javadalmazásban szerepeltetnek-e értékorientált elemeket?

Saját kutatásom határát ennél szűkebbre húztam meg: a BÉT-en jegyzett cégek értékorientált kiegészítő beszámolását vizsgáltam meg. Az értékorientált vállalatvezetés ezen elemének tartalmát részletesen a 4.1 alfejezetben bontom ki (a hipotézisek megfogalmazásakor). A további három, általam nem vizsgált eszköz rövid jellemzését pedig a következő pontokban foglalom össze. Az alábbi leírásból kiderül, hogy mindegyik eszköz használja az értékorientált mutatószámokat (miként azok megjelennek az általam vizsgálandó értékorientált kiegészítő beszámolóban is). Ez a központi szerepük, valamint kiszámításuk nem triviális módszertana indokolja, hogy külön is foglalkozzam az értékorientált mutatókkal. Mivel ezekre hipotéziseim megfogalmazásakor már építeni fogok, ezért disszertációmban célszerű helyüknek a következő önálló fejezet bizonyult (lásd a 3. fejezetet).

2.2.1 Értékorientált stratégiaalkotás

Értékorientált stratégiaalkotásról akkor beszélünk, ha a stratégiai döntéshozatal fókuszában az áll, hogy az egyes stratégiai ötletek (pontosabban azok különböző megvalósítási lehetőségei) mennyivel növelik meg a vállalat tulajdonosi értékét. A stratégiai és a pénzügyi vezetés összehangolását kell tehát elérni⁹⁶, aminek eszköze a stratégiák tulajdonosiérték-orientált értékelése. A tulajdonosi értéken keresztül ugyanis közös (számszerűsített) nevezőre hozhatók, és így egymással összehasonlíthatóvá válnak a legkülönbözőbb stratégiai lehetőségek.

A szakirodalom ezt az értékorientált stratégiaalkotás követelményét mindig a versenysztratégiákra vonatkoztatja csupán, miközben a különböző funkcionális területek értékorientált működését nem stratégiai, hanem operatív szinten (lásd a 2.2.2 pontot) tartja megragadhatónak. A szakirodalom az ún. hat-

⁹⁶ HENNEN-KLENKE (2000) 145.o.

lépcsős modellben foglalja össze részletesen az értékorientált stratégiaalkotás lépéseit, lényegét⁹⁷:

1. lépés: a megalkotandó üzleti stratégiával elérendő célkitűzés rögzítése (a vállalat értékének növelése) és a célelérést befolyásoló tényezők feltárása;
2. lépés: a befolyásoló tényezők értelmezése és a közöttük levő (minél teljesebb) hatásláncok felvázolása;
3. lépés: kínálkozó lehetőségek és fenyegető kockázatok azonosítása, valamint az értékteremtési potenciálok (ezek lehetnek vállalaton belüliek vagy azon kívül esők) felkutatása;
4. lépés: vállalati stratégia fő vonalainak kidolgozása – ebben különböző eszközök segítenek, például a stratégiai üzleti területek besorolása az értéknövelés – cash flow mátrix⁹⁸ megfelelő negyedébe;
5. lépés: tulajdonosi stratégia elkészítése⁹⁹;
6. lépés: stratégiai változatok értékelése és közöttük való választás.

A hatodik lépésben a stratégiaváltozatok értékelését a tulajdonosi érték kiszámítására szolgáló valamelyik mutató (lásd a 3 fejezetet) felhasználásával kell elvégezni. A számítás lényege a következő: minden stratégiaváltozathoz hozzárendeljük az általa teremtetett értéket, amelyet úgy kapunk meg, hogy kiszámoljuk a tulajdonosi érték eltérését abban a két esetben, ha a vizsgált stratégiai változatot megvalósítjuk, és ha egyetlen stratégiai változatot sem valósítunk meg. Végezetül a végleges stratégia kiválasztását érzékenységvizs-

⁹⁷ HENNEN-KLENKE (2000) 146.o. kk. Véleményem szerint a bemutatott modell dominálja az értékorientált stratégiai tervezés BECKER (2003) 749.o. k. bemutatott, három lépésből álló leírását. BECKER ugyanis csak a stratégiai üzleti területek elkülönítését, az egyes stratégiai üzleti területek minimális elvárt hozamának meghatározását, majd pedig ez alapján azok értékteremtésének kiszámítását várja el.

⁹⁸ Lásd például HENNEN-KLENKE (2000) 148.o.

⁹⁹ Az itt bemutatott modell a kis- és közepes vállalatok igényeit is figyelembe veszi, ezért jeleníti meg külön a csak a tulajdonos által (azaz a vizsgált vállalkozáson kívül) elérhető értékteremtési lehetőségeket. Tőzsdei vállalatok esetében – a sok, gyakran ismeretlen tulajdonos miatt – ez a lépés természetesen nem fogalmazható meg követelményként.

gálatnak kell megelőznie. Ezt kétféle formában is érdemes elvégezni: összesített változata az optimista és a pesszimista forgatókönyv szerinti értékteremtést vizsgálja, míg részletes változata figyelembe veszi az összes értékteremtő tényezőre egyenként elvégzett érzékenységvizsgálat eredményét.

2.2.2 Operatív tevékenység értékközpontú irányítása

Az értékközpontú vállalatvezetés nem ragadhat meg az értékorientált stratégiaalkotásnál, hanem gondoskodnia kell arról is, hogy a stratégiák végrehajtásakor szintén a tulajdonosi értékteremtésen legyen a hangsúly. Erre vonatkozóan két, egymástól lényegesen különböző megoldást kínál a szakirodalom, melyek mindegyike az értékorientált stratégiából indul ki.

Az első javaslat szerint az értékorientált stratégia értékközpontú megvalósítását azáltal biztosíthatják a vállalatok, hogy az operatív tevékenységet végző vállalati területek alapvető teljesítménymércéit a balanced scorecard (BSc) mutatószámrendszer¹⁰⁰ segítségével – vagy a szakmai-logikai összefüggéseket hasonlóan következetes módon érvényesítve – a vállalati értékteremtéshez kötik.¹⁰¹ A balanced scorecard alkalmazása esetén ez úgy történik, hogy a BSc pénzügyi dimenziójába kerül be csúcsmutatóként a tulajdonosi (vagy vállalati) értékteremtést mérő mutatószám, és a BSc felépítésének logikája biztosítja, hogy a pénzügyi dimenzió többi célkitűzése, valamint a többi dimenzióban szereplő célkitűzések mind az értékteremtési cél elérését támogassák. S így a balanced scorecard-ban szereplő (elsősorban piaci-vevői, folyamati-működési és tanulási-fejlődési) stratégiai célok és a hozzájuk rendelt konkrét mutatóértékek kijelölik az operatív tevékenységet végző egységek értékorientált célkitűzéseit. Tehát az értékteremtést mint pénzügyi stratégiai célt tartalmazó és megfelelően felépített BSc-ből (vagy más, hasonló elven felépített mutatószámrendszerből) következtethetünk az operatív működés értékorientáltságára.

¹⁰⁰ A balanced scorecard-ról és a vállalatirányításban betöltött szerepéről bővebben lásd KAPLAN-NORTON (1998)

A másik javaslat arra hívja fel a figyelmet, hogy a balanced scorecard összeállításakor szakmai-logikai összefüggéseket vesznek alapul, amelyek plauzibilisek ugyan, de korántsem biztos, hogy mindig, minden körülmények között fennállnak. Ezért az operatív működés értékorientáltságát egzaktabban – azaz kvantitatív módon, matematikai műveletekkel leírva – kell biztosítani.¹⁰² Ráadásul a BSc-be kerülő mutatószámok kiválasztása nem módszeresen és a prioritások alapján történik (ez utóbbihoz érzékenységvizsgálatot kellene elvégezni, ami a mutatószámok közötti kapcsolatok matematikai leírásának hiánya miatt nem lehetséges). A módszeresség hiánya kedvez a már ismert mutatók felhasználásának, s ezzel egyfajta szűklátókörűségnek. A szakmai-logikai kapcsolódás ráadásul nem alkalmas arra, hogy figyelembe vegyük a mutatók közötti függő kapcsolatokat, ami eltorzíthatja az értelmezést, és helytelen operatív intézkedések kiválasztásához vezethet. Strack-Hansen-Dörr szerint pedig a balanced scorecard nem teszi lehetővé a humán és a vevői tőke kvantitatív irányítását sem.

Ezen kritikák alapján az operatív tevékenység értékorientált irányítását oly módon javasolják megvalósítani, hogy a stratégiák értékelésére (és egyben a stratégiai üzleti területek irányítására) kiválasztott értékorientált mutatószámot analitikusan felbontják: megkeresve azokat az ún. értékteremtő tényezőket, amelyek (matematikai kapcsolatokkal leírható módon) befolyásolják a mutató értékét és így a célelérést. E megközelítés egyik kezdeti változatát már a vállalati értékteremtést elsőként követelő Rappaport munkájában is megtaláljuk, aki az értékteremtés öt makrotényezőjét azonosította: az árbevétel növekedési üteme, a működési eredményhányad, társasági adó kulcsa, forgótőke állományának növelése, befektetett eszközök állományának növelése, tőke költség, előrejelzési időtáv¹⁰³ (ezek a diszkontált cash flow módszeréhez tartozó értékteremtő tényezők). Más szerzők ezután – a DuPont-mutatószámrendszer mintá-

¹⁰¹ Lásd HORNUNG-MAYER (1999), MATHEIS-SCHALCH (1999), GLEIBNER (2000), KLINGEBIEL (2000), VOGGENREITER-JOCHEN (2002), WELGE-LATTWEIN (2002)

¹⁰² STRACK-HANSEN-DÖRR (2001) 71.o.

¹⁰³ RAPPAPORT (2002) 47.o. és 192.o.

jára – kidolgozták az EVA és a CVA mint csúcsmutatók értékteremtő tényezőinek különböző rendszereit is.¹⁰⁴

Ráadásul az értékteremtő tényezők közötti kapcsolatok matematikai leírása nem zárja ki annak a lehetőségét sem, hogy a mutatószámrendszer részévé tegyünk a vevők révén és a munkatársak révén elérhető-elérendő értékteremtést: az előbbit a Custonomics™, utóbbit a Workonomics™ (mindkettő a Boston Consulting Group bejegyzett védjegye) foglalja magába.¹⁰⁵ Ezek kiegészíthetik a CVA és az EVA értékteremtő tényezői alapján korábban felvázolt, az operatív tevékenység irányítását szolgáló mutatórendszert. Ennek révén lehetővé válik, hogy a vezetők értékorientáltan és egymással összhangban irányítsák a vállalkozás pénzügyi, vevői és humán tőkéjét.¹⁰⁶

2.2.3 Értékorientált javadalmazás

A tulajdonosi értékre orientált vállalatvezetési gyakorlat jellemzésekor általában egyetlen forrás sem felejtí el kiemelni annak fontosságát¹⁰⁷, hogy a vezetők (s nem csupán a felső vezetés) javadalmazásának változó elemeit a tulajdonosi értékteremtéshez kell kötni. Ennek révén érhetik el a tulajdonosok, hogy az ügynökként dolgozó felső vezetés, illetve ez utóbbi, hogy az ő ügynökeként dolgozó alsóbb szintű vezetők következetesen értékorientáltan végezzék feladataikat.¹⁰⁸ A szakirodalom szerint azonban nem mindegy, hogy az értékteremtést milyen mutatóval mérjük: a tulajdonosi érték mérésére szolgáló, a 3 fejezetben ismertetett mutatószámok eltérő mértékben alkalmas alapjai az értékorientált javadalmazásnak. (A mutatószámok részletes leírását lásd ott.)

¹⁰⁴ A CVA esetében lásd STRACK-HANSEN-DÖRR (2001) 65.o.; az EVA kapcsán pedig GÖTZE-GLASER (2001) 35.o., GÜNTHER (2002) 95.o., MATHEIS-SCHALCH (1999) 40.o., STEINHARDT (2002) 365.o. kk., STEINHARDT (2003) 274.o. és 275.o., valamint WITT (2002) 369.o. k.

¹⁰⁵ STRACK-HANSEN-DÖRR (2001) 68.o. kk. és STRACK-VILLIS (2001)

¹⁰⁶ STRACK-HANSEN-DÖRR (2001) 69.o.

¹⁰⁷ Lásd például a jelen fejezet elején elemzett munkákat.

¹⁰⁸ Ennek ELSCHEN (1991) 213.o. szerint az a feltétele, hogy az értékorientált mutatószám interszubjektív módon ellenőrizhető, kiszámításának költsége pedig elfogadható mértékű (azaz az alkalmazásától várt előnynél kisebb) legyen.

A diszkontált cash flow-n alapuló mutatószámok tökéletlen tőkepiac esetében – s a magyarországi tőzsde ilyen – nem minden esetben adnak a megbízó (vagyis a tulajdonosok) szemszögéből megfelelő ösztönzést.¹⁰⁹ Így például megbízó és ügynöke eltérően értékelhetik a stratégiai lehetőségekhez fűződő kockázatot és az alkalmazandó tőke költséget, ami a tulajdonos szemszögéből indokolatlanul széles vagy éppen indokolatlanul visszafogott beruházási tevékenységhez vezethet. Ráadásul a vállalatvezetők aszimmetrikus információ-előnnyel bírnak az egyes stratégiák értékteremtő képességéről, ami lehetővé teszi számukra, hogy – legalábbis időlegesen – felfelé torzítsák javadalmazásuk bázisát; ez pedig még az esetleges utólagos korrekció esetén is kamatelőnyt hoz számukra. A tulajdonosi értékteremtés számított értékét nem feltétlenül tükrözi vissza a piac (például a részvényár nem teljes mértékben adja vissza a stratégiák révén megvalósult értékteremtést), márpedig a tulajdonosok számára csak a számukra ténylegesen befolyó pénz perfektuálja az értékteremtést – vagyis a számított és a tényleges értékteremtés eltérhet egymástól. Emiatt ezek a mutatószámok csak tökéletlen megoldását adják a tulajdonosok és vállalatvezetők közötti ügynökproblémának. Albach még ennél is élesebb kritikát fogalmaz meg, miszerint ameddig ügynök és megbízó között aszimmetrikus informáltság áll fenn, nem zárható ki, hogy a DCF-mutatókhoz kötött irányítás és ösztönzés a „hazudozók versenyébe” torkollik.¹¹⁰

Pfaff pénzügyi modellszámítással bizonyítja¹¹¹, hogy ha eltér egymástól a tulajdonosok és vezető időpreferenciája (ez az ún. türelmetlen vezető esete, aki – azért, mert rövidebb időhorizonra tervez, vagy mert magasabb tőke költséggel számol¹¹² – előbb szeretne prémiumot látni az értékteremtő irányítási munkájáért, mint ahogy az általa követett stratégiák és az ebből következő beruházások értékteremtése utólag mérhetővé és így igazolhatóvá válik), akkor az EVÁ-t kell választani az ösztönzés alapjául. Ez a mutató ugyanis a beruházások összes

¹⁰⁹ ELSCHEN (1991) 217.o.

¹¹⁰ ALBACH (2001) 656.o., hasonlóan SCHMIEDBAUER (1999) 375.o.

¹¹¹ PFAFF (1998) 508.o. k.

¹¹² BALDENIUS-FUHRMANN-REICHELSTEIN (1999) 56.o.

kifizetését (kezdő beruházás + tőkeköltések) pontosan olyan arányban osztja meg a futamidő egyes periódusai között, ahogyan ez utóbbiak cash flow-termése egymáshoz aránylik. Emiatt az értékteremtő beruházás valamennyi időszakra pozitív EVÁ-t, illetve az értéket romboló beruházás valamennyi periódusára negatív EVÁ-t kapunk: vagyis elegendő egyetlen periódus mutatószámához kötni az ösztönzést¹¹³. Ráadásul ez a megállapítás abban az esetben is igaz, ha a vezetőhöz a beruházási változatok közötti választás kapcsán morális kockázat is kötődik.¹¹⁴

Az EVÁ-nak azonban rendszerint nem rendelkezünk a true értékével (lásd a 3.3.1 pontot), tehát csak közelítőleg tudjuk kifejezni az értékteremtés nagyságát. Ráadásul rendszerint egyetlen (múltbeli!) periódus adataival számolunk csupán, ezért ha az ösztönzést az EVÁ-hoz kötjük, akkor ezt Schmiedbauer szerint ki kell egészíteni a jövőre vonatkozóan rögzített mérföldkövek elérésének ellenőrzésével is!¹¹⁵ Ugyanezt a bizonytalanságot próbálják kiszűrni egyes szerzők azzal, hogy az adott évi EVA alapján járó prémium kifizetését több évre elhúzzák azért, hogy kiderülhessen az az eset, amikor egyetlen év EVÁ-ját későbbi esztendő EVÁ-jának terhére növelte meg a vállalatvezetés.¹¹⁶

A CFROI mint jövedelmezőséget kifejező mutatószám nem adja meg az értékteremtés (abszolút) nagyságát. Kiszámítása nehéz, emellett – az EVÁ-hoz hasonlóan – ez sem jövőorientált mutatószám, ezért csak a mérföldkövek bevonásával együtt alkalmas az ösztönzési rendszer bázisául. Egyetlen periódusra vonatkozik, ezért figyelmen kívül maradnak a periódusok közötti összefüggések.¹¹⁷ Emiatt alkalmazását általában nem javasolják.¹¹⁸

Számos szerző kifejezetten nem javasolja a részvényopció formájában történő javadalmazást – sem a felső vezetők, sem pedig más munkavállalók ese-

¹¹³ Ugyanígy BALDENIUS-FUHRMANN-REICHELSTEIN (1999) 58.o. k.

¹¹⁴ PFAFF (1998) 509.o.

¹¹⁵ SCHMIEDBAUER (1999) 376.o.

¹¹⁶ KELLER-PLACK (2001) 350.o., BÖCKING-NOWAK (1999) 287.o.

¹¹⁷ CRASSETT-SCHREMPER (2001) 273.o.

¹¹⁸ SCHMIEDBAUER (1999) 376.o.

tében.¹¹⁹ Emellett felhívják a figyelmet arra is, hogy minden dolgozót (vezetőt és nem vezetőt) ahhoz kapcsolódóan kell ösztönözni, amire ráhatással van. A felső vezetők esetén ez a vállalati értékteremtés, alsóbb szintű vezetők esetén saját (stratégiai üzleti) területük értékteremtése, illetve a funkcionális értéktremtő tényezőkhez (lásd 2.2.2 pont) kapcsolatosan elért eredmények.

¹¹⁹ Lásd például KÜRSTEN (2000) 375.o., PELLEN (2003) 3.o.

3. A tulajdonosi értéket kifejező mutatószámok

A tulajdonosi értékre fókuszáló vállalatirányítás célkitűzése a tulajdonosok rendelkezésére álló – jogi értelemben az ő tulajdonukat képező, de a vállalat és vezetőinek birtokában lévő¹²⁰ – saját tőke értékének maximalizálása. Tulajdonosi értéken a tulajdonosok kezében levő részesedések összértékét, azaz a saját tőke piaci értékét értjük. Ez nem egyezik meg a pénzügyi számvitelben kimutatott – azaz a számviteli törvényben előírt alapelveknek megfelelően (mindenekelőtt az óvatosság elvének figyelembevételével) kiszámított – saját tőkével.

Az előző bekezdésben a tulajdonosi értéket azonosnak tekintettem a saját tőke piaci értékével, ezért tisztáznom kell a tőzsdén jegyzett értékpapírok árfolyama – mint a piacon kialakuló érték – és a részesedés piaci értéke közötti kapcsolatot. A piaci tranzakció pillanatában a mindenkori kereslet és kínálat alapján kialakuló ügyleti ár vitathatatlanul az adott részvény piaci értéke. Néhány perccel korábban és később azonban ettől eltérő piaci árak alakulhatnak ki. Dolgozatom témája nem követeli meg ezen árfolyam(ok) – és általánosabban: a részvénytőkepiac – objektivitásának vizsgálatát¹²¹. A controlling ugyanis nem a részvénytőkepiaci árfolyamok megfigyeléséből vezeti le a saját tőke piaci értékét! Egyrészt azért nem, mert a néhány perces belüli változások nyomon követése és kezelése túlmutatna a controllingterület reakciósebességén; másrészt pedig nemcsak a tőzsdén gyakran tulajdonost cserélő részesedések értékét kell tudnia meghatározni, hanem olyan általános módszerre van szüksége, amellyel bármelyik társasági forma esetén számszerűsíteni képes a tulajdonosi értéket. Ráadásul a külső értékelés helyett a controlling rendelkezésére áll valamennyi adat

¹²⁰ A tulajdonlás és birtoklás közötti kapcsolatáról lásd például LENKOVICS (1995) 90.o. kk., a birtoklásról részletesebben pedig LENKOVICS (1995) 246.o. kk.

¹²¹ E kérdés jelentőségéről és az objektivitással szembeni kritikákról nagyon jó áttekintést ad BÖCKING-NOWAK (2000)

ahhoz, hogy önállóan kiszámíthassa a tulajdonosi részesedés (belső vagy más néven fundamentális¹²²) értékét¹²³.

A tulajdonosi érték meghatározásának többféle módszerét dolgozták ki az elmélet síkján, és alkalmazzák azokat a vállalati gyakorlatban. Ezek eltérő feltételezésekből kiindulva és különböző számítási módszertanokat alkalmazva jutnak el a keresett mutatóértékhez. A módszerek előnyei és hátrányai alapján¹²⁴ egyiküket sem tekinthetjük „járható királyi útnak“, közülük a vállalatvezetésnek és a tulajdonosok domináns koalíciójának¹²⁵ kell választania. Ebben a fejezetben bemutatom az egyes számítási módszerek tartalmát, információszükségletét, majd pedig ebből levezetem, hogy kiszámításukhoz az éves beszámoló adatain kívül milyen többletinformációkra van szükség. Látni fogjuk, hogy ennek kiemelkedő szerepe lesz az értékorientált kiegészítő beszámolás vizsgálatában, hiszen a mutatók egyike sem számítható ki pusztán a számviteli beszámoló adatai alapján.

Fontosnak tartom megjegyezni, hogy a tulajdonosi értéket kifejező, lehetséges mutatók felsorolása soha nem lehet teljes, hiszen a már meglévő számítási módszerek további finomításával vagy új ötletek révén bármikor gyarapodhat a controlling rendelkezésére álló módszertan- és mutatószám-választék.¹²⁶

3.1 Áttekintés a tulajdonosi értéket kifejező mutatószámokról

Az ebben a fejezetben ismertetendő mutatószámok kivétel nélkül arra a kérdésre keresik a választ, hogy mennyit ér a vizsgált vállalatban való részesedések összessége. Ezt az értéknagyságot pedig nem a piaci értékítélet, hanem a

¹²² A fundamentális elemzésről lásd például BREALEY-MYERS (1998) 233.o.

¹²³ A saját tőke piaci és belső értékének viszonyáról lásd például BÉLYÁ CZ (2005)

¹²⁴ Összefoglalásként lásd TIRNITZ (2004) 3.2 alfejezetét.

¹²⁵ A domináns koalícióról és tágabb értelemben a stratégiai választás koncepciójáról lásd például KIESER (1995) 241.o. kk.

¹²⁶ Az előbbire példa a diszkontált cash-flow számítás pontosítása, lásd WITT (2000) és a CFRoI-mutató módosított tartalma, lásd CRASSETT-SCHREMPER (2001); míg utóbbira a RAVETM-rendszer, lásd STRACK-VILLIS (2001) és az ERIC, illetve E_RICTM lásd KESTEN (2006) és KUNZ-PFEIFFER-SCHNEIDER (2007)

vállalaton belül rendelkezésre álló adatok alapján számítják ki. Emögött a kiindulópont mögött az a feltételezés húzódik meg, hogy a vállalkozás vezetése (és kisebb cégek esetén maguk a tulajdonosok is) a fennálló információaszimmetria miatt – a controlling támogatásával – jobban képesek megítélni a saját tőke értékét, mint a tőkepiacok¹²⁷.

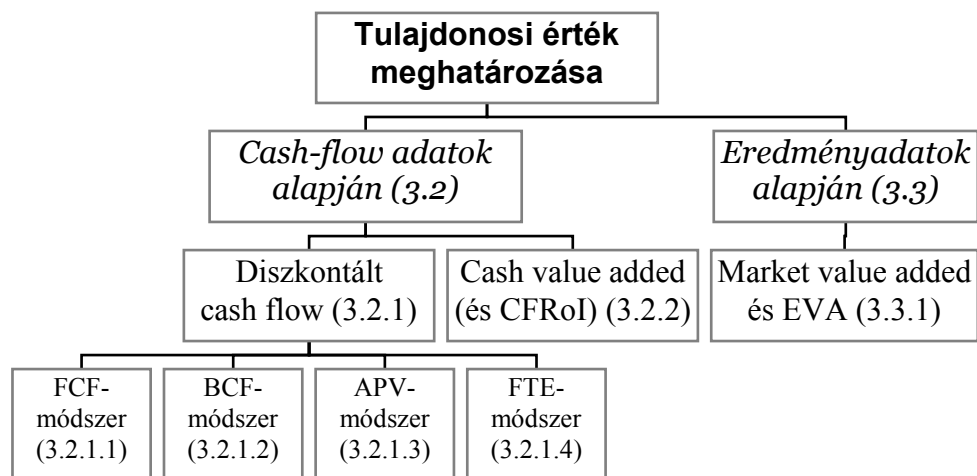
A közgazdaságtan értékszámításából következik, hogy bármely gazdasági jószág értéke a belőle (az értékelés időpontját követően) a tulajdonosok részére származó pénzáramtól függ.¹²⁸ A részesedésből eredő jövőbeli cash flow-k ismeretében tehát pontosan meg tudjuk határozni a tulajdonosi értéket – feltéve, hogy a számítás többi változójának értéke (többek között a súlyozott átlagos tőkekötség nagysága) is rendelkezésünkre áll. Ez azonban soha el nem érhető ideál marad csupán (ellenkező esetben a számszerűsítés kérdését máris megoldottnak tekinthetnénk), ezért meg kell elégednünk a más, közelítő eljárások nyújtotta eredménnyel. Ez utóbbiak egy része továbbra is a cash flow-értékeket veszi alapul, míg mások egy (megfelelően megválasztott) eredményből kiindulva végeznek számításokat.

Az egyes számítási módszerek részletes ismertetése előtt egyetlen ábrában foglaltam össze a leggyakrabban alkalmazott, közvetlenül az értékorientált vállalatirányításhoz kapcsolódó mutatószámokat (2. ábra)¹²⁹:

¹²⁷ Ez a gondolat nagyon világosan megfogalmazódik az EVA-mutatószám pontosságának növelésével kapcsolatban, lásd a 3.3.1 d) alpontot!

¹²⁸ Lásd COPELAND-KOLLER-MURRIN (1999) 61.o. és BÖCKING-NOWAK (2000) 21.o.

¹²⁹ Az ábrán szereplő valamennyi mutatószám a tulajdonosi értéket, azaz a saját tőke értékét számszerűsíti egy többperiódusú számítás keretében. A szakirodalomban tárgyalt ún. értékorientált mutatószámok köre ennél bővebb, még akkor is, ha a különböző szerzők eltérő mutatószámokat minősítenek értékorientáltnak. Így LISTER (2001) jövedelmezőségi mutatószámokat tárgyal; WEHRHEIM-SCHMITZ (2001) többek között az EBITDÁ-t, a cash-burn rate-et, valamint a RAROC és RORAC kockázatkorigált megtérüléseket említi; SCHRÖDER (2002) a ROI mellett a szabad cash-flow-t sorolja fel; DEIMEL (2002)-ben pedig a RONÁ-t (return on net assets) olvashatjuk. Külön említésre érdemes még Tobin Q-ja, amely – bár „elméleti szempontból érdekes”, relatív mutatószám – egy empirikus felmérés szerint sem rövid, sem pedig hosszú távon nincs szignifikáns korrelációs kapcsolatban a szervezeti értékteremtéssel, ezért a továbbiakban nem is foglalkozom vele. Az érdeklődő Olvasó figyelmébe GÜNTHER-LANDROCK-MUCHE (2000a)-t és GÜNTHER-LANDROCK-MUCHE (2000b)-t ajánlom. FISCHER (2002b) 164.o. szerint az ebben a lábjegyzetben említett, de a bemutatott ábrán nem szereplő mutatók – a RAROC és a RORAC kivételével – nem közvetlenül kapcsolódnak az értékorientált mutatószámokhoz. Magyar nyelven lásd például DORGAI (2004). Az „értékvezérelt” teljesítménymérceket más tagolásban tárgyalja KAZAINÉ (2008).



2. ábra: Áttekintés a tulajdonosi érték meghatározásának módszereiről¹³⁰

3.2 Tulajdonosi érték meghatározása cash flow-adatok alapján

A cash flow alapú számítási módszerek a jövőbeni pénzáramlások alapján határozzák meg a tulajdonosi értéket. Az egyes számítások eltérő tartalmú cash flow-kból indulnak ki. A cash flow nagyságának meghatározására ugyanakkor két különböző módon kerülhet sor. Kiindulhatunk az egyes pénzáramlásokból, s ezek egyenlegét számítjuk ki, vagy pedig az előzetesen meghatározott eredményadatot módosítjuk a pénzmozgással nem járó tételekkel.

3.2.1 Diszkontált cash flow módszere és ennek változatai

A tulajdonosi érték meghatározására szolgáló legismertebb módszertani család összetartó ereje a cash flow-k diszkontálása. Az ide tartozó módszerek mindegyike a jövőben várható pénzáramlások diszkontálásával számolja ki a tulajdonosi értéket. A számítás során ügyelni kell arra, hogy a diszkonttényező összhangban legyen a diszkontálandó cash flow-mutató tartalmával. Ez jelenti egyben a kulcsot is a módszertani család tagjai közötti különbségtételhez.

3.2.1.1 FCF-módszer

A szabad cash flow-ból (free cash-flow, FCF) kiinduló számítás két lépésben határozza meg a saját tőke értékét: elsőként a szabad cash flow-kat a tulajdonosok és hitelezők súlyozott hozamelvárásával diszkontálva kiszámítja a vállalat össztőkéjének piaci értékét, majd ebből levonva az idegen tőke piaci értékét jut el a keresett mutatóhoz:

1. lépés:

$$\text{Össztőke értéke} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{FCF}_t}{(1 + k_s)^t} + \frac{\text{FCF}_{T+1}}{k_s \times (1 + k_s)^T}$$

2. lépés:

Saját tőke értéke = Össztőke értéke – Idegen tőke piaci értéke

A következőkben a számítás elemeit veszem sorra, és értelmezem azokat.

a) Szabad cash flow

A szabad cash flow-t a vállalati pénzáramlások egyenlegeként számítják ki úgy, hogy közben nem veszik figyelembe a vállalkozás és hitelezői közötti pénzáramokat¹³¹. Ha nem a pénzáramok szaldózásának útját választják, akkor a cash flow értéke meghatározható az eredményből kiindulva is. Feltéve, hogy az operatív működés és az azon kívüli gazdasági események adatai elkülönítve állnak rendelkezésre (amely szétválasztás a számításnak nem elengedhetetlen feltétele, ráadásul számos problémával is együtt jár), akkor az operatív tevékenység eredményéből – azaz a számvitelből ismert üzemi, üzleti tevékenység eredményéből – kiindulva a következőképpen határozható meg a szabad cash flow értéke¹³²:

¹³⁰ STEINER-WALLMEIER (1999) 3.o. alapján, saját kiegészítésekkel. Lásd még LORSON (1999) 1332.o. kk.

¹³¹ A számítás sémáját lásd például LANGGUTH (2002) 1267.o., amely bemutatja a szabad cash flow és más, gyakran használt számviteli mutatószámok (például EBIT, EBDIT és NOPLAT) kapcsolatát is.

¹³² Lásd MENGELE (1999) 36.o., saját kiegészítésekkel.

$$\begin{aligned}
& \text{Üzemi, üzleti tevékenység eredménye}^{133} \\
- & \text{Üzemi, üzleti tevékenység eredményét terhelő adók}^{134} \\
= & \text{Üzemi, üzleti tevékenység adózott eredménye} \\
\pm & \text{Elszámolt értékcsökkenés/Elszámolt értékhelyesbítés} \\
\pm & \text{Tárgyi eszközök állományának csökkenéséből származó ráfordítások/hozamok} \\
\pm & \text{Hosszú lejáratú céltartalék állományának növekedése/csökkenése}^{135} \\
= & \text{Üzemi, üzleti tevékenység bruttó cash flow-ja} \\
\pm & \text{Forgótőke állományváltozása} \\
& \text{(pénzeszközök és rövid lejáratú banki tartozások nélkül)} \\
\pm & \text{Beruházásra kifizetett összegek/Beruházások felszámolásából eredő bevételek} \\
= & \text{Üzemi, üzleti tevékenység szabad cash flow-ja} \\
\pm & \text{Nemoperatív területekről származó cash flow} \\
= & \text{Szabad cash flow}
\end{aligned}$$

b) Tőkeköltség (k_s)

A vállalkozásnak minden időszakban legalább annyi cash flow-t kell termelnie, hogy abból teljen valamennyi tulajdonos és hitelező hozamelvárá-
nak kielégítésére. Csupán az éves cash flow ezt meghaladó része jelent érték-
teremtést (a tulajdonosok számára). Ezért a diszkontáláshoz olyan hozamrátát
kell választani, amelyik tükrözi mind a tulajdonosok, mind pedig a hitelezők
elvárásait. Ezt az összetett diszkontrátát nevezik súlyozott átlagos tőkeköltsé-
gnek (weighted average cost of capital, WACC), kiszámítására pedig a követ-
kező képlet szolgál:

$$k_s = r_{ST} \times \frac{ST}{ST + IT} + (1 - s) \times r_{IT} \times \frac{IT}{ST + IT}$$

Fontos követelmény, hogy a súlyozást mind a saját tőke, mind pedig az
idegen tőke piaci értéke alapján végezzék el. A saját, illetve idegen tőkét adók
hozamelváráseit kifejező r_{ST} és r_{IT} értékek minden esetben átlagértéket jelente-
nek, az átlagolás azonban eltérő logika mentén történik. Az r_{IT} nem más, mint a
különböző hitelezők támasztotta (és egyértelműen meghatározott) kamat- és

¹³³ Ez az eredményadat nem veszi figyelembe sem a kötelezettségek után fizetendő kamatokat, sem pedig a fizetendő eredményarányos adókat, így tehát megegyezik az EBIT (earnings before interest and taxes) mutatóval.

¹³⁴ E soron az eredményt terhelő és pénzáramlással járó adókat kell számba venni. Ezen adók alapja és mértéke országonként eltérő lehet. Magyarországon a társasági adó és a helyi iparüzési adó tartozik az itt figyelembe veendő adók körébe.

más hasonló elvárások súlyozott átlaga. Az r_{ST} nagyságát ezzel szemben az adott vállalatban való tulajdonszerzéssel együtt járó kockázat alapján kell kiszámítani. Ehhez segítségül hívható a tőkepiacot leíró CAPM vagy APM modell, amelyek részletes bemutatására e dolgozat keretei között nincsen lehetőség¹³⁶. A két hozamelvárás súlyozására rendszerint a hosszú távra tervezett tőkeszerkezetet alapul véve kerül sor.

Végezetül meg kell még magyaráznom az $(1 - s)$ tagot. A szabad cash flow fogalmát úgy határoztuk meg, hogy eltekintettünk a hitelezők és a vállalat közötti valamennyi pénzáramlástól. Így tehát a képlet számlálója nem veszi figyelembe sem az idegen tőkével történő finanszírozás kedvező adózási megítélését, sem pedig az ebből eredő ún. adópajzsot. Ezt a szempontot tehát a nevezőbe kell beépíteni – mégpedig olyanformán, hogy az idegen tőkével történő finanszírozás miatti adómegtakarítás arányosan csökkenti a hitelezők támasztotta hozamelvárást.

Ebből adódik e számítási módszer egyik előnye: az a tény, hogy a cash flow kiszámításakor elhanyagoltuk a vállalkozás és hitelezői közötti összes pénzáramlást, azt jelenti, hogy egyértelműen szétválasztottuk egymástól a vállalat alaptevékenységét és a finanszírozási (pénzügyi) ügyleteket: míg előbbi a számlálóban, addig utóbbi a nevezőben tükröződik vissza. Ebből következően a finanszírozási szerkezet megváltozása esetén nem kell módosítani a cash flow-értékeket, mert a tőkeszerkezet átalakításának valamennyi hatása kizárólag a tőkeköltésben (a diszkontrátában) jelentkezik.

¹³⁵ Ilyen tétel lehet a magyar számvitelben például a korengedményes nyugdíjfizetésre és a környezetvédelmi kötelezettségre képzendő céltartalék. Más országokban eltérő típusú hosszú lejáratú céltartalékok is előfordulnak.

¹³⁶ A módszerekről bővebben lásd például COPELAND-KOLLER-MURRIN (1999) 289.o. kk. és 298.o. kk., továbbá BREALEY-MYERS (1998) 171.o. kk. és 182.o. k., valamint a két modell összehasonlítását ugyanitt.

c) Számítás időtávja

A képlet két részre tagolja a jövőt. A soron következő T évre vonatkozóan abból indul ki, hogy a hozzájuk tartozó szabad cash flow-k ismertek, vagy legalábbis részletesen megtervezhetők. Az ezt követő időszakra (vagyis a $T+1$. esztendőől kezdve) pedig azzal a feltételezéssel él, hogy az éves cash flow nem változik, hanem örökjáradékként adódik. Ez az egyszerűsítés azt fejezi ki, hogy értelmetlen dolog „pontos” hosszú távú terveket készíteni; a T megfelelő megválasztásával pedig figyelembe vehetjük a vizsgált vállalkozás, az ágazat stb. sajátosságait. Ezenkívül a képlet alkalmas az időben korlátos pénzbeli megtérülés kezelésére is.

A gyakorlatban gyakran alkalmazzák a fenti képlet módosított változatát, amely utóbbi azt feltételezi, hogy a cash flow-k a T . esztendő után egy állandó g tényező szerint növekednek. Ezt a fikciót minimális változtatást végrehajtva beilleszthetjük a számítási modellbe. Ekkor az ösztőke értékének meghatározására a következő képlet szolgál¹³⁷:

Ösztőke értéke (évenkénti g növekedési rátát feltételezve) =

$$\sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+k_s)^t} + \frac{FCF_{T+1} \times (1+g)}{(k_s - g) \times (1+k_s)^T}$$

3.2.1.2 TCF-módszer

Az előző módszerhez hasonlóan a saját tőke értékét a TCF-módszer (total cash-flow, TCF) is két lépésben számolja ki: elsőként az ún. totál cash flow-t diszkontálja a tulajdonosok és hitelezők hozamelvárásainak súlyozott átlagával (így számolja ki az ösztőke tényleges értékét), majd ebből vonja le az idegen tőke piaci értékét. Vagyis:

1. lépés:

$$\text{Ösztőke értéke} = \sum_{t=1}^T \frac{TCF_t}{(1+k)^t} + \frac{TCF_{T+1}}{k \times (1+k)^T}$$

2. lépés:

Saját tőke értéke = Össztőke értéke – Idegen tőke piaci értéke

A számítás egyes elemeivel kapcsolatban a következő megjegyzéseket tartom jelentősnek:

a) *Totál cash flow*¹³⁸ (TCF)

A totál cash flow meghatározása csupán annyiban különbözik a szabad cash flow-étól – ez utóbbit lásd a 3.2.1.1 a) pontban –, hogy a totál cash flow magában foglalja az idegen finanszírozás előnyös adózási következményeként adódó adómegtakarítást is (a hitelezők és a vállalkozás közötti összes többi pénzáramlás tehát továbbra is figyelmen kívül marad!). A totál cash flow-t is meghatározhatjuk közvetlen vagy közvetett módon. Annak érdekében, hogy levezetése könnyen összehasonlítható legyen a szabad cash flow-nál bemutatott példával, a totál cash flow-t szintén az üzemi, üzleti eredményből kiindulva, tehát közvetett módon vezetem le¹³⁹:

	Üzemi, üzleti tevékenység eredménye ¹⁴⁰
–	<u>Üzemi, üzleti tevékenység eredményét terhelő adók¹⁴¹</u>
=	Üzemi, üzleti tevékenység adózott eredménye
±	Elszámolt értékcsökkenés/Elszámolt értékhelyesbítés
±	Tárgyi eszközök állományának csökkenéséből származó ráfordítások/hozamok
±	<u>Hosszú lejáratú céltartalék állományának növekedése/csökkenése¹⁴²</u>
=	Üzemi, üzleti tevékenység bruttó cash flow-ja
±	Forgótőke állományváltozása (pénzeszközök és rövid lejáratú banki tartozások nélkül)
±	<u>Beruházásra kifizetett összegek/Beruházások felszámolásából eredő bevételek</u>
=	Üzemi, üzleti tevékenység szabad cash flow-ja
±	<u>Nemoperatív területekről származó cash flow</u>
=	Szabad cash flow

¹³⁷ STEINER-WALLMEIER (1999) 5.o.

¹³⁸ A totál cash-flow nem keverendő össze a bruttó cash-flow-val. Különbségük kiderül a jelen alpont végén bemutatott levezetésből.

¹³⁹ Lásd MENGELE (1999) 36. és 42.o., saját kiegészítésekkel.

¹⁴⁰ Ez az eredményadat nem veszi figyelembe sem a kötelezettségek után fizetendő kamatokat, sem pedig a fizetendő eredményarányos adókat, így tehát megegyezik az EBIT (earnings before interest and taxes) mutatóval.

¹⁴¹ E soron az eredményt terhelő és pénzügyi áramlással járó adókat kell számba venni. Ezen adók alapja és mértéke országoként eltérő lehet. Magyarországon a társasági adó és a helyi iparüzési adó tartozik a figyelembe veendő adók körébe.

¹⁴² Ilyen tétel lehet a magyar számvitelben például a korengedményes nyugdíjfizetésre és a környezetvédelmi kötelezettségre képzendő céltartalék. Más országokban eltérő típusú hosszú lejáratú céltartalékok is előfordulnak.

$$+ \frac{\text{Idegen tőke után fizetett kamat költségelhetősége miatti adó megtakarítás}}{= \text{Totál cash flow}}$$

b) Tőkeköltség (k)

A TCF-modell szintén a súlyozott átlagos tőkeköltséget használja, amelyben tehát egyaránt tükröződik a tulajdonosok és a hitelezők hozamelvárása. Az idegen tőkével való finanszírozás kedvező adójogi kezeléséből eredő adó megtakarítást ez a módszer a cash flow nagyságának meghatározásakor veszi figyelembe. Ebből adódik a tőkeköltség alábbi képlete:

$$k = r_{ST} \frac{ST}{ST + IT} + r_{IT} \frac{IT}{ST + IT}$$

A súlyozást a saját és az idegen tőke piaci értéke alapján kell elvégezni. Az r_{ST} és r_{IT} tartalmával és kiszámításának módjával kapcsolatban lásd a 3.2.1.1 b) alpontban leírtakat.

Abból, hogy az idegen tőkével való finanszírozás miatti adó megtakarítást itt a cash flow elemeként adjuk meg, következik, hogy a TCF-módszernél már nem valósul meg a vállalat finanszírozási és teljesítmény-előállítási területe közötti éles különbségtétel. A finanszírozási szerkezet változása egyaránt hatással van a bemutatott képlet számlálójára és nevezőjére. Mivel a TCF-módszer rendszerint állandó eladósodottsági fokból indul ki, a számítás során a következő ördögi kört kell feloldani: a vállalkozás (vagyis az össztőke) értékének meghatározásához szükség van az adópajzs nagyságának ismeretére, ez utóbbi azonban – az adókulcs mellett – éppen a vállalat értékétől függ. E probléma megoldásához iterációval juthatunk el.¹⁴³

c) Számítás időtávja

A bemutatott képlet két szakaszra osztja a jövőt. A következő T évre vonatkozóan azt feltételezzük, hogy a totál cash flow nagyságát részletesen

¹⁴³ E probléma más úton történő megoldásának lehetőségéről lásd SCHWETZLER–DARIJTSCHUK (1999) 310.o., valamint SCHWETZLER–DARIJTSCHUK (2000)

megtervezték. Az utána következő időben (azaz a $T+1$. évtől kezdve) pedig állandó éves totál cash flow-ból indulunk ki, amelyet örökjáradékként fogunk fel. E megközelítés értelmezése teljes mértékben megegyezik az FCF-módszerrel kapcsolatban leírtaknak.

E számítási módszer esetén is lehetőség van arra, hogy figyelembe vegyünk egy állandó éves növekedési ütemet, amelyet g -vel jelölünk. Ekkor a számítás első lépésében felhasználandó képlet a következőre módosul:

Össztőke értéke (évenkénti g növekedési rátát feltételezve) =

$$\sum_{t=1}^T \frac{TCF_t}{(1+k)^t} + \frac{TCF_{T+1} \times (1+g)}{(k-g) \times (1+k)^T}$$

3.2.1.3 APV-módszer

A korrigált jelenértékkel (adjusted present value, APT) számoló módszertan három lépésben jut el a saját tőke értékéhez úgy, hogy – a szabad cash flow-ból és egy fiktív finanszírozási esetből kiindulva – először úgy számolja ki a vállalat értékét, mintha azt kizárólag saját tőkével finanszíroznák. A részben idegen tőkéből történő finanszírozás hatását, vagyis az adópajzsot, külön szám-
szerűsíti és adja hozzá az első számítási lépésben kapott értékhez. Az utolsó lépés megegyezik a két, korábban bemutatott számítási módszerével. Vagyis az APV-módszer számítási módszertanát a következőképpen jellemezhetjük:

1. lépés:

Össztőke értéke kizárólag saját tőkéből való finanszírozás esetén =

$$\sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+k_{ST}^u)^t}$$

2. lépés:

Össztőke értéke az idegen tőke hatásának figyelembevételével =

$$\sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+k_{ST}^u)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{s \times k_{IT} \times IT_{t-1}}{\prod_{i=1}^t (1+k_{IT,i}^*)}$$

3. lépés:

Saját tőke értéke =

Össztőke értéke (a 2. lépésből) – Idegen tőke piaci értéke

A bemutatott képletek elemeinek fontosabb jellemzői a következők:

a) Szabad cash flow (FCF) és adópajzs ($s \times k_{IT} \times IT_{t-1}$)

A számlálóban szereplő szabad cash flow – definíció szerint – tartalmazza a vizsgált időszak összes pénzáramának egyenlegét, kivéve a hitelezők és a vállalkozás közötti pénzáramlásokat. Kiszámítása tehát a 3.2.1.1 a) alpontban leírt módon történik.

Az idegen tőke mint finanszírozási forrás révén elérhető adómegettakarítást az összeadás második tagja tartalmazza, ahol az ($s \times k_{IT} \times IT_{t-1}$) kifejezés a t. évben a fizetett kamatok adóalap-csökkentő elszámolása miatt adódó adómegettakarítást jelöli (a kamatszámítás viszonyítási alapja az idegen tőke periódus eleji értéke, amiből a fizetendő kamat nagyságára $k_{IT} \times IT_{t-1}$ adódik). A hitelezők és a vállalat közötti kapcsolatból származó további pénzáramlásokat a tört számlálója nem veszi figyelembe. Változatlan relatív eladósodottságot feltételezve az APV módszerének ugyanazt a körkörösségi problémát kell megoldania, amelyről a 3.2.1.2 b) alpontban már szó volt. Ha eltekintünk az eladósodottsági feltételtől, akkor bár megszűnik a körkörösség, a tőkeköltség meghatározásakor azonban pótlólagos számításokra van szükség (ez utóbbiról lásd az alábbi alpontot).¹⁴⁴

b) Tőkeköltség-értékek (k_{ST}^u és k_{IT, t^*})

A számítás első lépésében a kizárólag saját tőkével történő finanszírozás fikciójából kiindulva határozzuk meg a vállalkozás értékét. E fiktív feltételezés miatt a szabad cash flow-kat a tulajdonosok hozamelvárásával kell diszkontálni (erre utal az *ST* alsó index). A hozamelvárás nagyságát például a CAPM- vagy

¹⁴⁴ E probléma más úton történő megoldásának lehetőségéről lásd SCHWETZLER–DARIJTSCHUK (1999) 310.o. és 313.o.

az APT-modell segítségével becsülhetjük meg – de természetesen csak akkor, ha előzetesen megfogalmaztuk feltételezésünket a tulajdonosok által támasztott hozamelvárás és a vállalat eladósodottságának mértéke között¹⁴⁵. Ez utóbbi feltételezésre azért van szükség, mert sem a két mutató közötti kapcsolatot, sem pedig magát k_{ST}^u -t nem tudjuk empirikus úton meghatározni (hiszen a tőzsdén nem szerepelnek különböző kockázati osztályokba tartozó és kizárólag saját tőkével finanszírozott vállalatok papírjai)¹⁴⁶. Mivel pedig a k_{ST}^u -vel jelölt hozamelvárás különbözik az értékelendő (és rendszerint vegyes forrásból finanszírozott) vállalkozással szembeni tulajdonosi hozamelvárástól, ezért van szükség a képletben az u felső indexre, amely tehát az idegen tőke hiányának fikciójára utal.

Az adópajzs diszkontálására szolgáló tőkeköltség egy összetett érték, melynek felépítését a következő gondolatmenet indokolja¹⁴⁷: a t . időszakhoz kötődő adómegetakarítás szorosan kapcsolódik a t -ben bekövetkező kamatfizetéshez (hiszen a kamat megfizetésével azonnal létrejön az adópajzs), ezért az adópajzs kockázata megegyezik a kamatfizetés (bekövetkezésének) kockázatával. Így a t . időszak adópajzsát a k_{IT} -val kell diszkontálni. Valamennyi későbbi kamatfizetés, idegentőke-nagyság és adópajzs-mérték esetén azonban a vállalati kockázat nagysága jut szerephez. Ráadásul k_{IT} mértéke az idegen tőke nagyságától függ, ezért a diszkontáláshoz „adott időszakra vonatkozó, kockázattal

¹⁴⁵ BÖCKING-NOWAK (2000) 23.o. ehhez kapcsolódóan azt javasolja, hogy az eladósodott vállalatra vonatkozó – és a CAPM alapján kapott – kockázati mértéket (β -értéket) bontsuk szét a kizárólag saját tőkéből finanszírozott vállalat β -jára, valamint az idegen forrású finanszírozás β -jára. Ez utóbbit a szerzőpáros (jó adóst feltételezve) nullának tekinti, s így a következő képletet kapja a kizárólag saját

$$\text{tőkéből finanszírozott vállalat } \beta^u = \left[\frac{\beta_{\text{eladósodott vállalat}}}{1 + (1-s) \times \frac{\text{Idegen tő ke piaci értéke}}{\text{Saját tő ke piaci értéke}}} \right]. \text{ Ezt felhasználva}$$

eljuthatunk a fiktív finanszírozású vállalattal szembeni tulajdonosi hozamelvárás nagyságához, azaz k_{ST}^u -hoz.

¹⁴⁶ MENGELE (1999) 46.o.

¹⁴⁷ Lásd STEINER-WALLMEIER (1999) 5.o., míg BÖCKING-NOWAK (2000) 24.o. a számítás leegyszerűsítése érdekében kizárólag az idegen források tőkeköltségével javasolja az adópajzsok diszkontálását.

korrigált kamatlábat”¹⁴⁸ – ezt jelöli a k_{IT, t^*} – kell használni. Vagyis fennáll a következő egyenlőség:

$$\prod_{t^*=1}^t (1 + k_{IT, t^*}) = (1 + k_{IT})(1 + k_{IT+ST})^{t-1}.$$

Miles és Ezzell¹⁴⁹ bebizonyította, hogy abban az esetben, ha

$$k_{IT+ST} = \frac{(1 + k_s)(1 + k_{IT})}{1 + k_{IT}(1 - s \frac{IT}{IT + ST})} - 1,$$

az APV-módszer és az FCF-módszer ugyanazt az eredményt – összítőke-értéket és ebből számított tulajdonosi értéket – adja. (A saját és az idegen tőkét ebben az esetben is piaci értékükön kell számításba venni.)

c) Számítás időtávja

Az 1. és 2. lépés képletei korlátozott időszakot tételeznek fel. Lehetőség kínálkozik azonban arra is, hogy a vizsgáldást a végtelen időszakra kitágítsuk. Ilyenkor szokás azt feltételezni, hogy a T . időszakot követően valamennyi adat változatlan marad (vagy évenként azonos mértékben nő). Ha az előbbi esetből indulunk ki, akkor a második számítási lépéshez tartozó képlet így változik meg:

2. lépés:

Összítőke értéke az idegen tőke hatásának figyelembevételével =

$$\sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + k_{ST}^u)^t} + \frac{FCF_{T+1}}{k_{ST}^u \times (1 + k_{ST}^u)^T} + \sum_{t=1}^T \frac{s \times k_{IT} \times IT_{t-1}}{\prod_{t^*=1}^t (1 + k_{IT, t^*})} + \frac{s \times IT_T}{k_{IT+ST} \times \prod_{t^*=1}^T (1 + k_{IT, t^*})}$$

Ha pedig az évenként azonos mértékű (ezt jelöljük g -vel) növekedés esetét tekintjük, akkor a 2. lépés képlete további elemekkel bővül:

¹⁴⁸ MENGELE (1999) 45.o.

¹⁴⁹ A képlethez tartozó feltételezésekről és a további részletekről lásd MILES-EZZELL (1980)

2. lépés:

Össztőke értéke az idegen tőke hatásának figyelembevételével =

$$\sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+k_{ST}^u)^t} + \frac{FCF_{T+1} \times (1+g)}{(k_{ST}^u - g) \times (1+k_{ST}^u)^T} + \sum_{t=1}^T \frac{s \times k_{IT} \times IT_{t-1}}{\prod_{t^*=1}^t (1+k_{IT,t^*})} + \frac{s \times k_{IT} \times IT_T}{(k_{IT+ST} - g) \times \prod_{t^*=1}^T (1+k_{IT,t^*})}$$

3.2.1.4 FTE-módszer

A diszkontált cash flow-n alapuló módszertanok eddig bemutatott változataitól annyiban tér el az itt ismertetendő módszer (melyet egyébként neveznek equity, illetve flow-to-equity (FTE) módszernek is), hogy ez utóbbi egyetlen lépésben számolja ki a részvénytulajdonosi értéket. Ehhez a kizárólag a tulajdonosok részére rendelkezésre álló pénzáramlást diszkontálják a tulajdonosi hozamelvárással (azaz a saját tőke költségével) az alábbiak szerint:

$$\text{Saját tőke értéke} = \sum_{t=1}^T \frac{FTE_t}{(1+k_{ST})^t} + \frac{FTE_{T+1}}{k_{ST} \times (1+k_{ST})^T}$$

A számítás egyes összetevőiről a következőt érdemes tudnunk:

a) Tulajdonosok rendelkezésére álló pénzáramlás (flow-to-equity, FTE)

A számlálóban szereplő, a tulajdonosok rendelkezésére álló pénzáramlás-adatok figyelembe veszik az idegen tőke kamata miatti adómegetakarítást és az idegentőke-állomány változását is. Az FTE nagyságát meghatározhatjuk közvetlen úton. De lehetőség van arra is, hogy kapcsolatot létesítsünk a tulajdonosok rendelkezésére álló pénzáramlás és a korábban már említett totál cash flow között: ha ugyanis ez utóbbiból levonjuk az idegen tőke utáni kamatot és a törlesztést, valamint hozzáadjuk az újonnan bevont idegen tőke nagyságát, megkapjuk a keresett FTE-t. Vagyis a tulajdonosok rendelkezésére álló pénzáramlás nagysága közvetett úton is kiszámolható. Az indirekt számítás részletes sémája a következő¹⁵⁰:

¹⁵⁰ Lásd MENGELE (1999) 47.o., saját kiegészítésekkel.

$$\begin{aligned}
& \text{Üzemi, üzleti tevékenység eredménye} \\
- & \text{Idegen tőke utáni kamatok} \\
+ & \text{Idegen tőke kamatai miatti adómegetakarítás} \\
= & \text{Üzemi, üzleti tevékenység adózás előtti eredménye} \\
- & \text{Adófizetési kötelezettség} \\
= & \text{Üzemi, üzleti tevékenység adózott eredménye} \\
\pm & \text{Elszámolt értékcsökkenés/Elszámolt értékhelyesbítés} \\
\pm & \text{Tárgyi eszközök állományának csökkenéséből származó ráfordítások/hozamok} \\
\pm & \text{Hosszú lejáratú céltartalék állományának növekedése/csökkenése} \\
\pm & \text{Forgótőke állományváltozása} \\
& \text{(pénzeszközök és rövid lejáratú banki tartozások nélkül)} \\
\pm & \text{Beruházásra kifizetett összegek/Beruházások felszámolásából eredő bevételek} \\
\pm & \text{Idegen tőke felvétele/törlesztése} \\
+ & \text{Nemoperatív területekről származó cash flow} \\
= & \text{Tulajdonosok rendelkezésére álló pénzáramlás}
\end{aligned}$$

Sajátos követelménye e módszernek, hogy a számítás során csak a kamatozó idegen tőke állományában bekövetkező változásokat szabad figyelembe venni, mert a többi kötelezettségelemhez semmiféle kamat vagy más ráfordítás nem kapcsolódik, ezért az állományukban bekövetkező változás – adómegetakarítás formájában – semmilyen hatással sincs a tulajdonosok rendelkezésére álló cash flow-ra. A saját tőke értékét az FTE-módszer segítségével csak abban az esetben tudjuk meghatározni, ha előtte részletesen megtervezzük az idegen tőke jövőbeli alakulását.

Abból, hogy az idegen tőke utáni kamathoz kötődő adómegetakarítást a módszer a pénzáramok között veszi figyelembe, az is következik, hogy itt sem megoldott a korábban már említett körkörösségi probléma.¹⁵¹

b) Tőkeköltség (k_{ST})

A tulajdonosok rendelkezésére álló pénzáramlásokat az ő hozamelvárásukkal kell diszkontálni. Ebből derül ki, hogy a jövőben tervezett FTE-k révén a saját tőke értéke növekszik vagy csökken. A keresett hozamelvárást a tőkepiaci modellekből (például a CAPM-ből) vezethetjük le, amint erről a korábbi módszerek esetében szó volt.

¹⁵¹ A probléma megoldásának lehetőségéről lásd SCHWETZLER–DARIJTSCHUK (1999) 310.o. és 313.o.

c) Számítás időtávja

A bemutatott képlet két részre osztja a jövőt. A soron következő T esztendőre vonatkozóan azt feltételezi, hogy ismert (vagy legalábbis részletesen megtervezhető) a tulajdonosok rendelkezésére álló pénzáram évenkénti nagysága. Az azt követő időszakra (azaz a $T+1$. évtől kezdődően) pedig az éves FTE-k nem változnak, ezért örökjáradékként számolhatunk velük. Vagyis itt is érvényesek a 3.2.1.1 c) és 3.2.1.2 c) pontokban leírt jellemzők. Ugyanez igaz abban az esetben is, ha a $T+1$. évtől kezdődően az éves pénzáramok egyenletes ütemű növekedését tételezzük fel. Ez utóbbi esetben a számítás képlete a következőképpen változik:

Saját tőke értéke (évi g egyenletes növekedést feltételezve) =

$$\sum_{t=1}^T \frac{\text{FTE}_t}{(1 + k_{\text{ST}})^t} + \frac{\text{FTE}_{T+1} \times (1 + g)}{(k_{\text{ST}} - g) \times (1 + k_{\text{ST}})^T}$$

3.2.1.5 Néhány gondolat a diszkontált cash flow-n alapuló módszerek alkalmazhatóságáról

A neoklasszikus gazdaságfelfogás ideális körülményei között a diszkontált cash flow-n alapuló módszerek olyan látványos előnyökkel bírnak, amely őket etalonná emeli¹⁵²:

- a kiindulópontul választott cash flow az egyedüli helyes mérték a vállalat hozamtermelő képességének és értékének meghatározásához;
- korlátozás nélkül érvényesül a vállalkozás folytatásának elve;
- a hosszú távú szemlélet kidomborítja a vállalat növekedési lehetőségeit;
- világos és ellentmondásmentes számítási módszertant alkalmaz.

Ha figyelembe vesszük a tervezés tényleges környezeti peremfeltételeit is, máris olyan kompromisszumok megkötésére van szükség, melyek miatt inkább

¹⁵² SZÉKELY (2000) 13.o.

kedvezőtlen színben tűnnek fel a diszkontált cash flow-n alapuló módszertanok¹⁵³:

- csak időben korlátozott tervezési horizontot választhatunk (kivéve az időben állandó cash flow-kra vonatkozó, erősen megkérdőjelezhető kiegészítő feltételezést), ennek hossza pedig jelentős mértékben befolyásolja a számítás eredményét;
- ennek logikus következményeképp szükség van az ún. időszakvégi érték (vagyis egyfajta maradványérték) megbecslésére¹⁵⁴;
- vagy pedig azt a leegyszerűsítő feltételezést fogadjuk el, hogy a cash flow a távoli jövőben egyenletesen, bár szintén csupán nagy bizonytalansággal megbecsülhető g rátával fog növekedni;
- a tulajdonosok indokolt hozamelvárását lényegében meghatározó béta-érték számszerűsítéséhez nagyon nehéz megfelelően összehasonlítható (és tőzsdén jegyzett) mintavállalatot találni;
- szinte lehetetlen dolog a bemutatott számításokat egyetlen stratégiai üzleti területre vagy (beruházási) projektre vonatkozóan elvégezni: ehhez hiányoznak egyrészt a parciális kockázatot kifejező ún. ágazati béták, másrészt pedig az összetőke szétosztásához szükséges kulcsok;
- a pénzügyi területen jártas szakértőkön kívül más alig(ha) képes átlátni és megérteni ezt az elvont számítási módszertant.

Az elmondottakban találjuk meg az okát annak, hogy miután kidolgozták a gazdaságelmélet szerint helyes értékmérőt (mint elérhetetlen ideált), miért kellett mégis tovább folytatni a kutatást más, a gyakorlat számára megfelelő „pótmércék” után.¹⁵⁵ Több helyettesítő megoldást is sikerült találni. Ezek közül ebben a dolgozatban a CVA-val és az MVA-val foglalkozom részletesen.

¹⁵³ SZÉKELY (2000) 14.o.

¹⁵⁴ Ennek problémáiról részletesen lásd például HENSELMANN (2000)

¹⁵⁵ LOITZ (2000) 701.o.

3.2.2. A cash flow return on investment módszere (CFRoI-módszer) és a cash value added (CVA)

Ez a módszertan négy számítási lépésen keresztül jut el a tulajdonosi értékhez. Elsőként a jövőbeli cash flow-adatokból kiindulva meghatározza a vállalkozás egészének fiktív belső kamatlábát (ezt nevezik cash flow return on investment-nek, azaz CFRoI-nak), amelyet a második lépésben a gazdaság-elméleti – vagy reziduális – eredmény (másik néven: cash flow alapú hozzáadott érték, vagyis cash value added, CVA) kiszámításához használ fel. Az egyes periódusok reziduális eredményének diszkontált értékét kiegészítve a (megfelelő korrekciók után kapott) ún. nettó beruházott összeggel megkapja a vállalat összértékét, majd ebből levonva az idegen tőke piaci értékét jut el a tulajdonosi értékhez. Az egyes lépésekhez tartozó képletek:

1. lépés:

CFRoI_(t) kifejezése a következő egyenletből:

$$\text{Bruttó beruházott összeg} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{BCF}_{(t)}}{(1 + \text{CFRoI}_{(t)})^t} + \frac{\text{Fiktív végérték}_T}{(1 + \text{CFRoI}_{(t)})^T}$$

2. lépés:

$$\text{CVA}_t = (\text{CFRoI}_{(t)} - k_{(t)}) \times \text{BIB}$$

vagy

$$\text{CVA}_t = \text{BCF}_t - (k_{(t)} \times \text{BIB})$$

3. lépés:

$$\text{Össztőke értéke} = \frac{\text{CVA}_t}{k_{(t)}} + \text{Nettó beruházott összeg}_0$$

4. lépés:

$$\text{Saját tőke értéke} = \text{Össztőke értéke} - \text{Idegen tőke piaci értéke}$$

Abban az esetben, ha minden képletben elhanyagoljuk a (t) indexet, ún. egyszerű CFRoI-számításról van szó¹⁵⁶, míg a periódusonként eltérő adatok figyelembevétele bonyolultabbá, de pontosabbá teszi a számítást.

A szükséges kiinduló adatokat az egymást követő számítási lépésekhez tartozó képletekben való előfordulásuk sorrendjében tekintem át:

a) Bruttó beruházott összeg (BIB)

A CFRoI-számítás alapjául az a fikció¹⁵⁷ szolgál, miszerint a vállalkozás felfogható egyetlen beruházási projektként is, ahol *BIB* jelenti a kezdeti beruházást, $BCF_{(t)}$ az évenkénti nettó pénzáramlás nagyságát, T pedig a beruházás (átlagos) élettartamát. A beruházás további fontos jellemzői a T . időpontra előre jelzett maradványérték és a mindezen adatokból kiszámítható belső megtérülési ráta, vagyis a *CFRoI*. A CFRoI olyan, cash flow alapú megtérülési mutatószám, amelynek vonatkoztatási alapjául a szintén cash flow-adatként értelmezett ún. bruttó beruházott összeg – mint lekötött tőkemennyiség – szolgál.

A bruttó beruházott összegnek már a megnevezése is utal arra, hogy itt mindent figyelembe vevő (ezért bruttó) adatról van szó. Ez így igaz, mégpedig kettős tekintetben is¹⁵⁸: a lekötött tőke teljes nagyságát, ráadásul annak mai pénzben kifejezett értékét kell ez alatt értenünk. Ez utóbbi kitétel megköveteli, hogy a korábban megszerzett eszközök könyv szerinti értékét korrigáljuk az időközben bekövetkezett inflációnak megfelelően¹⁵⁹ (ez történhet egyrészt az

¹⁵⁶ A számítás első lépése ráadásul még ennél is jobban leegyszerűsíthető. A szakirodalomban megtaláljuk a CFRoI kiszámításának alábbi képletét is:

$$CFRoI = \frac{BCF_t}{BIB_0},$$

amelyet neveznek gross profitability ratio-nak vagy cash recovery rate-nek is. Lásd MENGELE (1999) 125.o.

¹⁵⁷ SCHMIDBAUER (1999) 369.o.

¹⁵⁸ CRASSELLT-SCHREMPER (2001) 272.o.

¹⁵⁹ Erre azért van szükség, hogy a múltban beruházott pénzáramokat (pontosabban azok összegét) összevethessük a jelenbeni és jövőbeni (ekkor azonban diszkontált) cash-flow-adatokkal. Másként megfogalmazva: a módszer fikciója a vállalati eszközök jelenbeni, koncentrált újrabeszerzését foglalja magába. A számítást természetesen az egyes vagyontárgyak történeti áralakulásának megfelelően, s nem valamilyen általános áremelkedést alapul véve kell(ene) elvégezni, ami jelentősen megnehezíti ezt a korrekciót. MÄNNEL (2001) 48.o.

újrabeszerzési érték felhasználásával, ami a legtöbb tárgyi eszköz esetén járható út, másrészt pedig az időközbeni tényleges infláció kumulált mértékével való felszorzással, mint például a derivatív üzleti és cégérték esetében); míg az elsőként említett elvárás azt írja elő, hogy az értékteremtésben részt vevő valamennyi vagyonelemet vegyük figyelembe (függetlenül attól, hogy azok szerepelnek-e az éves beszámoló mérlegében vagy sem). A nem amortizálható befektetett eszközök és a forgóeszközök mindenfajta korrekció nélkül, azaz könyv szerinti értékükön veendők figyelembe¹⁶⁰.

Mivel az első számítási lépés olyan – belső – hozamrátát számol ki, amelyet azután a tulajdonosok és hitelezők elvárásaival kell szembeállítani, ezért az összítő nagyságát csökkenteni kell a nem kamatozó idegen tőke állományával, mivel ellenkező esetben ezek a „kamatfizetési kötelezettség nélküli források” megzavarnák a kapott eredmény értelmezését. Többet vitatják azonban a módszertan azon egyszerűsítő feltételezését, hogy valamennyi céltartalékot mérlegelés nélkül ilyen, kamatfizetés nélküli forrásnak tekint¹⁶¹.

Az eddig leírt megfontolásokból adódik a bruttó beruházott összeg kiszámításának sémája¹⁶²:

	Forgóeszközök
+	Aktív időbeli elhatárolások
+	Befektetett pénzügyi eszközök
+	Telkek
–	<u>Kamatfizetési kötelezettség nélküli források</u>
=	Tervszerűen nem amortizálható eszközök nettó értéke
+	Amortizálható immateriális javak és tárgyi eszközök (kivéve az üzleti és cégértéket ¹⁶³) könyv szerinti értéke
+	Immateriális javak (kivéve az üzleti és cégértéket) és tárgyi eszközök kumulált értékcsökkenése
=	Tervszerűen amortizálható immateriális javak és tárgyi eszközök bekerülési értéke

¹⁶⁰ CRASSET-SCHREMPER (2001) 272.o.

¹⁶¹ SCHMIDBAUER (1999) 370.o., hiszen létezhetnek olyan céltartalék-típusok (ilyen például Németországban a vállalati nyugdíjra képzett céltartalék), melynek évről-évre történő „kamatoztatását” jogszabály írja elő.

¹⁶² SCHMIDBAUER (1999) 369.o.

¹⁶³ A származtatott üzleti és cégértékkel azért nem számolunk, mert nagysága nagyon komoly mértékben szubjektív hatásokra vezethető vissza, s egyáltalán nem (feltétlenül) a korábban megtett, tehát jelenleg a vállalkozás céljait szolgáló értéknövelő beruházások értékét tükrözi vissza. Éppen ezért figyelembevétele torzítaná nem csupán a kiszámítandó belső kamatláb nagyságát, hanem rajta keresztül az összes további számítási lépés eredményét is. Lásd SCHMIDBAUER (1999) 370.o.

- + Infláció miatti értékcorrekció
- = Tervszerűen amortizálható immateriális javak és tárgyi eszközök inflációval korrigált (bruttó) értéke
- + Tőkésített bérleti és lízingdíjak
- + Saját előállítású aktívák, mindenekelőtt a saját (originális) üzleti vagy cégérték¹⁶⁴
- = Bruttó beruházott összeg

A későbbiek szempontjából jelentősséggel bír az a megállapítás is, hogy ugyanez az érték indirekt módon, vagyis az éves beszámoló adataiból kiindulva is meghatározható. A számítás menete pedig a következő¹⁶⁵:

- Mérlegfőösszeg
- + Immateriális javak és tárgyi eszközök kumulált értékcsökkenése
- + Immateriális javak és tárgyi eszközök értékének infláció miatti korrekciója
- + Tőkésített bérleti és lízingdíjak
- Másodlagos üzleti és cégérték¹⁶⁶
- Kamatfizetési kötelezettség nélküli források (beleértve a céltartalékokat is)
- + Saját előállítású aktívák, mindenekelőtt a saját (originális) üzleti vagy cégérték
- = Bruttó beruházott összeg

b) Bruttó cash flow (BCF)

Az *a)* pontban leírt, két szempontú bruttósítás természetesen kihat a bruttó cash flow értékére is. (Ebben a pontban már csupán a BCF indirekt levezetését fogom bemutatni.) A CFRoI-módszertan célja az, hogy meghatározza az össz-
tőke jövedelmezőségét, ezért a számítás során hozamnövelő tételként kell figyelembe vennünk mindazt, amit a vállalkozás a bruttó beruházott összeg felhasználásával állított elő, de az eredménykimutatásban negatív előjellel szerepel

¹⁶⁴ De ugyanígy az alapítási, bővítési és fejlesztési kiadások (ha nem éltek korábban az aktiválás jogával), a dolgozók képzésére fordított összegek, új piacok feltárásának és „meghódításának” költségei, lásd MÄNNEL (2001) 42.o.

¹⁶⁵ LORSON (1999) 1335.o., saját kiegészítésekkel.

¹⁶⁶ Még egyszer szeretném hangsúlyozni, hogy a mérlegben szereplő, derivatív üzleti és cégérték levonása, valamint a saját vállalkozás originális, tehát a mérlegben nem szereplő üzleti és cégértékének létrehozását és megőrzését szolgáló ráfordítások hozzáadása ugyanarról a töről fakadó korrekciós lépések, s azonos célt szolgálnak: a bruttó beruházott összegnek csak azokat a pénzáramlásokat szabad tartalmaznia, amelyek hozzájárultak az alaptervekenységet szolgáló vagyontömeg gyarapodásához. E körbe tartozik tehát minden olyan kiadás, amelynek célja a saját (originális) üzleti vagy cégérték növelése volt. A vállalatfelvásárlás során kifizetett, és a mérlegben (derivatív) üzleti vagy cégértékként szereplő összegnek viszont csak egy (rendszerint meglehetősen csekély) része teljesíti az említett feltételt. Már a CFRoI-módszertan megalkotóinak ajánlásai között is szerepelt az, hogy a számítás során le kell vonni a mérlegben kimutatott (másodlagos) üzleti vagy cégérték teljes összegét – bár azt is elismerik ugyanakkor, hogy egyrészt a levont összeg egy (indokolható és így a kívülállók számára is elfogadható) része visszaköszön infláció miatti korrekcióként, másrészt pedig azokat a kiadásokat is számba kell venni, amelyeket annakidején az időközben felvásárolt vállalkozás fordított akkori saját üzleti és cégértékének

(például értékcsökkenés, idegen tőke után fizetett kamatok¹⁶⁷). Bár elméletileg lehetséges lenne az adópajzs figyelembevétele is, ezt a gyakorlatban gyakran elhanyagolják. Infláció miatti korrekcióra a BCF esetében akkor kell sort keríteni, ha az anyagfelhasználást a FIFO-módszer szerint értékelték és/vagy a nullától lényegesen eltér a forgóeszközök között kimutatott pénzeszközök és értékpapírok, valamint a nem kamatozó kötelezettségek különbsége. Tehát¹⁶⁸:

$$\begin{aligned}
 & \text{Adózott eredmény az eredménykimutatás szerint}^{169} \\
 + & \text{ Idegen tőke után kifizetett kamatok} \\
 + & \text{ Elszámolt értékcsökkenés} \\
 + & \text{ Nem tőkésített bérleti és lízingdíjak} \\
 + & \text{ Anyagfelhasználás LIFO- és FIFO-értékelése közötti eltérés} \\
 \pm & \text{ Nettó likviditási pozícióból adódó inflációs nyereség vagy veszteség} \\
 = & \text{ Bruttó cash flow}
 \end{aligned}$$

Elsősorban az utolsó két korrekciós tétel miatt állíthatjuk, hogy szinte lehetetlen előre jelezni a jövőbeli BCF-értékeket, pedig ezekre feltétlenül szükség lenne a belső kamatláb meghatározásához. A részletes előrejelzés helyett rendszerint azzal a feltételezéssel élnek, hogy a legfrissebb éves beszámoló adataiból adódó bruttó cash flow változatlan marad a tervezés teljes futamideje alatt (azaz T esztendeig), vagy esetleg még azt követően is. Ezt a feltételezést kihasználhatjuk a számítás leegyszerűsítésére úgy, hogy az első lépésben az örökjáradék szerint számolunk. A bemutatott leegyszerűsítő feltételezés miatt minden évben – a mindenkori legújabb éves beszámoló alapján – újra és újra meg kell határozni a bruttó cash flow nagyságát, s ennek alapján elvégezni a saját tőke értékének kiszámítását.

c) Számítás időtávja (T)

Belső kamatlábat csak abban az esetben tudunk meghatározni, ha a számítás során vagy örökjáradékból indulunk ki (ekkor a képletben elhagyandó a (t)

gyarapítására. Ez utóbbiak ugyanis mai szemmel nézve már az (összevont vállalat) saját üzleti és cégértékét gyarapítják.

¹⁶⁷ Ezzel egyben semlegesíti az eltérő finanszírozási szerkezetből származó előnyöket vagy hátrányokat.

¹⁶⁸ SCHMIDBAUER (1999) 370.o., MÄNNEL (2001) 41.o. k. és LORSON (1999) 1335.o., saját kiegészítésekkel.

index), vagy előre rögzített időtávot tekintünk csupán (ekkor a képletben meghagyandó a (t) index). Ez utóbbi eset felel meg inkább a valóságnak, ami a konkrét számítás során azonban iteráció elvégzését teheti szükségessé.

Fontos megjegyzés, hogy ha a vállalkozást egyetlen beruházási projektként tekintjük, akkor annak csak fiktív élettartama lehet (amelyet neveznek stratégiai élettartamnak is¹⁷⁰), melynek hosszát kétféleképpen határozhatjuk meg. A rövidebb utat követve az amortizálható eszközök összértékét elosztjuk az utánuk elszámolandó, éves lineáris értékcsökkenés nagyságával¹⁷¹. A másik módszer választása esetében pedig a vállalkozás valamennyi, amortizálható vagyontárgyának használati idejét¹⁷² kell alapul venni, s ezen adatok súlyozott számtani átlagát kiszámítani. A súlyokat célszerűen az egyes eszközök relatív értéke (értsd: a bruttó beruházott összegben belüli részaránya) alapján határozhatjuk meg.¹⁷³

d) Fiktív végérték

A jövőbeli cash flow-adatok diszkontálásának módszere rendszerint figyelembe vesz egy reziduális értéket is (ennek különböző elnevezéseivel találkozhatunk: például maradványérték, likvidációs bevétel). A fogalomválasztástól független ezen változó tartalma: magában foglalja mindazoknak az eseményeknek a pénzben kifejezett hatását, amelyek a számítás időtávját követően, tehát a távoli jövőben fognak megtörténni. Mindezekről a számítás időpontjában rendszerint aligha rendelkezünk megalapozott feltételezésekkel.

¹⁶⁹ Esetleg az ún. DVFA/SG szerinti eredmény, melyről lásd SCHMALEN (2002) 754.o. és JACOBS-OESTREICHER (2000) 32.o. és 64.o. k.

¹⁷⁰ LORSON (1999) 1335.o.

¹⁷¹ Vagyis a bruttó beruházott összeg átlagos forgási sebességét számoljuk ki, ami nem feltétlenül egyezik meg a használati idővel. MÄNNEL (2001) 44.o.

¹⁷² Ez természetesen nem a bármiféle jogszabályban megengedett, hanem a gazdaságilag indokolt élettartamot jelenti. SCHMIDBAUER (1999) 370.o.

¹⁷³ A különböző hosszúságú futamidők átlagolása önmagában is befolyásolja a jövedelmezőség nagyságát. Lásd MÄNNEL (2001) 45.o.

A CFROI módszertana esetében azonban más a helyzet¹⁷⁴: először is az 1. számítási lépés képletében szereplő összeadás első tagja tartalmazza az amortizálható eszközökkel kapcsolatos nettó pénzáramlásokat. A beruházási projekt-ként felfogott vállalkozásból a T időpontban tehát nem marad meg más, csupán a nem amortizálható befektetett eszközök és a forgóeszköz-állomány. Ezeket – a módszertan fikciója szerint – eladjuk a T időpontban. Az említett vagyonelemek jövőbeli értéke jelenti tehát a fiktív végértéket.

Másrészt ezt a jövőbeli értéket még egyszer módosítanunk kell: mivel a belső kamatláb meghatározása a bruttó beruházott összegből indul ki, amely viszont nem tartalmazza a kamatfizetési kötelezettség nélküli idegen tőkeelemeket, ezért ezeket a kötelezettségeket még figyelembe kell vennünk. A módszertan e tételek állományát állandó nagyságúnak tekinti a teljes időszak alatt, továbbá feltételezi, hogy kiegyenlítésükre a tervezési időszak végén kerül sor. Ezért mondhatjuk, hogy ez az idegen tőke csökkenti a fiktív végértéket. Így ráadásul az az eset is előfordulhat, hogy a fiktív végérték negatív előjelű (vagyis fiktív kiadás) lesz.

e) Tőkeköltség ($k_{(t)}$)

A cash flow alapú hozzáadott érték (cash value added) kiszámításához ismernünk kell a tulajdonosok és hitelezők által támasztott hozamelvárást, hiszen a bruttó cash flow-ból csak az ezt meghaladó rész jelent egyben értékteremtést is. A tőkeköltség egy súlyozott átlagérték, melynek kiszámításakor a felhasznált bruttó cash flow-fogalom tartalmát kell alapul venni. Ha a fenti *b)* pontban bemutatott, leggyakoribb előfordulási formát tekintjük, amikor tehát a BCF meghatározása során nem veszik figyelembe az adópajzsot, akkor ezt a „mulasztást” a tőkeköltség kapcsán kell pótolni¹⁷⁵. Ekkor a tőkeköltség nagysága k_s lesz, amely semmiben nem tér el a 3.2.1.1 *b)* pontban ismertetett diszkontlábtól. Ha azonban az adópajzsot egyáltalán nem akarjuk számba venni,

¹⁷⁴ LORSON (1999) 1335.o.

vagy azt megtettük már a bruttó cash flow kapcsán¹⁷⁶, akkor pedig a 3.2.1.2 b) pontban leírt k -t használjuk a tulajdonosok és hitelezők hozamelvárásának kifejezésére.

f) Cash flow alapú hozzáadott érték (cash value added, CVA)

Miután a számítás első lépésében meghatároztuk a belső kamatlábat, majd kiválasztottuk a megfelelő tőke költség-mértéket, kiszámolhatjuk az adott évben a forrást biztosítók számára (azok hozamelvárásán felül) teremtett értéket. A második lépéshez kapcsolódóan megadott két képlet azonos számítási eredményt ad – feltéve, hogy mindkét esetben azonos $k_{(t)}$ -értékkel számolunk. Mindkét képletből tisztán kiolvasható, hogy a számítás lényege az ún. gazdaságelméleti eredmény meghatározása, amely megközelítés vitathatatlan hasonlóságokat mutat a piaci hozzáadott érték kiszámításával (ez utóbbit lásd a 3.3.1 fejezet részben).

Ha az ily módon kiszámított cash flow alapú hozzáadott értéket mint örökjáradékot tekintjük, akkor belőle kiindulva – és az ún. nettó beruházott összeg 0. periódusbeli, külön mellékszámításként meghatározandó értékét hozzáadva – kiszámolhatjuk a vállalkozás össztőkéjének nagyságát. A számításhoz ugyanazt a $k_{(t)}$ -értéket kell használni, amelyet a megelőző lépésben is alkalmaztunk. A nettó beruházott összeg 0. periódusbeli nagyságát a szakirodalom ajánlása szerint a következőképpen kell meghatározni¹⁷⁷:

$$\begin{aligned} & \text{Bruttó beruházott összeg a 0. periódusban (inflációval korrigált értéken)} \\ - & \text{Gazdaságilag indokolt értékcsökkenés (inflációval korrigálva és kumulálva)} \\ = & \text{Nettó beruházott összeg (a 0. periódusban)} \end{aligned}$$

Ha az így kapott értékből végezetül levonjuk az idegen tőke piaci értékét, ezzel eljutottunk a tulajdonosi értékhez.

¹⁷⁵ MENGELE (1999) 125.o.

¹⁷⁶ CRASSETT-SCHREMPER (2001) 273.o. felhívja a figyelmet arra, hogy ha a bruttó cash-flow kiszámítása során a tényleges adófizetéssel számoltunk, akkor az adópajzsot nem szabad a tőke költségben (még egyszer) figyelembe venni.

¹⁷⁷ MENGELE (1999) 128.o.

Ehelyütt hívom fel a figyelmet arra, hogy a CFROI és a CVA értékét nem csupán a teljes vállalkozásra, hanem (stratégiai) üzleti területekre és egyes projektekre vonatkozóan is meg lehet határozni. Ennek során azonban gyakran merülnek fel sajátos, a számítás egyik vagy másik alapadatának meghatározását érintő problémák (például a saját és az idegen tőke szétosztása az egyes stratégiai üzleti területekre és/vagy projektekre, s emiatt a vizsgált egységhez kapcsolódó hozamelvárások nagyságának meghatározása).

g) Néhány megjegyzés a bemutatott CFROI-módszertan alkalmazásával kapcsolatban

Abban az esetben, ha a számítást a vállalkozás egészére kívánjuk elvégezni, dolgunkat megkönnyíti, hogy az egyes számolási műveletek jórészt a pénzügyi számvitel adataira építenek. (Kisebb vizsgálati egység választása esetén nem áll rendelkezésre hasonló adatforrás.) A bruttó beruházott összeg infláció miatti korrigálásához szükség van továbbá az aktuális piaci árak, illetve az elmúlt időszakok tényleges inflációs rátájának ismeretére, valamint a bruttósítás másik tartalmi eleme szerinti kiegészítő számításokhoz rendelkezésre kell állnia egy átfogó listának az eredménykimutatás mindazon tételeiről, amelyek a saját üzleti vagy cégérték létrehozását szolgálták vagy szolgálják (például a reklámozási tevékenység hosszú távú hatást kifejtő kiadásai, nem aktivált kutatás-fejlesztési ráfordítások stb.). A fiktív végérték meghatározása abban az esetben jelenthet problémát, ha a beruházási projektként értelmezett vállalat stratégiai élettartama hosszabb, mint a tervmérlegekkel és terv-eredménykimutatásokkal lefedett tervezési időszak.

A k , illetve k_s értékét csak úgy tudjuk kiszámítani, ha rendelkezésünkre állnak a megfelelő tőkepiaci adatok és kockázati mérőszámok.

h) Módosított CFROI

A bemutatott számítási módszertan számos gyenge pontja és hibája¹⁷⁸ arra készítette a jogtulajdonos Boston Consulting Group-ot, hogy kidolgozza a módszer módosított változatát, amelyet 1998-ban hoztak nyilvánosságra. A módosított CFROI kiszámítása már nem a belső kamatláb módszerével, hanem – egyetlen periódus adatait alapul véve – relatív jövedelmezőségi számítással történik meg. Ekkor a CFROI kiszámításához már nem egy, hanem két lépésre van szükség az alábbiak szerint (miközben a tulajdonosi érték meghatározásának további lépései megegyeznek a fent bemutatottal)¹⁷⁹:

1a. lépés:

Tartósságot biztosító cash flow = BCF – „Gazdasági értékcsökkenés”

1b. lépés:

$$\text{CFROI} = \frac{\text{Tartós cash flow} \times 100}{\text{Bruttó beruházott összeg}}$$

A korábban bemutatott bruttó cash flow-ból (BCF) levonandó ún. gazdasági értékcsökkenés „azt a pénzösszeget jelenti, amennyit a fiktív beruházási időtartam valamennyi időszakában változatlan összegben át kell utalnunk egy *megtakarításokat gyűjtő*, kamatozó *alapba* ahhoz, hogy a futamidő végén – az időközben felgyűlt kamatos kamatokkal együtt – pontosan akkora követelésünk származzon ezzel az alappal szemben, hogy abból *az időszak végén* egyetlen kifizetéssel törleszteni tudjuk a *kezdeti időpontban beruházott tőkét*”¹⁸⁰. Olyan, időben állandó értékcsökkenésről van tehát szó, amelynek kumulált végértéke megegyezik az egyetlen beruházási projektnek tekintett vállalat bruttó beruházott összegével. Mivel a gazdasági értékcsökkenés figyelembe veszi a kamatozást is, ezért értéke kisebb a hasonló peremfeltételekkel kiszámított lineáris értékcsökkenésnél. A megtermelt bruttó cash flow e feletti részét (ezt nevezi a módszertan tartósságot biztosító cash flow-nak) ki lehet venni a cégből. A kive-

¹⁷⁸ A gyengeségekről jó és bő áttekintést ad MÄNNEL (2001) 47.o. ábrája.

¹⁷⁹ CRASSET-SCHREMPER (2001) 271.o.

hető cash flow és a bruttó beruházott összeg hányadosa pedig egyfajta bruttó jövedelmezőséget számszerűsít.

3.2.3 Az Ottosson/Weissenrieder-féle cash value added (CVATM)

Ez a megközelítés a vállalatot stratégiai és nem stratégiai beruházásokból álló képződménynek tekinti, ahol a stratégiai beruházások megkülönböztető jegye az, hogy céljuk az értékteremtés, míg a nem stratégiai beruházások feladata, hogy megőrizték a stratégiai beruházások révén létrehozott értéket, azaz biztosítsák annak megmaradását a jövőben. A két beruházástípus közötti különbségtételre azonban semmilyen más szempontot nem neveznek meg a szerzők, ami miatt e módszer alkalmazása csupán nagyon szubjektív módon lehetséges¹⁸¹.

A módszertan legfontosabb kijelentése úgy fogalmazható meg, hogy a saját tőke értéke megegyezik az eddig megvalósított stratégiai beruházások összértékével, amely utóbbit a megteremtett értékek nominális összegzésével kapjuk meg (bár a nem stratégiai beruházásoknak természetesen pontosan az a feladatuk, hogy reálértéken őrizték meg a korábbi beruházások nominális értékteremtését). A stratégiai beruházások révén teremtett értéket cash flow-adatokból kiindulva határozzuk meg. Ez pontosabban megfogalmazva annyit jelent, hogy az értékteremtés nagyságát – és ezen keresztül a saját tőke értékét – az egyes stratégiai beruházások jövedelmezősége határozza meg, de a korábban megvalósított stratégiai beruházások hozamának (értsd: a vállalkozás eddigi átlagos jövedelmezőségének) semmilyen hatása nincs az értékteremtés megítélésére (és így a saját tőke értékére).

Az elmondottak alapján egy három lépésből álló számítási metodika adódik, amely kizárólag a stratégiai beruházásokat veszi figyelembe:

¹⁸⁰ MÄNNEL (2001) 49.o., kiemelések az eredetiben. Hasonlóan CRASSET-SCHREMPER (2001) 273.o.

¹⁸¹ Hasonlóan érvel a két szerző, Ottosson és Weissenrieder is: „It is crucial for management to ... decide what to treat as strategic investment ... Which investments to consider as value creating strategic

1. lépés:

$$CVA_t = OCF_t - OCFD_t$$

2. lépés:

$$\text{Össztőke értéke} = \sum_{t=1}^T \frac{CVA_t}{(1+k)^t}$$

3. lépés:

$$\text{Saját tőke értéke} = \text{Össztőke értéke} - \text{Idegen tőke piaci értéke}$$

Vegyük most sorra a számítások legfontosabb kiindulóadatait:

a) Operatív cash flow (OCF)

Először is tisztáznom kell, hogy a szerzők hogyan értelmezik a máskor és másutt is gyakran használt operatív – vagyis az üzemi, üzleti tevékenységből származó – cash flow fogalmát¹⁸². Az üzemi, üzleti tevékenységnek az értékcsökkenés, a kamatfizetési kötelezettségek és az adók figyelembevétele előtti értékét első lépésben a készpénzmozgással nem járó tételektől kell megtisztítani. A nettó forgóeszköz-állományban bekövetkezett változások figyelembevétele és a (számviteli elszámolások során) aktivált, de nem stratégiai minősülő beruházások értékének levonása¹⁸³ után jutunk el a keresett operatív cash flow-hoz. Annak érdekében, hogy ezt a mutatót összevethessük a 3.2.1.1 és 3.2.1.2 részekben bemutatott cash flow-adatokkal, bemutatom, hogy az operatív cash flow-t miként kell az üzemi, üzleti tevékenység eredményéből kiindulva meghatározni:

- Üzemi, üzleti tevékenység eredménye
- ± Elszámolt értékcsökkenés/Elszámolt értékhelyesbítés
- ± Tárgyi eszközök állományának csökkenéséből származó ráfordítások/hozamok
- ± Hosszú lejáratú céltartalék állományának növekedése/csökkenése
- ± Forgótőke állományváltozása

investments ... can not be left to accountants or auditors to decide.“ OTTOSSON-WEISSENRIEDER (1996) 2.o.

¹⁸² Ehhez OTTOSSON-WEISSENRIEDER (1996) 4.o-t veszem alapul.

¹⁸³ A nem stratégiai beruházások bekerülési értékét ugyanis a kiadás felmerülésének évében kell költségként elszámolni.

$$\begin{aligned} & \text{(pénzeszközök és rövid lejáratú banki tartozások nélkül)} \\ \pm & \text{ Nem stratégiai beruházások állományának növekedése/csökkenése a periódusban} \\ = & \text{ Operatív cash flow} \end{aligned}$$

b) Szükséges operatív cash flow (operative cash flow demand, OCFD)

Ez a mutatószám azt a pozitív cash flow-mennyiséget mutatja meg, amennyire a vállalkozásnak szüksége van ahhoz, hogy maradéktalanul meg tudjon felelni a tulajdonosok és a hitelezők által támasztott hozamelvárásnak. A többi, eddig bemutatott módszertannal szemben, ahol ezt az elvárást a tőkekölt-ség tükrözte, itt azt a pénzmennyiséget kell számításba venni, amely a tulajdo-nosok és hitelezők – adott periódusra vonatkozó – pénzköveteléseinek összeg-zésével adódik.

Az egyes periódusokban szükséges cash flow nagyságát tehát csak akkor tudjuk meghatározni, ha ismerjük az összeadandó hozamelvárásokat. Ez utóbbit stratégiai beruházásonként külön-külön kell kiszámolni, mégpedig a következő-képpen: azt az éves, állandó cash flow-nagyságot keressük, amely mellett a stra-tégiai beruházás tőkeértéke – a teljes élettartamot alapul véve – pontosan nulla¹⁸⁴. Ezt a nominális értéket azután a megfelelő (kumulált vagy tervezett kumulált) inflációval felszorozva teremtyük meg az alapot a megbízható CVATM-érték kiszámításához.

Ha kiszámoljuk az adott periódusra meghatározott OCFD-értékek összegét (tehát képezzük az összes stratégiai beruházás OCFD-adatának összegét), és azt elosztjuk a vállalkozás osztókéjével, akkor megkapjuk a vállalat tulajdonosai-nak és hitelezőinek átlagos hozamelvárását. Vagyis azt a k tőkeköltiséget, amellyel a diszkontált cash flow-n alapuló módszertanok alkalmazása esetén számolnánk.

¹⁸⁴ OTTOSSON-WEISSENRIEDER (1996) 4.o.

c) Cash Value Added (CVATM)

Az operatív cash flow és a szükséges operatív cash flow közötti különbség az ún. cash value added (CVATM), és ez fejezi ki az értékteremtés nagyságát. Ha a különbségképzés helyett a két mutatószámot elosztjuk egymással, akkor a kapott hányadosnak ugyanaz a jelentése, mint a CVATM-nek: ha a tört értéke meghaladja az egyet, akkor sor került értékteremtésre, különben pedig nem került sor rá. A kapott hányadost ugyanakkor értelmezhetjük (éves) jövedelmezőségként is¹⁸⁵. (Az értékteremtés itt bemutatott elemzését vonatkoztathatjuk a teljes vállalatra, az egyes stratégiai üzleti területekre, vagy akár a különálló (stratégiai) beruházásokra is.)

A jövőbeli értékteremtések (azaz CVATM-ek) diszkontálásával kapjuk meg az ösztőke, majd pedig a saját tőke értékét¹⁸⁶. Ottoson és Weissenrieder felhívja a figyelmet a megfelelő diszkontláb használatára – anélkül azonban, hogy ennek tartalmáról részletesebben írna. Mivel a CVATM-értékekhez ugyanakkora kockázat tapad, mint magához a teljes vállalathoz, az operatív cash flow meghatározásakor pedig nem vettük figyelembe az adózás hatásait, ezért – álláspontom szerint – ez esetben a 3.2.1.2 b)-ben ismertetett k diszkontlábát kell használni.

d) Néhány gondolat az Ottosson-Weissenrieder-féle számítási módszertan alkalmazhatóságáról

Ez a módszertan még nem eléggé kiérlelt: számos részletkérdés vár még megválaszolásra. Nagyon kritikus módszertani elem a beruházások besorolása a két említett kategóriába. Ez éppúgy a vállalatvezetők vállára szakad, mint a kiszámított CVATM-érték megfelelőségének, kielégítő voltának megítélése¹⁸⁷. Az alkalmazásnak ez a nagy szabadságfoka – véleményem szerint – egyáltalán

¹⁸⁵ OTTOSSON-WEISSENRIEDER (1996) 5.o.

¹⁸⁶ Függetlenül attól, hogy az értékteremtés mögött már futó vagy pedig a tervezési időtávon belül megindítani tervezett stratégiai beruházás áll-e.

¹⁸⁷ OTTOSSON-WEISSENRIEDER (1996) 5.o.

nem járul hozzá a tulajdonosiérték-számítással rendezni, vagy legalábbis csillapítani próbált ügynök-megbízó probléma megoldásához.

3.3 Tulajdonosi érték meghatározása eredményadatok alapján

A tulajdonosi értéket a cash flow-ból kiszámoló módszertanokkal szemben itt tudatosan és hangsúlyozottan egy – megfelelően meghatározott – eredményadatból indul ki a számítás¹⁸⁸. A korábbi alfejezetben láttuk, hogy bár a cash flow alapú számítások kezdőpontja is lehet az (üzemi, üzleti tevékenységből származó) eredmény, ez utóbbit azonban addig módosítják, ameddig a végén eljutnak az – ilyen esetben tehát közvetett úton kiszámított – cash flow-hoz.

Amikor a tulajdonosi értéket az eredményből – pontosabban a hamarosan tárgyalandó ún. gazdaságelméleti vagy gazdasági eredményből¹⁸⁹ – kiindulva vezetik le, akkor e választás mögött a következő gondolatmenet húzódik meg: bár elfogadjuk, hogy a saját tőke értékét ideális esetben a pénzáramlások alapján kell meghatározni, a cash flow-sor azonban természeténél fogva jelentősebb ingadozásokat mutat (mint az ugyanezen időszakot jellemző eredményadat-sor)¹⁹⁰. Ez a megállapítás még abban az esetben is igaz, ha feltételezzük, hogy minden periódusban sor kerül valamilyen (bővítő vagy legalább pótló) beruházásra. A cash flow-értékek alakulását ugyanis nem lehet korrelációs számítással megbízhatóan leírni. Éppen ezért kutatnak az elméleti és gyakorlati szakemberek olyan módszertan(ok) után, amely(ek) esetében az éves beszámolót és a benne szereplő, az üzletmenet múltbeli alakulását kifejező mutatószámokat (s közülük mindenekelőtt az időszaki nyereséget) megfelelő számítási alapnak

¹⁸⁸ Lásd CRASSET-SCHREMPER (2000) 814.o.

¹⁸⁹ Lásd például BÉLYÁ CZ (1993) és BÉLYÁ CZ (1994), illetve BÉLYÁ CZ (2002)

¹⁹⁰ Lásd STEINER-WALLMEIER (1999) 7.o.

tekinthetik. Az ún. Lücke-teoréma bizonyítása óta¹⁹¹ a keresgélést megalapozott várakozásokkal figyelhetjük.¹⁹²

Az ebben a fejezet részben bemutatandó módszertanhoz tartozó, kiinduló eredményértéket az éves beszámolóból vezetjük le. Nem az ott szereplő hét eredménykategória egyikének változtatások nélküli átvételéről van ugyanis szó, hiszen a pénzügyi számviteli beszámolás rendszere nem az értékteremtés lényegi gondolatának megfelelően rögzíti a megtörtént gazdasági eseményeket – mivel nem veszi figyelembe azt az alapszabályt, hogy értékteremtésről csak akkor beszélhetünk, ha a ténylegesen megtermelt hozamok felülmúlják a tulajdonosok és a hitelezők által támasztott (hozam)elvárásokat. (A helyes számítási logika példáját legfeljebb a belső, ún. vezetői számvitelben fedezhetjük fel, ahol régebb óta szokás kalkulált kamatot számolni a lekötött saját tőke után is.¹⁹³)

Amikor a tulajdonosi érték meghatározásának kiinduló értékével kapcsolatban az irodalomban nem egyszerűen eredményről, hanem gazdasági vagy gazdaságelméleti eredményről beszélnek, ezzel felhívják a figyelmet a külső és belső számviteli eredményfogalom eltérő tartalmára. A belső számvitelben csak akkor mutatunk ki nyereséget, ha a hitelezők és a tulajdonosok elvárásainak kielégítését követően még mindig többlet(hozam) marad a vállalkozásban. A gazdasági eredmény fogalmának ilyen meghatározása elvi síkon kifogástalan, a tulajdonosi érték nagyságának kiszámítása kapcsán azonban csupán a helyes irányba tett első lépésnek tekinthető, amelyet továbbiaknak kell követniük, amint azt a módszertan bemutatása kapcsán a következőkben látni fogjuk.

¹⁹¹ Erről bővebben lásd LÜCKE (1955)

¹⁹² Ezzel a megállapítással nem mindenki ért egyet. Példaként lásd SCHNEIDER (2001) 2510.o., aki több indokot is felsorakoztat bizonyítandó, hogy a pénzáramlási adatsort nem (mindig) helyettesíthetjük számviteli eredményadatokkal. Ezek közül csak egyet emelek ki: a kalkulált költségek figyelembe vételét a (vezetői számviteli) eredmény meghatározása során.

¹⁹³ Lásd STEINER-WALLMEIER (1999) 7.o.

3.3.1 Gazdasági hozzáadott érték (economic value added, EVATM) és Piaci hozzáadott érték (market value added, MVA)

A bemutatandó módszertan a kijelölt számításokat a mérleg és az eredménykimutatás adataira támaszkodva végzi el. Az első lépésben néhány korrekció elvégzésével az adott periódus értékteremtését, az ún. gazdasági hozzáadott értéket (EVA) határozza meg. Azután az EVA-t örökjáradéknak tekintve kiszámolja az ún. piaci hozzáadott értéket (MVA), amely nem más, mint a vállalkozás piaci és könyv szerinti értékének különbsége. Miután ehhez hozzászámítja az alaptevékenységben lekötött tőkét, valamint a nem az üzemi, üzleti tevékenységet szolgáló eszközállomány értékét, majd pedig levonja az idegen tőke piaci értékét, végeredményként megadja a tulajdonosi értéket. A szakirodalomban szokásos rövidítéseket átvéve a számítás képleteit a következőképpen írhatjuk le:

1. lépés:

$$\text{Adott időszak értékteremtése (EVA)} = \text{NOPAT} - (\text{IK} \times k_s)$$

2. lépés:

$$\text{Vállalat által teremtett összes érték (MVA)} = \frac{\text{EVA}}{k_s}$$

3. lépés:

Saját tőke értéke =

$$\text{MVA} + \text{IK} + \text{Nem üzemi, üzleti célú eszközök} - \text{Idegen tőke piaci értéke}$$

A számítás egyes kifejezéseinek tartalma a következő:

a) Alaptevékenységben lekötött tőke (IK)

Az (egyres évekre vonatkozó) értékteremtés számszerűsítéséhez szükséges mutatók: a NOPAT és az alaptevékenységben lekötött tőke tartalma szoros kapcsolatban áll egymással. Érdemes elsőként ez utóbbinak a tartalmával megismerkedni. Azt a tőkemennyiséget keressük, amelyik a periódus elején a vállalat

alaptevékenységének célját szolgáló eszközökben volt lekötve, a teljes időszak alatt ott „dolgozott”, és ezért megfelelő ellenszolgáltatásra tarthat számot¹⁹⁴. Az ellenszolgáltatás megjelenhet kamatfizetés formájában (az idegen tőke esetében) vagy a kockázattól függő hozamfizetés alakjában (a saját tőke esetében). A keresett tőkemennyiség azonban nem azonos az (esetleg az aktív időbeli elhatárolással korrigált) mérlegfőösszeggel, hanem csupán az alaptevékenységhez szükséges tőkét jelenti¹⁹⁵.

A mérlegfőösszeg és az alaptevékenységben lekötött tőke közötti első eltérés abban rejlik, hogy ez utóbbi nem tartalmazza az idegen tőke nem kamatozó elemeit. (Vagyis a közvetett úton történő meghatározáskor ezeket le kell vonni a vállalat könyv szerinti értékéből). Ugyanez vonatkozik a beruházásokra, mert feltételezhetjük, hogy az ezen a mérlegsoron kimutatott eszközök (elkészülésük pillanatáig) még nem szolgálják az értékteremtést. A piaci forgalmasban résztvevő értékpapír-állomány értékét szintén le kell vonni, mert az nem az alaptevékenységet szolgálja, ahhoz nem szükségszerűen tartozik hozzá. Emellett a mérlegben szereplő vagyont számos tétellel kell még megnövelni. Ezek egy részének hátterében az áll, hogy az éves beszámoló összeállításakor a számvitelben számos olyan, eredménycsökkentő tételt számoltak el (önként vagy jogszabályi kötelezettség okán), amelyek mögött nem áll az alaptevékenységben lekötött tőke állományának csökkenése: például a vásárolt üzleti vagy cégértékből elszámolt értékcsökkenés (mert feltételezhetjük, hogy a megvásárolt vállalkozás nem veszíti el a vásárláskor megvont értékét); a követelések után elszámolt értékhelyesbítés; inflációs időkben a készletállomány értékének kimutatott változásából az a rész, amelyért a választott készletértékelési módszer a „felelős” (vagyis tételezzük fel, hogy a cég év végén a készleteket a LIFO-módszer szerint értékeli, ezért azok kimutatott értéke nagyon alacsony lesz; ezt a mérleg szerinti értéket annyival kell megnövelnünk, hogy ugyanak-

¹⁹⁴ BÖCKING-NOWAK (1999) 284.o. javaslata szerint a lekötött tőke átlagállományával kell számolni abban az esetben, ha az a vizsgált időszakon belül erősen ingadozik. Az erős ingadozás határát – a módszertan megalkotóira hivatkozva – 20 százalékban jelöli meg.

¹⁹⁵ BÖCKING-NOWAK (1999) 284.o.

kora készletértéket kapjunk, mint amekkorát a FIFO-módszer alkalmazása esetén kaptunk volna). A lekötött tőke nagyságát bővítő tételek másik része olyan, a pénzügyi számvitelben az adott esztendőben költségként vagy ráfordításként elszámolt tételek tőkésítéséből adódik, amely tételek a vállalat-gazdaságtan szemszögéből tekintve (és pénzügyi számvitelbeli kezelésükkel ellentétben) valójában a tartós értékteremtést szolgálják: például kutatási és fejlesztési kiadások; piaci megjelenés és márkanev-létrehozás költségei; kifizetett bérleti díjak és lízingrészletek¹⁹⁶. A leírtakból következően az alaptevékenységben lekötött tőke meghatározásának sémája az alábbi¹⁹⁷:

	Befektetett és forgóeszközök könyv szerinti értéke
–	Nem kamatozó (rövid lejáratú) kötelezettségek
–	Forgóeszközként kimutatott értékpapírok
–	Beruházások állománya
±	A készletek LIFO- és FIFO-értékelése közötti különbség
+	Követelések után elszámolt értékhelyesbítés
+	Vásárolt üzleti vagy cégérték utáni kumulált értékcsökkenés
+	Bérleti és lízingdíjak tőkésített értéke ¹⁹⁸
+	Kutatási és fejlesztési kiadások tőkésített értéke
+	<u>Piaci megjelenés költségeinek tőkésített értéke</u>
=	Alaptevékenységben lekötött tőke

b) Üzemi, üzleti tevékenység adózott eredménye (net operating profit after taxes, NOPAT)

A gazdasági hozzáadott érték meghatározásához szükséges eredményadatot szintén nem tudjuk változtatás nélkül kiolvasni az éves beszámolóból, annak eredménykimutatásából, mert a bemutatandó számítási metodika olyan eredményből indul ki, amely a fizetendő adókat nem tartalmazza¹⁹⁹ (azokat tehát levontuk), az idegen tőke utáni kamatokat viszont igen (vagyis ezeket nem vontuk le). Az ebből adódó utólagos kiigazítás mellett szükség van továbbá arra is, hogy tükörképszerűen figyelembe vegyük az alaptevékenységben lekötött tőke

¹⁹⁶ Ez utóbbi esetben azért kerülhet sor a lízing- és bérleti díjak aktiválására, mert a lízing- és bérleti szerződés megkötése – gazdasági értelemben – ugyanazzal a hatással jár, mint a vagyontárgy azonnali megvásárlása és az ennek érdekében történő hitelfelvétel együttesen. CRASSET-SCHREMPER (2000) 814.o.

¹⁹⁷ SCHMIEDBAUER (1999) 368.o., saját kiegészítésekkel.

¹⁹⁸ Az idegen tőke (adózás előtti) költségével diszkontálva, lásd FISCHER (2001) 169.o.

maghatározásakor elszámolt korrekciós tételeket. A számítást a szakirodalom ajánlása szerint a szokásos vállalkozási eredményből kiindulva kell elvégezni.

Először is módosítanunk kell a könyvvitelben kimutatott költségadatokat: hozzá kell adnunk (le kell vonnunk) a követelések után elszámolt értékhelyesbítések állományának növekedését (csökkenését); hozzá kell számolnunk a vásárolt üzleti vagy cégérték utáni értékcsökkenést; a LIFO-módszerrel értékelt anyagfelhasználást csökkenteni kell a LIFO- és FIFO-értékelésből adódó anyagköltségek különbségével. Másodszor az alaptevékenységben lekötött tőke meghatározása során aktivált költségek és ráfordítások szintén módosítják a számviteli eredményt: ez utóbbihoz hozzá kell adnunk a periódusban elszámolt kutatási és fejlesztési kiadásokat, majd pedig értékcsökkenést kell elszámolnunk a korábbi években – az EVA-számítás kapcsán – „tőkésített” K+F-kiadásoknak²⁰⁰ a periódus elején meglévő összértéke után. Ugyanez érvényes a piaci megjelenés költségeire és a lízingdíjakra is, bár ez utóbbiak esetében – értékcsökkenésként – a tárgyévi lízingdíjban szereplő, nem kamatjellegű rész kell a NOPAT-számítás során levonni (vagy másik megoldásként választhatjuk azt az utat is, hogy a tőkésítés és a későbbi felolvasztás helyett minden esztendőben megnöveljük a NOPAT-ot a tárgyévi lízingdíjakban megfizetett kamat összegével²⁰¹).

Végezetül még hozzá kell adni a nettó kamateredményt (amely értelemszerűen magában foglalja az idegen tőke utáni kamatok figyelembevételét), és le kell vonni az effektív adófizetési terhet. Mindezek alapján az üzemi, üzleti tevékenység adózott eredményét a következőképpen számolhatjuk ki²⁰²:

¹⁹⁹ Az adófizetési kötelezettség levonásakor abból a feltételezésből indul ki a módszertan, hogy a vállalkozást kizárólag saját tőkével finanszírozzák. Emiatt nem veszi figyelembe az adópajzsot. BÖCKING-NOWAK (1999) 283.o. és SCHNEIDER (2001) 2509.o.

²⁰⁰ Az itt említett kutatási és fejlesztési kiadásoknak a tőkésítésére tehát nem az éves beszámolóban, nem a pénzügyi számvitelben került sor, hanem a korábbi években elvégzett EVA-számításokhoz kötődő, akkor az alaptevékenységben lekötött tőke nagyságát növelő tételekről van szó.

²⁰¹ Ebből is világosan látható, hogy e korrekció célja nem más, mint két, egymást helyettesítő pénzbevonási csatorna: a hitelből és a lízinggel való finanszírozás egyforma számbavételének és kezelésének biztosítása. SCHMIEDBAUER (1999) 368.o.

²⁰² SCHMIEDBAUER (1999) 368.o.

- Szokásos vállalkozói eredmény
- ± Követelések után elszámolt értékhelyesbítések állományának növekedése/csökkenése
 - ± A LIFO- és FIFO-módszerrel számolt készletértékek különbözetének növekedése/csökkenése az adott periódusban
 - + Vásárolt üzleti és cégérték után elszámolt értékcsökkenés
 - ± Tőkésített kutatási és fejlesztési kiadások jelenértékének növekedése/csökkenése
 - Tőkésített kutatási-fejlesztési kiadások utáni értékcsökkenés
 - ± Céltartalékok állományának növekedése/csökkenése
 - + Piaci megjelenést előkészítő költségek tőkésített értéke
 - Piaci megjelenést előkészítő költségek tőkésített értéke utáni amortizáció
 - + Kifizetett lízingdíj kamattartalma
 - + Nettó kamatpozíció
 - Effektív adóteher²⁰³
 - = Üzemi, üzleti tevékenység adózott eredménye (NOPAT, tehát kamatfizetés előtt)

A leírt számítási séma mutatja, hogy a korrigálások a cash flow meghatározásának irányába mutatnak, az odáig elvezető utat azonban nem járják végig. Hiszen nem foglalkoznak az eredményszámítás során levont, de pénzáramlással nem járó tétellel: az értékcsökkenéssel (az továbbra is levonva marad), s nem veszik figyelembe a beruházásokat sem. Sőt, további értékcsökkenés-tételeket számolnak el (az eredménykimutatásban költségként vagy ráfordításként szereplő, de az EVA-számítás keretében korábban tőkésített vagyonelemek után).

c) Tőkeköltség (k_s)

Érdemes továbbá felfigyelni arra is, hogy a NOPAT az osztóke által megtermelt hozamot fejezi ki, miközben eltekint az idegen tőkével való finanszírozás előnyös adózási megítélésének számbavételétől. Emiatt az EVA meghatározásakor olyan átlagos tőkeköltséget kell használni, amely figyelembe veszi az adózás hatásait (az ún. adópajzsot) is²⁰⁴. Erre a célra a szakirodalom általában a 3.2.1.1 b) pontban leírt k_s tőkeköltséget tartja alkalmasnak.²⁰⁵

²⁰³ SCHNEIDER (2001) 2512.o. felhívja a figyelmet arra, hogy itt nem a névleges társasági és helyi ipar-üzési adóterhet kell számba venni, hanem az ún. gazdasági – vagyis az (adóalapot, adómértéket vagy számított adót érintő) kedvezményeket is tartalmazó – adóterhelést. Mindezt abból a feltételezésből kiindulva, hogy a vállalatot kizárólag saját tőkével finanszírozzák – vagyis az idegen tőke utáni kamat és a fizetett lízingdíj adóalap-csökkentő hatásának figyelembe vétele nélkül. CRASSET-SCHREMPER (2000) 815.o.

²⁰⁴ BÖCKING-NOWAK (1999) 283.o. és KELLER-PLACK (2001) 349.o.

²⁰⁵ A k_s tőkeköltséggel való számítás alapos kritikáját lásd SCHNEIDER (2001) 2513.o. k.

d) Gazdasági hozzáadott érték (EVA)

A gazdasági hozzáadott érték kiszámítására alapozó módszertan nem kisebb célt tűzött ki maga elé, mint hogy a pénzügyi számvitel adataiból kiindulva meghatározza a gazdaságelméleti szempontból ideális ún. gazdasági eredmény nagyságát. Mivel azonban a számítás alapjául a könyvvitel adatai szolgálnak, és ezek sem a teljesítményt, sem annak értékét nem tudják reálisan bemutatni²⁰⁶, különböző korrekciókra van szükség annak érdekében, hogy gazdasági értelemben helyes adatokhoz (alaptevékenységben lekötött tőkéhez és NOPAT-hoz) jussunk. A pénzügyi számvitel adatait gazdaságelméletileg helyes értékekké alakító, kiegészítő számítások sokszínűségét a lehetséges korrekciók egyfajta osztályozásának segítségével érzékeltetem az alábbiakban²⁰⁷.

Az ún. operatív konverzió során külön-külön megvizsgáljuk a mérleg és az eredménykimutatás egyes sorait, és azt nézzük, hogy azok az üzemi, üzleti tevékenységhez kapcsolódnak-e. Ha nem egyértelmű a besorolás (ez elvileg csak az alaptevékenységben lekötött tőkével kapcsolatban fordulhat elő), akkor segítségül hívhatjuk az egyes területek részletes beszámolóit. A következő lépés az ún. forráskonverzió, amely az „alaptevékenységhez felhasznált források maradéktalan számbavételét”²⁰⁸ szolgálja. Erre legfontosabb példaként a vállalat lízing²⁰⁹- és bérleti szerződéskötéseinek tőkésítését (majd pedig a tőkésített összeg későbbi években történő amortizálását) említi a szakirodalom. A következő, ún. adókonverzióra egyfelől a látens adók miatt, másfelől pedig azért van szükség, mert az adópajzsot a számítás során a tőkeköltségben vesszük figyelembe²¹⁰. Annak érdekében, hogy az idegen tőkéből való finanszírozás előnyös hatása csak egyszer szerepeljen a kalkulációban, az üzemi, üzleti tevékenység adózott eredményét oly módon kell meghatározni, mintha a vállalakozást

²⁰⁶ BÖCKING-NOWAK (1999) 285.o.

²⁰⁷ Itt BÖCKING-NOWAK (1999) 286.o. k. Hostettler munkáját idézi (ez utóbbi bibliográfiai adatait lásd BÖCKING-NOWAK-nál)

²⁰⁸ BÖCKING-NOWAK (1999) 287.o.

²⁰⁹ Csak az operatív lízingről szóló szerződések esetében.

²¹⁰ KELLER-PLACK (2001) 348.o.

kizárólag saját tőkéből finanszíroznák²¹¹. Ez utóbbi fikció számszerűsítésére is ebben a korrekciós lépésben kerül sor. Végezetül következik még az ún. shareholder konverziók tarka csokra. Ezen utolsó korrekció feladata, hogy a (pénzügyi) számvitel óvatosságát a tulajdonosok kockázatvállalóbb attitűdje szerint korigálja. Ilyen lépés például a kutatási és fejlesztési kiadások tőkésítése, a dolgozók képzésére és a piaci megjelenés előkészítésére szolgáló ráfordítások tőkésítése. Továbbá a figyelembe vett vagyonelemek²¹² felértékelése oly módon, hogy a számításba a piaci értékek kerüljenek be.²¹³

A különböző vállalatoknál elvégzendő korrekciók listája eltérhet amiatt, hogy az elméletileg lehetséges kiegészítő számítások közül csak azokat kell ténylegesen elvégezni, amelyek teljesítik a lényegesség, a megfoghatóság, az érthetőség, a vállalatirányításban való használhatóság és a kommunikálhatóság ismérveit²¹⁴. (Ha ezután még mindig túl sok korrekciós igény maradna fenn, akkor ezeket újra meg kell szűrni a lényegesség legelőször említett szempontja szerint.) A leírt szűrést mindig az adott vállalkozás sajátosságait szem előtt tartva kell megtenni, ezért rendszerint vállalatonként eltérő eredményeket kapunk.

A kiegészítő számítások eredményét tekintve másképp is kategorizálhatjuk a lehetséges/szükséges konverziókat²¹⁵. Konverzió nélkül az éves beszámoló változatlanul hagyott adataiból kiindulva végeznénk el az EVA kiszámítását. Az így kapott értéket basic EVÁ-nak nevezi a szakirodalom. Az alapvető korrekciók elvégzését követően (ezek számát Böcking-Nowak tizenkettőre becsüli, legfontosabb példáit pedig már bemutattam az alaptevékenységben lekötött tőke és a NOPAT kiszámítása kapcsán) kapjuk meg a disclosed EVÁ-t. Ez az érték tehát már tartalmazza az összes nyilvánosan hozzáférhető (kiegési-

²¹¹ Lásd még SCHNEIDER (2001) 2509.o.

²¹² Itt nem csupán a készletekről van szó, amelyek esetében a FIFO- és LIFO-értékelés közötti eltéréssel meg kell növelni a (valójában a korábbi árak használata miatt túlzottan alacsonyan szereplő) mérleg szerinti értéket. Hanem ugyanezt az értékkiigazítást el kell végezni a piacon forgó valamennyi vagyontárgy esetében is.

²¹³ A magyar számviteli szabályozás szerinti éves beszámolóhoz kapcsolódó konverziókról lásd ÓNODI (2005)

²¹⁴ BÖCKING-NOWAK (1999) 285.o.

²¹⁵ Lásd BÖCKING-NOWAK (1999) 285.o. és uo. a 3. ábrát.

tő) információt, és ezzel mintegy 50 százalékban leképezi az MVA alakulását befolyásoló tényezőket. Ha az eddigiekhez hozzávesszük még azokat a konverziókat, amelyekre a működés belső keretfeltételeinek: a szervezeti struktúrának, az üzletági stratégiáknak és a követett számviteli politikának az ismeretében kerülhet sor, megkapjuk a tailored EVÁ-t. Ez a mutatószám (a vállalkozás jellemzőinek megfelelően) már 60-85 százalékban tartalmazza a tulajdonosi értéket meghatározó tényezők hatását. Ha nem sajnáljuk a világ összes kincsét sem, akkor elvileg lehetőség van arra is, hogy a vállalatvezetés teljes tudását megfelelő konverziókká alakítsuk át²¹⁶. Ez jelentené a true EVÁ-t, melynek meghatározása azonban soha nem lehet racionális választás: a pótlólagos adatszükséglet egyre bonyolultabb megszerzésével az új információk csökkenő határhaszna áll szemben.²¹⁷

A gazdasági hozzáadott érték nagyságát olyan gyakran számolhatjuk ki, amilyen gyakran számviteli beszámoló készül. Ez rendszerint az üzleti évet jelenti, ezért utaltam a fentiekben gyakran az éves beszámolóra. De az éves beszámoló használatához még egy hallgatólagos feltételezés tartozik: a vállalat egészének EVÁ-jára vagyunk kíváncsiak (s nem az egyes stratégiai üzleti területek vagy egyedi beruházások megfelelő értékére). Ha azonban a pénzügyi számvitel rendszere eléggé részletes megbontást használ, és a kiegészítő információk is megfelelő bontásban állnak rendelkezésre, akkor a számítási módszertant más vizsgálati egység értékteremtésének mérésére is felhasználhatjuk. Ez azonban inkább a kivételes esetet jelenti, ezért a továbbiakban kizárólag az összvállalat mint differenciálatlan egység egész évre számított gazdasági hozzáadott értékét vizsgáljuk csupán.

²¹⁶ Ez a módszertan megalkotói szerint 164 konverzió megtételét jelenti. KELLER-PLACK (2001) 348.o.

²¹⁷ DORGAI (2001) a négyféle EVA elnevezését a következőképpen magyarázza: alap EVA, közzétett EVA, testre szabott EVA és valódi EVA. Némileg más elnevezést használ BECKER-TURNER-VARSÁNYI-VIRÁG (2005) 127.o. k.

e) Piaci hozzáadott érték (MVA)

Az EVA tehát megmutatja, hogy a vizsgált esztendőben mennyi új érték keletkezett. Az összes megelőző év értékteremtésének összegét pedig az alaptevékenységben – a periódus elején – lekötött tőke fejezi ki, feltéve, hogy időközben nem vonták ki azt a tulajdonosok. A lekötött tőke nagysága azonban egyáltalán nem befolyásolja a piaci hozzáadott érték kiszámítását! Az MVA, amely nem más, mint a vállalkozás piaci és könyv szerinti értékének különbsége²¹⁸, ugyanis egy jövőorientált mutatószám, meghatározásához pedig az összes jövőbeli EVÁ-t kell diszkontálni. A jövőbeli időszakok gazdasági hozzáadott értékét meghatározhatnánk például a tervmérlegek és terv-eredményki-mutatások (valamint a korrekciókhoz szükséges pótlólagos információk) ismeretében. Ekkor a diszkontáláshoz a korábban már ismertetett k_s tőkeköltséget kell segítségül hívni.

A vállalatok korlátozott tervezési előrelátása, valamint az éves beszámoló előre jelzett adatainak (időben egyre növekvő) bizonytalansága azonban más számítási metodika meghonosodásához vezetett (lásd a módszertan leírásának elején bemutatott 2. képletet). Ezen az úton biztosan nem jutunk pontos és megbízható eredményre, de a számítás egyszerű kivitelezhetősége indokolhatja a felvállalt (az alábbiakban bemutatandó) leegyszerűsítést²¹⁹.

A 2. számítási lépés képlete egyetlen (mégpedig a legutolsó) gazdasági év EVÁ-jából indul ki. Ezt az éves gazdasági hozzáadott értéket vetíti ki a jövőbe, s az így előálló, konstans értékteremtés-idősort – a k_s tőkeköltséggel – diszkontálva határozza meg a vállalkozás piaci hozzáadott értékét. A jövőre vonatkozóan előre jelzett értékteremtések (mint örökjáradék) jelenértéke adja meg, hogy a számítás időpontjában a vállalkozás piaci értéke mennyivel haladja meg annak könyv szerinti értékét²²⁰.

²¹⁸ BÖCKING-NOWAK (1999) 288.o.

²¹⁹ SZÉKELY (2000) 11.o.

²²⁰ STEWART (1991) 741.o.

Miután a bemutatott módon számszerűsítettük a piaci hozzá adott értéket, a számolás utolsó lépésében a következőképpen határozhatjuk meg a tulajdonosi érték nagyságát: összeadjuk az alaptevékenységben lekötött tőkét és a piaci hozzáadott értéket (vagyis az összes jövőbeli értékteremtés diszkontált értékét), ami megadja az alaptevékenységet szolgáló vagyონrész piaci értékét. Ehhez hozzáadjuk a nem az üzemi, üzleti tevékenységet szolgáló vagyonelemeket (piaci értéken számolva), majd pedig levonjuk az idegen tőke piaci értékét. Ezzel eljutottunk a tulajdonosok által rendelkezésre bocsátott saját tőke meghatározni kívánt, piaci értékéhez.

Mivel a gazdasági hozzáadott érték nagyságát minden évben – a mindenkori legfrissebb éves beszámoló adatai alapján – újra meg kell határozni, ezért a piaci hozzáadott érték is évről-évre változni fog. A 2. képlet is kifejezi az egyes évek EVÁ-ja és a vállalati MVA közötti egyértelmű kapcsolatot – holott ez a feltételezett összefüggés így nem elfogadható²²¹! A kapcsolat ugyanis kizárólag a piaci hozzáadott érték és az *összes* jövőbeli (ténylegesen megtermelt) gazdasági hozzáadott értékből álló sorozat között áll fenn²²²!

A Richter-Honold szerzőpáros javaslata szerint az alaptevékenységben lekötött tőkét nem könyv szerinti, hanem piaci értéken kellene figyelembe venni. A piaci értékre való átszámolás különböző multiplikátorok²²³ segítségével történhetne meg. E követelmény logikus következménye, hogy (a 2. számítási lépésben) a könyv szerinti értékek figyelembevételével meghatározott piaci hozzáadott értéket a szerzők nem fogadják el a vállalati eredmény (összérték) helyes mércéjéül. A pontos eredmények meghatározása érdekében a számítást ki kellene egészíteni a saját üzleti vagy cégértékkel, melynek nagysága tehát

²²¹ Léteznek olyan, különleges esetek, amikor a sajátos feltételrendszerből levezethető a legutolsó évi értékteremtés (EVA) nagysága és a piaci hozzáadott érték (MVA) előjele (de nem a nagysága!) közötti összefüggés. Néhány példát bemutat RICHTER-HONOLD (2000) 269.o. k.

²²² RICHTER-HONOLD (2000) 265.o., kiemelés az eredetiben. A szerzőpáros számpéldán keresztül igazolja, hogy az értékcsökkenési mód változásával változik az egyes időszakok EVÁ-ja (és természetesen az ennek alapján, az örökjáradék képletével számolt MVA is), miközben a teljes EVA-sor diszkontálásával kapott MVA-érték valójában állandó marad! RICHTER-HONOLD (2000) 267.o.

²²³ Ezek alapja lehetne az árbevétel, illetve valamely eredménymutató vagy a cash flow.

megegyezne az alaptevékenységben lekötött tőke piaci és könyv szerinti értékének különbözetével. Ez az üzleti vagy cégérték szintén le van kötve a vállalatban, ezért utána megfelelő hozamelvárást kell előírni, mely utóbbinak nagyságával pedig csökkenteni kell az üzemi, üzleti tevékenység adózott eredményét (a NOPAT-ot).

Ezzel nagyon közel értünk célkitűzésünkhöz. Az EVA és MVA közötti összefüggés ugyanis újra felírhatóvá válik, ha a számítás során figyelembe vesszük a várakozásokban bekövetkezett változásokat²²⁴. Mivel azonban az EVA-számítás gyakorlati megvalósításai rendszerint a könyv szerinti adatokkal (vagyis túl alacsony tőkelekötéssel) számolnak, fontosnak tartom leszögezni, hogy a pozitív gazdasági hozzáadott érték egyáltalán nem biztos, hogy valóban pozitív gazdaságelméleti eredményről (azaz értékteremtésről) tanúskodik.

f) Néhány gondolat az EVA-számítási módszertan alkalmazhatóságáról

A bemutatott számítási módszertan legfontosabb vonásait – Böcking-Nowak jellemzését átvéve²²⁵ – a következőképpen írhatjuk le:

- az üzemi, üzleti tevékenységre fókuszál,
- valamennyi finanszírozási forrást bevonva számítja ki a tőkét átadók hozam-
elvárását,
- egyszerű és a gyakorlatban könnyen alkalmazható, továbbá
- egyetlen mutatószámba összegzi a beruházási, finanszírozási és működési
döntéseket (amelyek sorrendben az EVA-képlet következő elemeit befolyá-
solják: alaptevékenységben lekötött tőke; tőkeköltség; üzemi, üzleti tevé-
kenység adózott eredménye²²⁶).

²²⁴ RICHTER-HONOLD (2000) 273.o. és ugyanebben az értelemben FISCHER (2001) 170.o.

²²⁵ BÖCKING-NOWAK (1999) 282.o.

²²⁶ CRASSELT-SCHREMPER (2000) 813.o.

Mivel az EVA-módszertanban szereplő mutatószámok a könyvvitelben szereplő értékekhez igazodnak, ezért – a cash flow alapú számítási módszerekhez képest – sokkal könnyebb kezelni őket, de egyben kevésbé vonzóak is, hiszen tudatosan elfordulnak a közgazdaságtan egyetlen helyes érték kifejezőjétől, a pénzáramlástól²²⁷.

Előfordulhat, hogy az egyetlen periódusra kiszámított gazdasági hozzáadott értékből és a teljes hátralévő időtartamra vonatkozó piaci hozzáadott értékből eltérő következtetések adódnak. A jelenleg növekedésének kezdetén levő termék (vagy üzletág, vagy vállalat) ugyanis lehet negatív EVÁ-jú úgy, hogy hosszú távon összességében pozitív MVA tartozik hozzá²²⁸. Ebből következik, hogy növekedési szakaszban lévő termék (üzletág, vállalat) értékteremtése nem ítéltető meg helyesen az egyetlen periódus EVÁ-jára építő számítással.

3.4 Értékorientált mutatószámok kiszámításához szükséges információk

Az előző fejezet végén már utaltam arra, hogy az itt bemutatott értékorientált mutatószámok kulcsszerepet játszanak az értékorientált vállalatirányítás mind a négy tartalmi elemében. Így meg kell jelenniük az értékorientált kiegészítő beszámolásban, részt kell kapniuk a stratégiai alternatívák közötti választásban és az operatív döntések meghozatalában, továbbá – részben vagy egészben – hozzájuk kötődik a javadalmazás változó, teljesítményarányos része. Ezek közül empirikus kutatásom kizárólag az értékorientált kiegészítő beszámolással foglalkozik.

Az ebben a fejezetben eddig leírtak összefoglalásaképpen és egyben az empirikus kutatás megalapozásaként azt tartom fontosnak még egyszer áttekin-

²²⁷ Ebből SCHNEIDER (2001) 2514.o. azt a következtetést vonja le, hogy az EVA-mutató a konszernirányítás számára elvileg sem alkalmas. BÖCKING-NOWAK (1999) 288.o. ezzel szemben úgy fogalmaz, hogy mivel a tailored EVA még mindig csupán 60-85 százalékban közelíti az elméletileg helyes értéket, ezért a benne maradó könyvviteli torzítások miatt inkább a diszkontált cash-flow-k módszertanát érdemes teljesítményértékelés céljára felhasználni.

²²⁸ RICHTER-HONOLD (2000) 270.o.

teni, hogy a belső, vezetői számvitelért felelős controllingnak milyen többlet-információkat kell szolgáltatnia annak érdekében, hogy a tulajdonosi értéket kifejező mutatók kiszámíthatóak legyenek. Az eddig leírtakból kiderül, hogy bármelyik értékorientált mutatószámot választjuk is, annak meghatározásához szükség van (pénzügyi) számviteli adatokra. Ezek forrása a társaságok által kötelezően nyilvánosságra hozandó éves beszámoló és az ezt alátámasztó analitikák. Az is világossá vált azonban, hogy egyetlen mutató esetében sem elégséges kizárólag az éves beszámoló adattartalma: szükség van olyan kiegészítő információkra, melyekkel csak a belső számvitel tud szolgálni. A következőkben tehát felsorolom, hogy a különböző értékorientált mutatók milyen adatszolgáltatási igényt támasztanak a controllinggal szemben. Fontosnak tartom még egyszer tisztázni, hogy bár a következőkben felsorolt információkat a döntéshozók felé a controllingnak kell tudnia rendelkezésre bocsátani, az egyes értékek kiszámítása azonban mégsem (feltétlenül) az ő feladata. Például a LIFO- és FIFO-értékelés különbségét a számvitel, a súlyozott átlagos tőke költséget a pénzügyi vagy treasury részleg határozza meg (esetleg a controllinggal közösen) stb. A controlling feladata és felelőssége abban áll, hogy előállíttassa, kiszámoltassa ezeket az értékeket, majd pedig a kapott értékeket továbbítsa – jelen esetben az értékorientált mutatók címzettjei felé.

A diszkontált cash flow-n alapuló mutatószámok értékének meghatározásához minden esetben szükség van a jövőbeli cash flow-kra: vagy ezek értékét, vagy pedig – indirekt cash flow-számítási módot feltételezve – a jövőbeli periódusokra tervezett éves beszámolókat kell a controllingnak rendelkezésre bocsátania²²⁹. A számoláshoz emellett szükség van a (súlyozott átlagos) tőke költség ismeretére – mégpedig a jövőbeli periódusokra vonatkozó értékekre, melyek megtervez(tet)ése szintén a controlling feladata. Ugyanígy ismertetnie kell a tervezési időhorizont választott hosszát, valamint a maradványérték-számításkor követett módszertant (és/vagy a figyelembe vett maradványérték

²²⁹ Pontosabban az éves beszámoló adatai közül legalább a 3.2.1.1 a) pontban vagy a 3.2.1.2 a) pontban vagy a 3.2.1.4 a) pontban szereplő, tervezett értékeket kell megadnia.

nagyságát). Mindezek alapján lehetőség van a szabad cash flow, a totál cash flow vagy a tulajdonosok rendelkezésére álló pénzáramlás meghatározására, s végül (a választott módszertan-változat alapján) a keresett tulajdonosi érték kiszámítására.

A CVA-mutató kiszámítása más jellegű (ráadásul nemcsak a jövőre vonatkozó) többletinformációk nyújtását követeli meg a controllingtól. A mutató hagyományos felfogás szerinti számításakor a számítási időtáv hosszán és a súlyozott átlagos tőkeköltségen kívül még az alábbi adatokat kell a belső számvitelnek (a controllingnak) megadnia:

– a bruttó beruházott összeg kiszámításához:

- amortizálható immateriális javak és tárgyi eszközök eddig elszámolt, kumulált értékcsökkenése,
- amortizálható befektetett eszközök valamikori bekerülési értékének és jelenlegi, piaci értékének különbsége (vagy újrabeszerzési érték hiányában legalább az időközben eltelt időszakok inflációjának mértéke),
- jövőben fizetendő bérleti és lízingdíjak (tőkésített értéke),
- saját előállítású, de – a számvitel szabályai vagy a vállalat választása miatt – nem aktivált, hosszú lejáratú eszközök (mindenekelőtt az originális üzleti vagy cégérték, továbbá az alapítás-átstruktúrázás, fejlesztés, képzés, piacszerzés, márkacépités és hasonló költségei);

– a bruttó cash flow meghatározásához:

- adott időszakban kifizetett és egyben ráfordításként elszámolt bérleti és lízingdíjak (ha gyűjtésük nem külön eredménysonron történt),
- tényleges anyagfelhasználás LIFO- és FIFO-értékelése közötti eltérés,

- nettó likviditási pozícióból adódó inflációs nyereség vagy veszteség nagysága;

– a fiktív végérték számszerűsítéséhez:

- a nem amortizálható befektetett eszközök és a forgóeszköz-állomány (jövőbeli) értéke a tervezési periódus végén, azaz a T . időpontban;

– aktuális időszak értékteremtés (CVA) kiszámításához:

- a bruttó beruházott összeg gazdaságilag indokolt (kumulált és inflációval korrigált) értékcsökkenése.

Ha pedig a módosított CFRoI-val számolunk, akkor a fentiek mellett meg kell még adni az ún. gazdasági értékcsökkenés nagyságát is (ez utóbbi leírását lásd a 3.2.2 h) pontban).

Végezetül a tulajdonosi értéket kifejező harmadik mutatószám, az EVA meghatározása a súlyozott átlagos tőke költség mellett az alábbi többletinformációk szolgáltatását várja el a controllingtól:

– az alaptevékenységben lekötött tőke számszerűsítéséhez:

- a készletek LIFO- és FIFO-értékelése közötti eltérés,
- vásárolt goodwill után elszámolt kumulált értékcsökkenés,
- jövőben fizetendő bérleti és lízingdíjak (tőkésített értéke),
- kutatási és fejlesztési kiadások tőkésített értéke,
- piaci megjelenés költségeinek tőkésített értéke;

– a NOPAT kiszámításához:

- a készletek LIFO- és FIFO-értékelése közötti eltérés növekedése vagy csökkenése az adott periódusban,
- vásárolt goodwill után elszámolt értékcsökkenés,

- tőkésített kutatási és fejlesztési kiadások jelenértékének változása,
- tőkésített kutatási-fejlesztési kiadások után az adott időszakban elszámolandó értékcsökkenés,
- piaci megjelenést előkészítő költségek tőkésített értékének változása,
- piaci megjelenést előkészítő költségek tőkésített értéke után az adott periódusban elszámolandó értékcsökkenés,
- kifizetett lízingdíj kamattartalma,
- effektív (azaz a kedvezményeket is figyelembe vevő) adóteher.

Ráadásul ez esetben a fent említett tételek az elvárt kiegészítő információk minimumát jelentik csupán, hiszen még segítségükkel is csak az EVA egyfajta közelítő értékéhez juthatunk el. Ezért – szerintem – további elvárásként az is megfogalmazható, hogy a cégnek indokolnia kell, ha nem támogatja megfelelő adatokkal valamelyik konverziós lépés elvégzését (a konverziókról bővebben lásd a 3.3.1 d) pontot).

4. Az empirikus kutatás bemutatása

Az empirikus kutatás keretében – feltáró elemzést végezve – a tulajdonosi értékre orientált vállalatirányítás hazai gyakorlatát, annak egy szeletét kívántam részletesebben megismerni. A 2.2 alfejezetben (empirikus munkákra alapozva) azonosítottam ennek a vállalatirányítási formának négy tartalmi elemét. Kutatásomban ezek egyikét, az értékorientált kiegészítő beszámolást vizsgáltam meg részletesen. Az ehhez alapul szolgáló hipotéziseket a szakirodalomból választott modell alapján vezettem le.

Az empirikus vizsgálat a Budapesti Értéktőzsdén jegyzett vállalatokra terjed ki, és a 2005. nyarán elérhető adatok alapján keresztmetszeti áttekintést ad arról, hogy az említett cégeket mennyiben jellemzi az értékorientált kiegészítő beszámolás. A választott vállalati kör sajátosságait is figyelembe veszem majd a hipotézisek értelmezésekor és értékelésekor.

A 4.1 alfejezetben bemutatom és értelmezem előbb az értékorientált kiegészítő beszámolást, majd az ennek alapján levezetett kutatási hipotéziseket. Ezt követően a 4.2-4.5 alfejezetek az elvégzett empirikus kutatás eredményeit fejtik ki bővebben. A részletes kutatási eredményeket a mellékletekben szereplő táblázatok tartalmazzák, amelyekre a szövegben minden esetben hivatkozom. A kutatási eredmények alapján értékelem a hipotézisek beválását.

4.1 Kutatási hipotézisek levezetése és értelmezése

A 2.1 alfejezet végső következtetése, hogy a vállalatokat nemcsak az angolszász gazdasági rendszer, hanem a szociális piacgazdaság körülményei között is a tulajdonosi értékre orientáltan kell vezetni. Ez a megállapítás minden üzleti szervezetre vonatkozik, de különösen igaz a tőzsdei cégekre, hiszen ezek a tőzsdére menetellel kifejezték, hogy az érdekeltek közül kiemelten kezelik a saját tőkét adókat. Éppen ezért az értékorientált vállalatirányítás mind a négy –

a 2.2 alfejezetben levezetett – elemét elvárásként támaszthatjuk a vállalatokkal szemben. Kutatásom azonban ezek közül csak egyet, az értékorientált kiegészítő beszámolást vizsgálja. Ez az oka annak, hogy míg az értékorientált kiegészítő beszámolóval kapcsolatos elvárásokat ebben az alfejezetben részletesen kifejtem, addig az értékorientált vállalatirányítás másik három tartalmi elemét csak röviden ismertettem a 2.2 alfejezetben.

A 4.1 alfejezetben tehát részletesen foglalkozom az értékorientált kiegészítő beszámolás tartalmával, majd ennek alapján mutatom be a kutatás hipotéziseit. A hipotézisek megfogalmazásakor a vizsgált vállalati kör és a választott modell mellett figyelembe veszem azt is, hogy folyamatosan növekszik a nem tárgyasult erőforrások jelentősége és a rájuk irányuló figyelem²³⁰. A H1-H3 hipotézis az értékorientált kiegészítő beszámolás egy-egy részével foglalkozik, míg a Hő hipotézis az értékorientált kiegészítő beszámolás átfogó értékelését adja.

4.1.1 Az értékorientált kiegészítő beszámolás tartalma

Míg korábban az értékorientált kiegészítő beszámolót²³¹ kétféle értelemben használta a szakirodalom²³², addig jelentéstartalma mára leszűkült. Eszerint azoknak a múlt- és jövőorientált, pénzben és nem pénzben kifejezett, egy- vagy többértékű információknak az önkéntes közlését értjük alatta, amelyekre a befektetőknek szükségük van ahhoz, hogy ex-ante felismerhessék az értékteremtő befektetési lehetőségeket, és ex-post ellenőrizhessék a megvalósult értékteremtést.²³³ Ez, a korábban szűknek nevezett értelmezés is sokat módosult az elmúlt tíz évben.²³⁴

²³⁰ Ezt bizonyította többek között Lázár László és Juhász Péter doktori értekezése is – lásd LÁZÁR (2002) és JUHÁSZ (2004).

²³¹ A value reportingnek tudomásom szerint nincsen általánosan elfogadott magyar megfelelője. A dolgozatban ezért – nem utolsósorban a tézistervezet egyik opponensének biztatására – ezzel, a lényegét megragadó kifejezéssel jelölöm az értékorientált vállalatirányítás ezen elemét.

²³² A kétféle (szűkebb és tágabb) értelmezésről lásd FISCHER (2002a) 211.o.

²³³ FISCHER-KLÖPFER (2006) 4.o. Ugyanerre a definícióra jut a különböző szakirodalmi értelmezések közös elemeit keresve RUHWEDEL-SCHULTZE (2004) 491.o. Más szerzők kiegészítik ezt az elvárást. Így

Az értékorientált kiegészítő beszámoló fenti fogalma tökéletesen illeszkedik a tulajdonosi értékre fókuszáló irányításhoz, ezért ezt veszem alapul az empirikus kutatás során. Az értékorientált kiegészítő beszámoló ebben az értelemben üzleti beszámolóvá egészíti ki a hagyományos számviteli beszámolót.²³⁵ Feladata, hogy csökkentse az értékteremtéssel kapcsolatos aszimmetrikus informáltságot a vállalatvezetés és a tulajdonosok között.²³⁶

Fontos jellemzője továbbá, hogy a kiegészítő adatszolgáltatás önkéntes, vagyis azt sem jogszabály, sem pedig más, kötelező érvényű szabályozás nem írja elő. A feldolgozott, elsősorban német szakirodalomban egyre kevésbé említik az információadás önkéntességét. Ennek oka az, hogy az utóbbi időben több olyan törvényt, illetve szabványt is elfogadtak (például Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, Bilanzrechtsreformgesetz, DSR 15 zur Lageberichterstattung), amelyek kötelezően nyilvánosságra hozandóvá teszik az értékorientált kiegészítő beszámoló számos elemét, lényegesen leszűkítve ezzel a továbbra is önkéntesnek tekinthető adatszolgáltatás körét.²³⁷ A magyar számviteli előírások ebből a szempontból lényegében változatlanok maradtak egészen a disszertáció beadásának időpontjáig.

Tőzsdei cégek esetében csak azok az információk minősülnek valóban önkéntesnek, amelyek közzétételét sem az előírt számviteli rendszer, sem pedig tőzsdei szabályzat nem követeli meg. Mivel előbbi (a német szabályozástól eltérően) csak kis mértékben teszi kötelezővé az értékorientált információk közzé-

például BAETGE-SOLMECKE (2006) 17.o. és HEUMANN (2006) 259.o. az értékorientált kiegészítő beszámolástól megköveteli a rendszerességet és a strukturáltságot is. HALLER (2006) szerint pedig a társadalomra gyakorolt hatást bemutató, továbbá környezetvédelmi/ környezetterhelési adatokat is közzé kell tenni az értékorientált kiegészítő beszámolóban.

²³⁴ A szakirodalomban megjelenő értelmezésekről, valamint a még korábbi gyökerekről összefoglalóan lásd RUHWEDEL-SCHULTZE (2004) 490.o. kk. és újabban FISCHER-KLÖPFER (2006) 5.o. kk.

²³⁵ RUHWEDEL-SCHULTZE (2002) 608.o., bővebben lásd BÖCKING (1998)

²³⁶ FISCHER-KLÖPFER (2006) 4.o. Ezt azzal egészíti ki BAETGE-SOLMECKE (2006) 17.o., hogy segítenie kell a vállalat megbízhatóbb értékelését.

²³⁷ Hasonló hatással járt a SEC szigorítása az Egyesült Államokbeli tőzsdéken jegyzett cégek számára (lásd 10-K és 20-F jelentés), de a US-GAAP egyébként nem változott ebben az irányban. Az IFRS-ben az elmozdulás még nem történt meg (csak elindult az egyébként nem kötelezően előírt Management Commentary első változatának kidolgozásával). Lásd FISCHER-KLÖPFER (2006) 7.o. k. és ugyanígy BAETGE-SOLMECKE (2006) 17.o. és 29.o., KIVIKAS-WULF (2006) 43.o.

tételét, ezért a saját kutatásomhoz – az értékorientált kiegészítő beszámolás szakirodalomban tárgyalt tartalmának bemutatásából kiindulva – csak egyféle szűrésre lesz szükség, mégpedig a tőzsdei közzétételi szabályok alapján.

A szakirodalom – a vállalati gyakorlatból leszűrve²³⁸ – széles skáláját mutatja be azoknak az információknak, melyek nem hiányozhatnak az értékorientált kiegészítő beszámolásból. Ezek olyan tartalmi elemek, amelyek konkrét megjelenési formája a vállalat választásától függ²³⁹, a választás indoklását és következményeit azonban szintén be kell mutatni a beszámolóban.

Az értékorientált kiegészítő beszámolás keretében adandó többletinformációkat csoportokba sorolhatjuk. A 3. ábra a németországi empirikus vizsgálatokban leggyakrabban használt csoportosítást mutatja be, ezért azt tartottam célszerűnek, hogy saját kutatásomat is erre a modellre építsem fel. A 3. ábrán jól látható, hogy az értékorientált kiegészítő információk három csoportra oszthatók.²⁴⁰ Első részük a tulajdonosok számára biztosított hozamot írja le, vagyis múltorientált adatokat tartalmaz (tulajdonosi megtérülés bemutatása). Második részük a vállalatnál bevezetett értékorientált irányítás bemutatásán keresztül ad számot az érték keletkezéséről és az értékteremtés meghatározó tényezőiről (értékteremtés bemutatása). Végezetül a harmadik csoportba tartozó információk egyrészt leírják, hogy korábban miként sikerült kihasználni a kínálgó lehetőségeket, másrészt pedig ismertetik a vállalat stratégiai céljait, alapvető képességeit és azt, hogy ezekből kiindulva milyen jövőbeli értékteremtés várható (stratégiai előnyök bemutatása).

²³⁸ Az elmúlt időszakban számos empirikus felmérés készült az értékorientált kiegészítő beszámolás témakörében – jórészt a tőzsdén jegyzett vállalatok körében –, melyek közül a teljesség igénye nélkül említem meg a következőket: FISCHER (2002b), FISCHER-BECKER-WENZEL (2001), FISCHER-BECKER-WENZEL (2002), FISCHER-RÖDL (2005), FISCHER-VIELMEYER (2004), FISCHER-WENZEL-KÜHN (2001), GLEIBNER-BERGER-RINNE-SCHMIDT (2005), GÜNTHER-BEYER (2001), GÜNTHER-BEYER-MENNINGER (2003), KAJÜTER-ESSER (2007), KRENSEL-SIEMES-AFRA (2002), QUICK-KAYADELEN-FLASHAAR-BLOEDORN (2008), RUHWEDEL-SCHULTZE (2002).

²³⁹ Ennek keretében figyelembe veheti alaptevékenysége ágazati besorolását, működésének sajátos kontextuális tényezőit stb., lásd FISCHER-BECKER-WENZEL (2001) 2002.o. Ugyanezt fogalmazza meg DIPIAZZA-ECCLES (2002) modelljének második és harmadik beszámolási szintje.

²⁴⁰ WOLF (2003) 1090.o. és RUHWEDEL-SCHULTZE (2002) 604.o. Ugyanezt a tartalmat némileg más tagolásban tárgyalja ARBEITSKREIS (2002).

Tulajdonosi megtérülés bemutatása (total return reporting)	• Részvényárfolyam alakulása • Részvényárfolyam volatilitása • Pillanatnyi árfolyam nagysága • A vizsgált időszak legmagasabb és legalacsonyabb árfolyamértéke • Záróárfolyamok nagysága • Tőzsdeindex értéke • Részvény révén elérhető hozam • Kifizetett osztalék • Osztalék-idősor(ok) • Osztalékhozam nagysága • Osztalékhozam összevetése a versenytársak eredményével • Hosszú távú mintaporfolió értékének és hozamának alakulása • Részvényárfolyam összehasonlítása valamilyen aggregált benchmarkkal • Részvényárfolyam és ágazati index alakulásának összevetése • Egy részvényre jutó eredmény (earnings per share, EPS) • EPS kiszámításának módszertana • EPS-idősorok összehasonlítása • Egy részvényre jutó cash flow (cash flow per share, CFPS) • CFPS-idősorok összehasonlítása • Árfolyam és nyereség aránya • Árfolyam és könyv szerinti érték aránya • Árfolyam és cash flow aránya • Minősítésre vonatkozó információk • Value-at-risk értékek				
Értékteremtés bemutatása (value added reporting)	<table border="1"> <tr> <td data-bbox="363 1008 555 1366">Értékorientált vállalat-irányítási eszközök alkalmazása</td><td data-bbox="555 1008 1394 1366"> • Tulajdonosi érték mérésére használt mutató megnevezése • A mutató értelmezése • Mutatóérték (összvállalati szint) • Mutatóérték idősora (összvállalati szint) • Mutatóérték (üzleti területek szintje) • Mutatóérték idősora (üzleti területek szintje) • Tőkeköltség nagysága (összvállalati szint) • Tőkeköltség nagysága (üzleti területek szintje) • Tőkeköltség(ek) kiszámításának módszertana • β értéke • β meghatározásának módja </td></tr> <tr> <td data-bbox="363 1366 555 1456">Éves beszámolón alapuló eszköz</td><td data-bbox="555 1366 1394 1456"> • Értékteremtés indirekt kiszámítása </td></tr> </table>	Értékorientált vállalat-irányítási eszközök alkalmazása	• Tulajdonosi érték mérésére használt mutató megnevezése • A mutató értelmezése • Mutatóérték (összvállalati szint) • Mutatóérték idősora (összvállalati szint) • Mutatóérték (üzleti területek szintje) • Mutatóérték idősora (üzleti területek szintje) • Tőkeköltség nagysága (összvállalati szint) • Tőkeköltség nagysága (üzleti területek szintje) • Tőkeköltség(ek) kiszámításának módszertana • β értéke • β meghatározásának módja	Éves beszámolón alapuló eszköz	• Értékteremtés indirekt kiszámítása
Értékorientált vállalat-irányítási eszközök alkalmazása	• Tulajdonosi érték mérésére használt mutató megnevezése • A mutató értelmezése • Mutatóérték (összvállalati szint) • Mutatóérték idősora (összvállalati szint) • Mutatóérték (üzleti területek szintje) • Mutatóérték idősora (üzleti területek szintje) • Tőkeköltség nagysága (összvállalati szint) • Tőkeköltség nagysága (üzleti területek szintje) • Tőkeköltség(ek) kiszámításának módszertana • β értéke • β meghatározásának módja				
Éves beszámolón alapuló eszköz	• Értékteremtés indirekt kiszámítása				

Stratégiai előnyök bemutatása (strategic advantage reporting)	Jövőorientált információk	• A vállalat alapvető képességei • Vállalati stratégiai célkitűzések • Vállalat jövőbeli helyzetének és eredményeinek előrejelzése • Az egyes vállalati célkitűzésekhez kapcsolódó konkrét tervszámok • Kockázatkezelő rendszer
	Vállalati háttérre vonatkozó információk	• A vállalat leíró bemutatása • Székhely • Igazgatósági és felügyelőbizottsági tagok felsorolása (életrajzzal) • Tulajdonosi szerkezet bemutatása • Tulajdonosok név szerinti felsorolása
	Érdekeltekre vonatkozó információk	• Innovációs tőke (például szabadalmak és licencek, kutatási és fejlesztési eredmények, új termékek részesedése az árbevételből) • Humán tőke (például tudásmenedzsment, képzések) • Vevői tőke (például vevők jellemzése, vevői elégedettség, ágazaton belüli helyzet) • Beszállítói tőke (például beszállítók szerkezete, beszerzés területén elért megtakarítások) • Folyamattőke (például információs és kommunikációs hálózatok) • Elhelyezkedési tőke (például telephelyi szerkezetből fakadó előnyök)
	Kiegészítő információk	• Rendszertelen beszámolók • Sajtóközlemények • Aktualitások • Elemzői értékelések • Elemzői várakozások a vállalkozás helyzetének és eredményének jövőbeli alakulására vonatkozóan • Elemzőktől származó, becslésen alapuló EPS-előrejelzések

3. ábra: Értékorientált kiegészítő beszámoló javasolt tartalmi elemei²⁴¹

Ha a bemutatott felsorolást összevetjük a BÉT-nek a tőzsdei információszolgáltatásról szóló előírásaival²⁴², akkor számos hasonlóságot találunk a fenti elvárások, valamint a rendszeres és a soronkívüli tőzsdei tájékoztatási kötelezettség között. De legalább ugyanennyi a lényeges különbség is – elsősorban az értékteremtés és a stratégiai előnyök bemutatása kapcsán. Ezek közül kettőt tartok érdemesnek külön is kiemelni. A tőzsde a lényeges kockázatok felmerüléséről és az azokban bekövetkezett változásokról ír elő jelentési kötelezettséget²⁴³; nyitva hagyja azonban ennek tartalmát és formáját. Az értékorientált kiegészítő beszámolót tárgyaló irodalom ezzel szemben a vállalati kockázatkezelő rendszer bemutatását, vagyis a kockázatmenedzsment folyamatának teljes körű ismertetését várja el, amely folyamat a kockázatmenedzselési stratégia-

²⁴¹ FISCHER-WENZEL (2002) 329.o. és ugyanígy FISCHER-KLÖPFER (2006) 8.o. kk. Utóbbi a stratégiai előnyök bemutatását kiegészíti a környezeti és társadalmi hatások bemutatásával. Némileg eltérő hangsúlyokat ad meg BAETGE-SOLMECKE (2006) 23.o. k., illetve BAETGE-HEUMANN (2006) 345.o. kk.

²⁴² BÉT (2003) 41.o. kk., valamint 1. és 2. Melléklet.

²⁴³ BÉT (2003) 47.o.

gia meghatározásától indul, s a kockázatok feltárásán és értékelésén, a kockázati térkép ez alapján történő összeállításán és az egyes kockázatfajták kezelésén keresztül egészen a kockázatok (alakulásának) ellenőrzéséig tart.²⁴⁴ Ebből látszik, hogy a kötelező tőzsdei adatszolgáltatás csupán egy (kis) részére terjed ki az értékorientált kiegészítő beszámolóban szerepeltetendő adatszolgáltatásnak. Ugyanígy a tőzsdei szabályzatban említett kockázatfajták (piaci, pénzügyi, szervezeti, jogi, hatósági, környezeti és egyéb)²⁴⁵ kezelhetőségét lényegesen megkönnyíti és átláthatóbbá teszi azok (ugyancsak az értékorientált kiegészítő beszámoló kapcsán kidolgozott²⁴⁶) megfelelő differenciálása. Eszerint érdemes különbséget tenni egyfelől belső vagy operatív kockázatok (mindenekelőtt a gyártási folyamatokkal, az információtechnológiával és a beszerzéssel kapcsolatban), amelyek elsősorban az alsóbb hierarchiaszintekhez kapcsolódnak, másfelől külső vagy stratégiai kockázatok (piaci, pénzügyi, politikai, társadalmi kockázatok) között, amely utóbbiak a vállalat egészét érint(het)ik kritikusan.

A másik fontos különbség, hogy a tőzsdei előírások nem foglalkoznak expliciten a vállalatok versenyképességében egyre nagyobb szerepet játszó ún. nem tárgyasult javakkal – pontosabban ezek közül azokkal, amelyek (jogszabályi tilalom vagy vállalati döntés okán) nem jelennek meg immateriális jószágként a számviteli éves beszámolóban; bár a tőzsdei szabály generálklauzulájába, amely szerint mindenről be kell számolni, ami a befektetők döntését befolyásolhatja, akár ezen eszközök is beleérthetőek. Az értékorientált kiegészítő beszámoló ezzel szemben (a stratégiai előnyök bemutatásának részeként) kifejezetten megköveteli ezen erőforrások feltárását és bemutatását. A német Schmalenbach Társaság egyik szakértői munkaközössége kidolgozta a nem tárgyasult javak kategóriarendszerét, és javaslatokat fogalmazott meg arra vonatkozóan, hogy ezekről milyen adatokat és milyen formában kell önkéntesen nyilvánosságra hozniuk a társaságoknak. Ennek alapján kiegészítem a stratégiai előnyök bemu-

²⁴⁴ WOLF (2003) 1090.o. k.

²⁴⁵ BÉT (2003) 47.o.

²⁴⁶ Lásd WOLF (2003) 1092.o. és az ott megadott források.

tatását (mint az értékorientált kiegészítő beszámolás egyik követelményét) azzal, hogy ennek keretében a következő, nem tárgyasult erőforrásokról kell számot adni²⁴⁷:

- Innovációs tőke: termék-, szolgáltatás- és eljárás-innovációk

Néhány javasolt mutatószám: K+F kiadások aránya, szabadalmak és más hasonló jogok portfóliója, új termékek részesedése az árbevételből

- Humán tőke: munkatársak tudása és képességei, légkör, tudásbázis

Néhány javasolt mutatószám: korszerkezet, fluktuáció, képzettségi jellemzők, képzések, hiányzások, dolgozói értékteremtés²⁴⁸

- Vevői tőke: vevőállomány és a benne rejlő potenciálok, márkanevek

Néhány javasolt mutatószám: vevők elégedettsége és hűsége, piaci részesedés, márkaportfólió, vevői értékteremtés

- Beszállítói tőke: szűkös források biztosíthatósága

Néhány javasolt mutatószám: vásárolt licencek, kulcsfontosságú szállítók

- Befektetői tőke: a saját és idegen tőke kedvező feltételekkel szerezhető meg

Néhány javasolt mutatószám: részvényesek szerkezete, bonitás, β -faktor

- Folyamattőke: működési és kommunikációs folyamatok

Néhány javasolt mutatószám: szervezeti felépítéshez és működési folyamatokhoz kapcsolódó immateriális javak, folyamatok gyorsasága és minősége, ügyfélpanaszok, garanciális kötelezettségek

²⁴⁷ ARBEITSKREIS (2001) 990.o. k. és ARBEITSKREIS (2003) 1236.o. k. alapján, kisebb változtatásokkal. A legtöbb szerző elfogadja ezt a tagolást (lásd például FISCHER-KLÖPFER (2006) 10.o.); legfeljebb kisebb módosításokat hajt végre rajta: így BAETGE-SOLMECKE (2006) 24.o. kihagyja az elhelyezkedési tőkét, míg BAETGE-HEUMANN (2006) 349.o-on hiányzik az innovációs tőke is.

Az itt bemutatott modellel verseng az ún. Wissensbilanz (szó szerinti fordításban: tudásmérleg), amely a humántőke, a strukturális tőke és a kapcsolódási tőke hármására osztja fel a nem tárgyasult erőforrásokat (további alábontással). Lásd például KIVIKAS-WULF (2006) 45.o. k. Nagyobb részletezettsége és így könnyebb kezelhetősége miatt azonban nem ezt, hanem a Schmalenbach Társaság modelljét választottam az empirikus kutatás alapjául.

²⁴⁸ A humán tőke pénzbeli kifejezésére érdekes javaslatot tesz MARSCHLICH-MENNINGER (2006), akik a humántőke-megtérülésből (HCRoI) kiindulva számszerűsítik a stratégiai jelentőségű emberi erőforrások hozamértékét.

- Elhelyezkedési tőke: telephelyhez kötődő előnyök (közlekedés, adózás)

Néhány javasolt mutatószám: telephelyek minősége, munkapiaci vonzerő

A leírtakból következik, hogy az értékorientáltan vezetett tőzsdei társaságoknak is többletinformációkat kell szolgáltatniuk annak érdekében, hogy eleget tudjanak tenni az értékorientált kiegészítő beszámolás követelményének: ebből a szempontból nem elégséges részükről az, hogy megfelelnek a számviteli beszámolási kötelezettségnek és az annál bővebb, tőzsdei szabályozásnak. Ezekén túlmenő információkat is nyilvánosságra kell tehát hozniuk! S ez az az önkéntes adatszolgáltatás, amely empirikus vizsgálatom fókuszában áll. Figyelembe véve, hogy a fent bemutatott információszolgáltatási modellek csupán elméleti ajánlások és/vagy a vállalati gyakorlatból összegyűjtött minták, ezért a fent említett mutatószámok és egyéb információk empirikus kutatásomhoz csupán sorvezetőül, iránymutatásul, nem pedig mereven teljesítendő elvárás-katalógusként szolgálnak. Ezt figyelembe veszem majd az egyes hipotézisek operacionalizálásakor (lásd a 4.5 alfejezetet).

Végezetül tekintetbe kell vennem még azt is, hogy a vállalatok már régóta számszerűsítik és bemutatják a tulajdonosi megtérülést, ráadásul ezek az adatok más forrásokból is beszerezhetők, illetve jelentős részük az éves beszámolóból könnyen kiszámolható. Empirikus kutatásom kapcsán az előbb említett más források közül külön is ki kell emelnem a tőzsdei jelentéseket. A tulajdonosi megtérülésre vonatkozóan tehát eleve rendelkezésre állnak információk, így közzétételük döntő részben nem minősül önkéntes adatszolgáltatásnak²⁴⁹. Emiatt közzétételük csak áttételesen hozható kapcsolatba az általam vizsgálni kívánt értékorientált vállalatirányítással. Ezért az értékorientált kiegészítő beszámolás tartalmi elemei közül a tulajdonosi megtérülés bemutatását nem

²⁴⁹ Az önkéntesség talán abban érhető tetten, hogy a cégek a tulajdonosaik (és más érdekeltjeik) számára összegyűjtik, és egy helyen teszik elérhetővé a tulajdonosi értéktéremtésről szóló adatokat. Ez inkább gesztusnak minősíthető, semmint tartalmi információközlésnek.

veszem majd figyelembe az átfogó hipotézis értékeléskor. Így erre vonatkozóan nem is fogalmaztam meg hipotézist²⁵⁰.

Az értékorientált kiegészítő beszámolóval kapcsolatban a fentiek alapján a következő hipotéziseket fogalmaztam meg:

H1: A tőzsdei cégek többsége nyilvánosságra hozza az(oka)t az értékorientált mutatószám(ka)t, amely(ek)et vezetése összvállalati szinten használ, s megadja a kiszámításhoz szükséges többletinformációkat is. Emellett bemutatja azt is, hogy az értékorientált mutatószám(ka)t miként használja fel a munkatársak ösztönzéséhez.

A H1 hipotézis az értékorientált kiegészítő beszámolás keretén belül az értékteremtés bemutatásával foglalkozik. Ennek fókuszában a 3. fejezetben elemzett mutatószámok állnak. Közülük legalább egyet használnia kell az értékorientált vállalatnak. A használt értékorientált mutatószámmal kapcsolatos önkéntes adatszolgáltatás vagy azt jelenti, hogy a vállalkozás megadja az aktuális mutatóértéket, és megindokolja azt: bemutatja a számolás alapjául szolgáló adatokat és a számítási algoritmust. Vagy pedig az éves beszámoló adatai mellett közzéteszi mindazokat a többletinformációkat (lásd a 3.4 alfejezetet), amelyek alapján a (jelenlegi vagy jövőbeli) tulajdonos maga kiszámolhatja a használt értékorientált mutatószám értékét.

Az értékorientált mutatószám egyik legfontosabb alkalmazási területe a dolgozók változó javadalmazásának kiszámítása. Ezzel kapcsolatban az önkéntes adatszolgáltatás – a választott modell szerint – egyrészt azt hozza nyilvánosságra, hogy az értékorientált mutatót valóban felhasználják a teljesítményalapú bérezéshez. Másrészt bemutatja azt is, hogy a munkatársak mely köre részesül

²⁵⁰ Magát az adatgyűjtést és az elemzést azonban a tulajdonosi megtérülésre vonatkozóan is elvégeztem (lásd a 4.5.1 pontot). Enélkül ugyanis nem lenne teljes a keresztmetszeti kép, ráadásul nem lenne lehetőség arra, hogy kutatásom eredményeit összevegyem az értékorientált kiegészítő beszámolás választott modelljét használó más (külföldi) elemzések megállapításaival – bővebben lásd a 4.5.5 pontot.

ilyen juttatásban, és az ő bérükön belül mekkora arányt képvisel az értékorientált teljesítményhez kötött rész.

Az értékorientált mutatószámok és a javadalmazásban való felhasználásának egyetlen hipotézisben való összekapcsolását az indokolja, hogy az értékorientált mutatószámot a vállalatok nagyon gyakran a javadalmazás (illetve a vezetői javadalmazás) kapcsán mutatják be.

H2: A tőzsdei cégek többsége nyilvánosságra hozza mindazokat az adatokat, amelyek bemutatják nem tárgyasult erőforrásait.

Ez a hipotézis a stratégiai előnyök bemutatásából kiemeli, és külön hipotézisként fogalmazza meg a nem tárgyasult erőforrásokról való beszámolást. Ennek oka, hogy ezeknek az erőforrásoknak a jelentősége folyamatosan nő. Az önkéntes adatszolgáltatás vonatkozhat egyrészt ezen erőforrások (verbális vagy számszaki) bemutatására, másrészt annak közlésére, hogy az erőforrások egyikevel vagy másikkal a társaság nem rendelkezik.

H3: A tőzsdei cégek többsége saját stratégiai előnyeinek bemutatását nem korlátozza kizárólag a nem tárgyasult erőforrásokra.

Ez a hipotézis a stratégiai előnyök bemutatásából a H2 hipotézisben nem érintett elemeket foglalja össze. Az értékorientált kiegészítő beszámolás kutatáshoz kiválasztott modellje szerint ehhez a hipotézishez kapcsolódnak a jövőorientált, a vállalati háttérre vonatkozó és a kiegészítő információk. A jelen hipotézis operacionalizálásakor azonban azt is figyelembe kell vennem, hogy a tőzsdei beszámolási kötelezettség kiterjed a vállalati háttér adatok egy részére; a kiegészítő információk pedig más forrásból is beszerezhetők.

A H1, H2 és H3 hipotézis operacionalizálását részletesen lásd kiértékelésüknél, azaz a 4.5 alfejezetben.

Hö: A tőzsdei cégek többsége eleget tesz az értékorientált kiegészítő beszámolás támasztotta követelményeknek.

Az összegző hipotézist abban az esetben fogadom el, ha egyaránt érvényesnek bizonyul a H1, a H2 és a H3 hipotézis. Vagyis – a korábbiakban kifejtetteknek megfelelően – az értékorientált kiegészítő beszámolás empirikus kutatásomban az értékteremtés és a stratégiai előnyök bemutatására korlátozódik. Az összegző hipotézisben egyenlő súllyal szerepel az értékteremtés bemutatása, a nem tárgyasult erőforrások leírása és a stratégiai előnyök ismertetése.

A H1, H2, H3 és Hö hipotézis a tőzsdei társaságok teljes körére vonatkozik. Értékelésükből tehát átfogó keresztmetszeti képet kapunk majd a tőzsdén jegyzett társaságok értékorientált kiegészítő beszámolási gyakorlatáról. A kutatás feltáró jellege megköveteli, az elvégzett kutatás módszertana pedig lehetővé teszi ezt az átfogó jellemzést.

Ugyanakkor érdemes ezeket a hipotéziseket az egyes vállalatokra vonatkozóan is értékelni. Elképzelhető ugyanis, hogy az átfogó képet alkotó átlagos értékek elfedik az egyes cégek kiemelkedően jó vagy kiemelkedően rossz értékorientált kiegészítő beszámolását. Az adatgyűjtést tőzsdei vállalatonként külön-külön végeztem el, ezért nincs akadálya annak, hogy egyedileg is értékeljem a tőzsdei cégek önkéntes beszámolási gyakorlatát.

A hipotéziseket értékelő 4.5 alfejezetben az egyes hipotézisek értékelését egyaránt elvégeztem a tőzsdén jegyzett társaságok egészére, valamint az egyes társaságokra vonatkozóan is. A hipotézisenkénti értékelésből kirajzolódó összképet szintén megadom a vizsgált cégek összességére és az egyes cégekre vonatkozóan is. Ez biztosítja, hogy a feltáró kutatás révén nyert kép ne csak

átfogó, de emellett differenciált is legyen. S ez segítségemre lesz a további kutatási irányok kijelölésekor.

4.2 Az adatgyűjtés bemutatása és indoklása

Az értékorientált kiegészítő beszámolás célja, hogy a meglévő és a potenciális tulajdonosok felé bemutassa az értékorientált működés fontosabb jellemvonásait. Ennek mindhárom tartalmi elemét részletesen bemutattam a 4.1 alfejezetben. A beszámolást olyan, nyilvánosan hozzáférhető formában kell rendelkezésre bocsátani, amelyhez az összes jelenlegi és jövőbeli tulajdonos szabadon hozzájuthat. Ezek körét – a szakirodalmi ajánlásokból kiindulva – empirikus kutatásom számára az alábbiakban határoztam meg: (számviteli) éves beszámoló, tőzsdei éves és gyorsjelentés, továbbá a társaság honlapján található információk²⁵¹. Ezeket alapul véve vizsgáltam meg a kutatási hipotéziseimet.

A számviteli éves beszámolónak elsősorban a kiegészítő melléklete tartalmazhat olyan mutatószámokat és szöveges információkat, amelyek az értékorientált kiegészítő beszámolás körébe tartoznak. Ha a vállalat közzéteszi az üzleti jelentését (ennek elkészítését a számviteli törvény bár kötelezővé teszi, de a nyilvánosságra hozatalát nem), akkor itt szintén előfordulhatnak az értékorientált vállalatirányításra utaló információk.

A számviteli éves beszámoló (mindhárom kötelezően nyilvánosságra hozandó eleme) de facto részét képezi a tőzsdei éves jelentésnek²⁵². Utóbbinak

²⁵¹ A szakirodalomban találkozunk ennél tágabb felsorolással is. Így például FISCHER-KLÖPFER (2006) 10.o. említi még a közgyűléseket, az elemzői konferenciákat és a befektetői roadshow-kat is. Ezek azonban nem hozzáférhetőek bárki számára, ezért vizsgálatom rájuk nem terjed ki. Ugyanígy nem vizsgálom a soronkívüli tájékoztatásokat, hiszen ezek célja a lényeges információkban bekövetkező változások azonnali közlése, nem pedig azok részletező és értelmező feltárása. A BÉT négy jelentős vállalatánál (MOL Rt., OTP Rt., MATÁV Rt. és Richter Rt.) elvégeztem a soronkívüli tájékoztatások elemzését 2004. január és június közötti időszakra, és közülük egyetlen egyet sem találtam, amelyik tartalmazta volna az értékorientált kiegészítő beszámoló bármelyik elemét. Ez megerősítette, hogy a soronkívüli tájékoztatások figyelmen kívül hagyásával nem vész el a kutatás szempontjából releváns információ.

²⁵² BÉT (2003) 19.2.2 pontja rendelkezik a tőzsdei éves jelentésről, a kötelező tartalmi elemek ismertetését azonban az I. mellékletbe utalja. Az említett melléklet d.) pontja egyrészt a könyvvizsgáló által hitelesített adatokra támaszkodó elemzést vár el; másrészt az elemzés tagolására a mérleg és az ered-

azonban ezen túlmenően tartalmaznia kell a tőzsdei szabályzat²⁵³ által előírt további adatokat is. „A gyorsjelentés célja, hogy a Kibocsátó pénzügyi helyzetéről, teljesítményéről, illetve ezek változásairól adjon olyan lényeges információt, ami a piaci szereplők befektetési döntéseinek meghozatalához szükséges.”²⁵⁴ Ez a definíció tökéletesen fedi az értékorientált kiegészítő beszámolás fogalmát²⁵⁵. Schulz²⁵⁶ szerint ráadásul a tőkepiaci szereplők többre értékelik a gyorsjelentés információtartalmát, mint az éves jelentését. Emiatt a gyorsjelentés nem maradhatott ki a vizsgálatból.

A vállalati honlap nagyon sokfajta adat közzétételére alkalmas. Rendszerint megtaláljuk rajta a tőzsdei jelentéseket és gyorsjelentéseket, továbbá ezek részeként vagy különállóan az éves beszámolókat is. De emellett számos más információt is tartalmaznak. Vizsgálatom során úgy tekintek a honlapokra, mint ahol mindaz fellelhető és elolvasható, amit a vállalat (vezetése) fontosnak tart magáról, működéséről és eredményeiről bemutatni. Mivel az értékorientált kiegészítő beszámolás önkéntes adatszolgáltatást jelent, ezért a fent leírtak szellemében a honlap – amelyre vonatkozóan egyébként nincs semmifajta jogszabályi előírás – megfelelő hely (lehet) az értékorientáltságról közölni kívántak közzétételére.

A Budapesti Értéktőzsdén jegyzett vállalatok értékorientált kiegészítő beszámolási gyakorlatáról – a feltáró kutatás keretében – keresztmetszeti képet kívántam kapni. A tézisjavaslatom 2005. tavaszi elfogadását követően kezdtem neki az empirikus kutatásnak, ezért a célszerűen választható legkorábbi időpont 2005 nyara, azon belül is 2005 augusztusa volt. Ebben a hónapban ugyanis már rendelkezésre állt a 2004. évi elfogadott éves beszámoló és/vagy tőzsdei éves

ménykimutatás sémájának kategóriáit adja sorvezetőül; harmadrészt megköveteli a kibocsátó gazdálkodásának megítéléséhez szükséges összes információ bemutatását, ami nem tér el érdemben a kiegészítő melléklet céljától (lásd a SZÁMVITELI TÖRVÉNY 18.§-át).

²⁵³ Empirikus vizsgálatomhoz a BÉT (2003) szabályozása volt mérvadó, mert ez volt hatályban az elemzett beszámolók elkészültekor.

²⁵⁴ BÉT (2003) 41.o.

²⁵⁵ Bővebben lásd a 4.1 alfejezetet.

²⁵⁶ SCHULZ (1999) 189.o.

jelentés mellett a júliusban közzétett, adott évi féléves gyorsjelentés is. A tőzsdei gyorsjelentések közül azért a féléveset választottam ki elemzésre, mert ilyet a tőzsde mindkét kategóriájában szereplő vállalatoknak készíteniük kell, míg negyedéves gyorsjelentésre csak az A kategóriás cégek kötelezettek. S ugyanebben a hónapban vizsgáltam meg a jegyzett cégek honlapját is.

Az adatgyűjtés tehát úgy történt, hogy 2005. augusztusában letöltöttem a BÉT, illetve az ott jegyzett vállalatok honlapjáról a 2004. évi éves jelentést (vagy ennek hiányában az éves beszámolót), valamint a 2005. első féléves gyorsjelentést. A hónap során végigelemeztem a cégek aktuális honlapját, majd ezt követően került sor a letöltött beszámolók és jelentések kiértékelésére. Ezzel tudtam biztosítani azt, hogy az elemzés teljes egészében 2005. augusztusára vonatkozzon, és teljes körű képet kaphassak az értékorientált kiegészítő beszámolás akkori helyzetéről.

A BÉT-ről 2005. augusztus 8-án vezették ki a Zalakerámia törzsrészcsevényét. Nem sokkal korábban, 2005. július 13-án kereskedtek utoljára a Brau Union részvényeivel. Bár mindkét vállalat elkészítette jelentéseit, de esetükben már nem tartottam vizsgálatra érdemes kérdésnek, hogy mennyiben számolnak be önként az értékorientált(?) működésükről. A vizsgálatom során ugyanígy nem vettem figyelembe a Tőzsdeképes Cégek Klubjának tagjait. Ők – saját bevallásuk szerint – felkészültek ugyan a tőzsdei szereplésre, papírjaikat mégsem jegyzi a tőzsdén. Emiatt pedig nem kötelesek sem éves jelentést, sem pedig gyorsjelentést közzétenni. Ezek hiányában vizsgálatuk nem lett volna beilleszthető a kutatásomba.

Az alábbiakban külön-külön mutatom be egyfelől a honlapok (4.3 alfejezet), másfelől az éves jelentések és éves beszámolók, valamint a gyorsjelentések vizsgálatának eredményét (4.4 alfejezet). Ennek oka az, hogy egymástól gyökeresen eltérő kommunikációs csatornákról van szó. Majd a megfogalmazott hipotézisek értékelését (4.5 alfejezet) ezek összegzése alapján végzem el.

4.3 A honlapok elemzésének ismertetése

Az áttekintett honlapok listáját külön tartalmazza a Felhasznált források jegyzékének II. pontja. Ha összevetjük ezt a listát a BÉT-en 2005. augusztusában jegyzett vállalatok felsorolásával (lásd az I. mellékletet), akkor a B kategória esetében eltérést tapasztalunk. Ennek oka, hogy a következő vállalatoknak nem volt elérhető honlapjuk a vizsgált hónapban: Agrimill-Agrimpex, BIF, EHEP, Hungagent, Kartonpack, Konzum, Novotrade és Skoglund. Ez azt jelenti, hogy a BÉT honlapján, azaz a kibocsátói adatlapokon is hiányzott a honlapcím, vagyis a Tőzsde sem tudott róla, hogy ezen cégeknek lett volna honlapja²⁵⁷. Az Agrimill-Agrimpex, a BIF és a Kartonpack esetében a BÉT honlapján ugyan szerepelt honlapcím, ez azonban nem volt elérhető, és átirányítás sem tartozott hozzá. Emiatt az elemzésbe bevont honlapok száma 35 volt.

A honlapok elemzése – a feltáró jellegű kutatásnak megfelelően – azt jelentette, hogy a teljes honlapot, annak minden aloldalát és a honlapról megnyitható összes fájlt végigolvastam annak érdekében, hogy a lehető legátfogóbb képet kapjam az értéorientált kiegészítő beszámolásról. Ahol rátaláltam, ott a vezetői prezentációkat, az elemzői konferenciák és befektetői road-show-k anyagait is átnéztem. Mivel ez a kiegészítő beszámolás formai kötöttség nélküli, ezért a keresést nem volt lehetséges a honlap egy kisebb részére leszűkíteni. Vagyis nem egyetlen – az értéorientáltságot összefogóan bemutató – beszámolót kerestem, hanem a honlap összes állományát végignézve gyűjtöttem össze az értéorientált kiegészítő beszámolás körébe tartozó adatokat és szöveges információkat. Ennek során a 4.1 alfejezetben bemutatott tartalmi elemek – amint azt ott már kifejtettem – nem kötelező és kimerítő jellegű elvárásként, hanem csupán sorvezetőül szolgáltak. Ez egyaránt vonatkozik az értéorientált

²⁵⁷ Az említett cégek honlapját 2005 augusztusa során többször próbáltam elérni. Elképzelhető volt ugyanis, hogy azok csak átmenetileg hiányoznak. De egyszer sem jártam sikerrel. A honlapok hiányát egy év múlva, vagyis 2006 augusztusában újra ellenőriztem. A Skoglund-nak még ekkor sem volt honlapja. A Novotrade és a Konzum esetében a BÉT adatlapja továbbra sem adott meg honlapot, de a cégnévre rákeresve mindkét esetben megtalálható volt a céges honlap. A többi vállalat esetében is volt elér-

kiegészítő beszámolás három tartalmi részére, valamint a nem tárgyasult erőforrások általam vizsgált hét fajtájára.

Az elemzett honlapokon talált, az értékorientált kiegészítő beszámolás körébe tartozó adatokat a II. melléklet mutatja be részletesen. A táblázatban látható, hogy nemcsak a honlap nélküli, már említett vállalatok esetében maradt teljesen üres a sor, hanem néhány, az érdemi elemzésbe bevont honlap esetében is. Az A kategóriában a FOTEX honlapján nem szerepelt egyetlen, az empirikus kutatás szempontjából releváns információ sem. Még az éves beszámoló és a tőzsdei jelentések sem voltak fenn a honlapon, amely utóbbit a cég 2005 augusztusában kizárólag termékeinek reklámozására használt fel. Az ugyancsak az A kategóriában jegyzett Inter-Európa Bank és Pannonplast honlapjáról csak a jelentések voltak letölthetők, egyéb érdemi információt nem találtam itt. Nem sokkal volt bővebb a Linamar honlapján olvasható önkéntes értékorientált beszámolás sem, hiszen a jelentések mellett egyedül a jövőkép és a küldetés szerepelt rajta.

A Tőzsde B kategóriájába tartozó vállalatok közül – a FOTEX-hez hasonlóan – marketingorientált honlapja volt a Domus-nak. Csak a letölthető jelentésekkel szolgálta az értékorientált kiegészítő beszámolást az econet.hu és a Pannon-Váltó honlapja. Érdekes tény, hogy a BÉT-en jegyzett Csepel Holding Rt-nek nem volt semmifajta honlapja²⁵⁸, helyett az egyik leányvállalatának, az Excel-Csepel-nek a honlapja volt elérhető. A pars pro toto elvet adaptálva az itt szereplő információkat fogadtam el úgy, mint a holding értékorientált kiegészítő beszámolását.

Mindezek alapján megállapítható, hogy a BÉT-en (2005 augusztusában) jegyzett 43 cégből mindössze 29 (azaz 67%) használta a honlapot mint az értékorientált kiegészítő beszámolás eszközét. Ez az arány az A kategória esetében 86 százalék, míg a B kategóriában mindössze 50 százalék. Ez utóbbi adat már

hető honlap, és erről a BÉT is tudott. Az így fellelt honlapokon található adatokat azonban természetesen nem vettem figyelembe a hipotézisek értékelésekor.

tartalmazza annak hatását, hogy a B kategóriában nyolc vállalat (36 százalék) egyáltalán nem rendelkezett honlappal az empirikus vizsgálat idején.

A 29 honlap az alábbi gyakorisággal tartalmazott az értékorientált kiegészítő beszámolás körébe tartozó adatot (7. táblázat):

	Tulajdonosi megtérülés		Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
	mutatók	csak jelentések			
A kategória (18 cég)	15 (83%)	3 (17%)	8 (44%)	17 (94%)	17 (94%)
B kategória (11 cég)	0 (0%)	6 (55%)	0 (0%)	6 (55%)	10 (91%)
Összesen (29 cég)	15 (52%)	9 (31%)	8 (28%)	23 (79%)	27 (93%)

7. táblázat: Kiegészítő értékorientált beszámolás elemei a vizsgált honlapokon

A honlapok legkisebb arányban a vezetéshez használt értékorientált mutatószámra vonatkozóan tartalmaznak információkat, s erre is csak az A kategóriában találunk példát. Ugyanígy kizárólag az A kategória cégei adnak tájékoztatást (akár más honlapra mutató link révén) a tulajdonosi megtérülésről – méghozzá meggyőzően nagy arányban; a B kategória esetében csak a honlapra feltett jelentésekből értesülhetünk ezekről az adatokról, s ugyanez a helyzet az A kategória három cégénél is (Globus, Graphisoft és Linamar).

A megvizsgált honlapok 79 és 93 százaléka számolt be stratégiai előnyökről (jellemzően a jövőképről/küldetésről vagy a stratégiáról), illetve említett meg legalább egy konkrét példát az általa használt nem tárgyasult erőforrásokra. Utóbbiról közel azonos arányban tettek említést a két kategória cégei, míg minden más esetben többtíz százalékpontos a közöttük lévő eltérés.

A fenti említési gyakoriságok pusztán mennyiségi elemzést mutatnak be. A cég beszámolási szándékát fejezik ki, de nem mondanak semmit annak minőségéről. Ezért szöveges kiegészítésként kell megemlítenem, hogy a NABI SWOT-elemzése szakmailag hibás volt, a Rába honlapján minden számadat legalább két évvel korábbi származott, az EGIS-nél nem nyíltak meg a tulajdonosi megtérülés mutatóinak aktuális értékei. Mindezt majd a két adatforrásból (honlapról, illetve tőzsdei jelentésekből) szerzett információk összevetését

²⁵⁸ Ez a hiány nemcsak 2005 augusztusában, hanem még egy évvel később is fennállt.

követően, a tisztításnál veszem figyelembe. Érdekesség, hogy a MOL stratégiája csak egy angol nyelvű diasorozatként volt olvasható.

4.4 A tőzsdei éves és gyorsjelentések elemzésének ismertetése

Az előző pontban bemutatott honlapok mellett a BÉT-en jegyzett cégek 2004. évi jelentése és 2005 első félévi gyorsjelentése volt az adatgyűjtés másik forrása²⁵⁹. A jelentéseket elsősorban a társaságok honlapjáról mentettem le, de ahol erre nem volt lehetőségem, ott a BÉT-honlapon szereplő jelentésekre támaszkodtam. A céges honlapok elsődlegességének indoka az, hogy ezeken szerepel mindaz, amit a cégek (önkéntesen) közzé kívánnak tenni magukról. Így több esetben előfordult, hogy adott cégtől nemcsak egyetlen jelentést tudtam elemezni – lásd például a Danubius esetében DH (2004a)-t és DH (2004b)-t, valamint a Rába esetében RÁ (2004b)-t és RÁ (2004c)-t. Az elérhető legtöbb beszámoló és jelentés elemzése illeszkedik kutatásom feltáró jellegéhez, és erre a tőzsde honlapja kevés lehetőséget nyújtott volna.

A vizsgálatba bevont 43 jegyzett céghez tartozóan összesen 122 beszámolót és jelentést sikerült összegyűjtenem. Ez azt jelenti, hogy az egyes cégekre átlagosan nem kettő (egy-egy éves és gyorsjelentés), hanem közel három fájl esik. Részletesen lásd a Felhasznált források jegyzéke III. pontjában. Az ott szereplő megnevezések az elemzett dokumentumok címét tükrözik, nem pedig azok tartalmára (számviteli beszámoló vagy ennél bővebb tőzsdei jelentés) utalnak.

Gyorsjelentésből minden vállalathoz egy kapcsolódik. Ezt esetleg a tőzsdei adatlapok külön fájlja (FOTEX, Forrás, Hungagent) vagy eltérő formátumú

²⁵⁹ A naptári évtől eltérő gazdasági évet választó cégek esetében természetesen más időszakot átfogó jelentések álltak rendelkezésre. Így az Egis esetében a 2005. szeptember 30-án zárult évről, valamint a 2005. március 31-én zárult félévről készített jelentéseket elemeztem. A Zwack pedig 2005 folyamán tért át az április 1-el kezdődő üzleti évre. Ezért esetében a 2004-es éves beszámoló ZW (2004) mellett elemeztem a töredék gazdasági évről 2005 március 31-re vonatkozóan elkészített jelentést ZW (2005a) és ZW (2005b), valamint az eltolódás miatt a 2005 szeptember 30-ra szóló féléves gyorsjelentést ZW (2005c).

összefoglalók (Antenna Hungária) egészítik ki. A legbővebb gyorsjelentést az OTP adta közre (54 oldal), miközben a Konzum és a Skoglund egyaránt magáénak vallhatja a legrövidebb, mindössze hétoldalas gyorsjelentést. További 12 cég gyorsjelentése sem haladja meg a tízoldalas terjedelmet (közülük ketten tartoznak az A kategóriába). Az elemzett gyorsjelentések összesen 733 oldal tesznek ki.

Éves jelentésből és/vagy éves beszámolóból ezzel szemben sok vállalat készített egynél többet. Ennek egyik oka, hogy külön jelentés készült az anyavállalatról, és külön (konszolidált) beszámoló a cégcsoportról. A másik oka pedig az, hogy több vállalat kétféle számviteli standard szerint is elkészítette a beszámolását – és az értékorientált kiegészítő beszámoló szempontjából elsősorban fontos kiegészítő mellékletét. Így például az OTP esetében négyféle beszámolót tartalmaz a tőzsdei jelentés OT (2004d): az OTP Rt. és az OTP-csoport magyar, illetve nemzetközi számviteli standardok szerinti beszámolását. Ez egyben a legbővebb magyar nyelvű éves jelentés (141 oldal) volt, amelyen csak a Magyar Telekomnak a New York-i tőzsde számára készített, angol nyelvű jelentése tett túl (236 oldal). A legrövidebb éves jelentést a Quaestor (12 oldal) tudhatta magáénak. A vizsgált éves jelentések és beszámolók összes terjedelme 3724 oldal, így a gyorsjelentésekkel együtt átnézett anyag 4457 oldalt tesz ki.

Az Európai Unió belüli tőzsdéken jegyzett cégeknek 2005-től kezdve beszámolójukat a nemzetközi számviteli standardok (IFRS) alapján kell összeállítaniuk. Ez tehát már érinti a vizsgált gyorsjelentéseket, de nem vonatozik a 2004. évi éves jelentésekre. Ennek ellenére számos vállalat készítette el és tette közzé már ez utóbbit az IFRS szerint is (8. táblázat).

Alkalmazott standard(ok)	Éves jelentés		Gyorsjelentés	
	A kategória	B kategória	A kategória	B kategória
MSzSz	2	20	2	18
IFRS	7	–	18	3
US-GAAP	2	–	–	–
MSzSz + IFRS	9	2	1	1
US-GAAP + IFRS	1	–	–	–
MSzSz: Magyar Számviteli Szabvány IFRS: Nemzetközi Számviteli Standardok US-GAAP: Általánosan Elfogadott Számviteli Elvek (USA)				

8. táblázat: A vizsgált éves és gyorsjelentések megoszlása az alkalmazott számviteli szabályrendszer szerint

A táblázatból látható, hogy míg az A kategóriában mindkét jelentés-fajtánál az IFRS használata volt domináns, addig a B kategória cégei végig a magyar szabályozást részesítették előnyben. A US-GAAP elveit mindössze három vállalat alkalmazta, mindegyiküket az A kategóriában jegyzik, és a gyorsjelentésben már ők is áttértek a többségi IFRS-re. A gyorsjelentést az A kategóriából továbbra sem IFRS-ben készítette el az Egis és az IEB.

A beszámoló pénzneme a Graphisoft esetében az euró, míg a NABI esetében az amerikai dollár volt. Az összes többi cég forintban számolt be. Érdekes, hogy mindkét említett vállalat a US-GAAP alapján készítette el az éves beszámolóját, majd a gyorsjelentésben már áttért az IFRS-re.

A vizsgált jelentésekben talált, a kiegészítő értékkorientált beszámolás körébe tartozó tartalmi elemeket a III. Melléklet részletezi. Ennek tanúsága szerint szinte mindegyik cég közölt legalább egy mutatót a tulajdonosi megtérülésről, beszámolt legalább egy nem tárgyasult erőforrásáról, legalább egy stratégiai előnyéről, továbbá az értékkorientált mutatószámok kiszámítását segítő legalább egy adatról. A III. melléklet azonban nem ad lehetőséget a hipotézist érintő következtetések levonására, mert adatait még tisztítani kell (lásd a 4.5 alfejezetet). Ezt a tisztítást ugyanakkor nem érdemes külön elvégezni a jelentésekben szereplő információkra²⁶⁰. Éppen ezért előbb (cégenként) összesítettem

²⁶⁰ Ez az oka annak, hogy kizárólag a jelentések alapján nem készíthető ugyanolyan táblázat, amelyet a honlapok adatközléseit vizsgálva a 4.3 alfejezetben bemutatok. Emiatt a honlapokon és a jelentéseken keresztüli adatközlés közvetlenül nem vethető össze egymással. Ez azonban nem baj, mert egyrészt két

a honlapokon és a jelentésekben talált adatokat, majd ezek tisztítása után értékeltem a kutatási hipotéziseket. A továbbiakban tehát már mindig egyben fogom kezelni és értékelni a honlapokon és a jelentésekben talált adatokat és információkat.

4.5 A hipotézisek értékelése

Ebben a pontban az értékorientált kiegészítő beszámolóra vonatkozó hipotézisek értékelését végzem el a tőzsdén jegyzett cégek honlapjain talált és az általuk készített éves és gyorsjelentésben szereplő adatok alapján. Ehhez tehát közös adatbázisba kellett összevonnom a 4.3 és a 4.4 alfejezetben leírtak szerint összegyűjtött adatokat. Ettől a ponttól kezdve többé nem volt érdekes, hogy az egyes adatokat a honlapon vagy a jelentésekben találtam meg (és természetesen az sem, hogy az éves vagy a gyorsjelentésről van szó), hanem a kutatás feltáró jellegéből fakadóan csak az számított, hogy legalább az egyik helyen említi őket a cég.

Ennek megfelelően az összevonás első lépése a párhuzamosan szereplő adatok kiszűrése volt. A következő fázisban a valóban önkéntes információközlést választottam el attól, amit a tőzsdei és/vagy a számviteli szabályok eleve kötelezővé tesznek a cégek számára. Ennek során a leggyakrabban előforduló tételekre koncentráltam:

- A tőzsdei jelentésben szerepelnie kell a vezető tisztségviselők megnevezésének²⁶¹, ezért pusztán a nevek említése nem számít önkéntes beszámolásnak. Utóbbiként értékeltem azonban a vezetők (igazgatósági és felügyelőbizottsági tagok) életrajzának ismertetését. Ráadásul ez sokkal jobban segíti az értékorientált beszámolás célját, azon belül konkrétan a stratégiai előnyök bemutatását.

nagyon különböző kommunikációs csatornáról van szó, másrészt kutatásom nem erre az összevetésre irányul, harmadrészt a hipotézisek értékelésekor sincs jelentősége ennek az összehasonlításnak.

²⁶¹ BÉT (2003) 71.o.

- Ugyancsak kötelező eleme a tőzsdei jelentésnek az alkalmazotti létszám²⁶². Ezért önkéntes adatszolgáltatásként ennek részletezését fogadtam el (például a végzettség szerinti összetétel megadását, lásd www.demasz.hu), vagy valamilyen kibővített mutatószámot (például egy dolgozóra jutó árbevétel, amelyet több cég is megadott). Az értékorientált kiegészítő beszámolás szempontjából ugyanis ezek hordoznak érdemi információt, míg a létszám önmagában nem.
- A tőzsdei jelentésben és a számviteli beszámolóban is szerepelnie kell a visszavásárolt saját részvények számának²⁶³. Önkéntesen szolgáltatott tartalom akkor kapcsolódik ehhez, ha a közlést kiegészítik a visszavásárlás céljával (vagy a visszavásárlásra felhatalmazó döntéssel, amelyből kiolvasható a jóváhagyott szándék – lásd pl. FHB²⁶⁴ és MOL²⁶⁵). Ez az információ pontosítja a tulajdonosi megtérülést.
- A számviteli beszámolóban (pontosabban annak kiegészítő mellékletében) meg kell adni a mérlegen kívüli kötelezettségeket és a mérlegen kívüli egyéb tételeket. A garanciák, kezességek, lízingdíjak és más hasonló tételek szerepeltetése tehát nem önkéntes információadás. Ha azonban a tényleges fizetési kötelezettségeket (például a lízingdíjakat) évek szerint részletezve adja meg a cég, ez a részletezés már önkéntességet jelent, ráadásul érdemben hozzájárulhat a jövőbeli cash flow-k megbecsléséhez, és így az értékorientált mutatószám előrejelzéséhez. A függő kötelezettségek (garanciák, kezességek) részletezése nem tartozik bele az értékorientált kiegészítő beszámolásba.
- Az IFRS és a US-GAAP²⁶⁶ kötelezően előírja az egy részvényre jutó eredmény (earnings per share) kimutatását. A tulajdonosi megtérülés ezen adata

²⁶² BÉT (2003) 42.o. és 71.o.

²⁶³ BÉT (2003) 42.o.

²⁶⁴ FH (2004b) 89.o.

²⁶⁵ MO (2004) 102.o.

²⁶⁶ A US-GAAP sajátos szabálya, hogy a beszámolóban nem engedi meg kimutatni a CFPS – cash flow per share – mutatót (ARBEITSKREIS (2002) 2337.o.). Ez a mutatószám szerepel vizsgálatom modelljé-

tehát csak a kizárólag a magyar számviteli szabályok szerint beszámoló cégek esetében minősül önkéntesnek. A 4.4 alfejezetben bemutattam az elemzett beszámolók megoszlását a követett számviteli normák szerint. Ezért nem meglepő, hogy az EPS-mutató önkéntes megadása jellemzően a B kategóriában fordul elő; az A kategória egyetlen ilyen helye az EG (2005a).

A megmaradó, kizárólag önkéntes adatok tisztításának utolsó lépéseként a szegmensekre (üzletágakra, régiókra stb.) vonatkozó információkat rendszereztem. Így a szegmensenkénti árbevételt a nem tárgyasult erőforrások közé soroltam, mert a belőle következő piaci részesedés a vevői tőke egyik eleme. A szegmensek hozamadatát azonban a tulajdonosi megtérülésnél tüntettem fel, mert részletezi, értelmezi az összvállalati tulajdonosi megtérülés forrásait. Ugyanígy az első oszlopba soroltam be az üzletágak eredményének és eszközértékének vagy tőkelekötésének egyidejű megadását, hiszen ebből könnyen kiszámolható a megtérülés (lásd például Antenna Hungária és NABI)²⁶⁷. A tevékenységi területenként megadott teljes mérleg és eredménykimutatás haszna (bár belőle adódik a megtérülés) ugyanakkor inkább a nem tárgyasult erőforrások részletes bemutatása, semmint a megtérülés „részletezése”, ezért ezt az információt az utolsó oszlopban tüntettem fel (lásd DÉMÁSZ). A FOTEX és a Linamar esetében így az a sajátos helyzet állt elő, hogy miközben az éves beszámolójuk bemutatja az egyes üzletágak üzemi eredményét és a bennük lekötött tőkét, s így lehetővé teszi az üzletágankénti megtérülést kiszámítását, a cégek sehol és semmilyen formában nem adják meg a vállalat egészére vonatkozó megtérülés-adatot (bár a rendelkezésre álló információkból ez természetesen megkapható). Mindez az önkéntes beszámolás következetlenségére utal.

ben, mégpedig a tulajdonosi megtérülés mutatói között. Mivel azonban a modell mutatószámait nem kötelező katalógusként, hanem lehetséges példaként vettem figyelembe a kutatás során, továbbá egyetlen mutató megléte vagy hiánya érdemben nem befolyásolta az értékelésemet (erről lásd bővebben a tulajdonosi megtérülés értékelésének kategóriáit), ezért a CFPS-t érintő tiltással nem kellett külön foglalkoznom.

²⁶⁷ Az egyes szegmensek eredményének és árbevételének megadása (lásd például Pannonplast) viszont nem mond semmit a tulajdonosi megtérülésről, hiszen az így számolható árbevétel-arányos megtérülésnek (return on sales, ROS) nincs közvetlen kapcsolata a tulajdonosokkal.

Ha szoros kapcsolatot tételezünk fel a múlt és a jövő között, akkor a szegmensenkénti megtérülés-adat egyben a stratégiával kapcsolatos információt is jelenthet, hiszen segíthet az alapvető képesség feltárásában. Ez a feltételezés azonban nem kötelező érvényű, így magam sem vettem figyelembe az elemzés során.

A leírt lépéseket elvégezve jutottam el a hipotézisek értékelését lehetővé tevő adattáblához (lásd a IV. mellékletet). Ennek felhasználásával vizsgáltam meg az értékorientált kiegészítő beszámolásra vonatkozó hipotézisek beválását (lásd a 4.5.2-4.5.4 pontokat). Az elemzést egyaránt elvégeztem a vizsgált cégek összességére és vállalatonként is. A hipotézisek összefoglaló értékelését a 4.5.5 pont és az V. melléklet tartalmazza. A vizsgált hipotézisek nem foglalkoznak a tulajdonosi megtérülés bemutatásával (hiszen annak ismertetését a tőzsdei szabályzat előírja, így tehát nem önkéntes adatszolgáltatásról van szó), az átfogó képhez azonban ez is hozzátartozik. Ezért a következőkben (4.5.1 pont) röviden összefoglalom az ezzel kapcsolatos, a kutatás során szerzett tapasztalatokat, majd ezt követően foglalkozom az egyes hipotézisekkel.

4.5.1 A tulajdonosi megtérülésre vonatkozó önkéntes adatszolgáltatás jellemzése

Az értékorientált kiegészítő beszámolás egyik eleme a tulajdonosi megtérülés bemutatása. Itt a vállalat többféle mutatószám és egyéb információ segítségével jellemezheti az elmúlt időszak(ok)ban elért, tulajdonosi szempontú eredményességét. A 4.1 alfejezetben – a szakirodalom alapján – felsoroltam ezek közül jó néhányat, de egyben hangsúlyoztam, hogy nem kizárólag a felsoroltak tekintendők az értékorientált beszámolás részének. Egyfelől a cégeknek nem kell az összes mutatószámot és egyéb információt megadniuk, másrészt ezektől eltérő számokkal és adatokkal is jellemezhetik a tulajdonosi megtérülést.

A mutatószámok egy része (például az egy részvényre jutó cash flow, valamint az árfolyam és a könyv szerinti érték aránya) bárki által kiszámolható, hiszen mind az éves beszámoló, mind a tőzsdei adatok nyilvánosak. Ugyanígy bárki által összeállítható az osztalék-idősor és a részvényárfolyam alakulása. Ez esetben a vállalati önkéntes beszámolásnak a szerepe és értelme nem az új, más-honnan meg nem szerezhető információ közlése, hanem annak kifejezése, hogy számára fontosak a tulajdonosok, ezért az őket érdeklő adatokat készen rendelkezésükre bocsátja. Ezzel leveszi a meglévő és potenciális tulajdonosok válláról az adatgyűjtés terhét. De hangsúlyozom, hogy ezeket az adatokat bárki képes lenne előállítani. Ez a csupán jelzésértékű szerep az oka annak, hogy a tulajdonosi megtérülés bemutatására vonatkozóan nem fogalmaztam meg hipotézist, hanem az önkéntes értékorientált adatszolgáltatást enélkül ítéltem meg.

A 4.1. alfejezetben felsorolt információk közül többet megtaláltam a vizsgált cégek beszámolásában is (9. táblázat):

Tulajdonosi megtérülést kifejező mutatók és adatok	Vállalati példa
Részvényárfolyam alakulása	Skoglund Holding Rt.
Részvényárfolyam volatilitása	Zwack Unicum Rt.
Pillanatnyi árfolyam nagysága	FHB Rt.
A vizsgált időszak legmagasabb és legalacsonyabb árfolyamértéke	Pannonflax Rt.
Záróárfolyamok nagysága	Gardénia Rt.
Részvény révén elérhető hozam	NABI Rt.
Kifizetett osztalék	Magyar Telekom Rt.
Osztalék-idősor(ok)	EGIS Rt.
Részvényárfolyam összehasonlítása valamilyen aggregált benchmarkkal	Rába Rt.
Részvényárfolyam és ágazati index alakulásának összevetése	Richter Gedeon Rt.
Egy részvényre jutó eredmény (earnings per share, EPS)	Freesoft Rt.
Árfolyam és nyereség aránya	TVK Rt.
Árfolyam és könyv szerinti érték aránya	OTP Bank Rt.

9. táblázat: Konkrét példák a tulajdonosi megtérülés bemutatására

Ezzel szemben nem találtam vállalati példát a cash flow alapú mutatókra, az osztalékhozam relatív bemutatására, továbbá a value-at-risk adatokra. A szakirodalomból átvett modellen kívüli mutatószámok a bruttó osztalék (DÉMÁSZ²⁶⁸) és a nettó eredmény (NABI²⁶⁹). S információt jelent az a közlés is, hogy a NABI nem fizet osztalékot²⁷⁰.

²⁶⁸ DE (2004a) 15.o.

A tulajdonosi megtérüléshez további adalékot szolgáltat a birtokolt saját részvények száma és vásárlásuk célja²⁷¹ (Borsodchem²⁷²). A beszámolásban ezen túlmenően még konkrét hivatkozás is adható a saját részvény-vásárlásra feljogosító közgyűlési határozatra (MOL²⁷³). A BIF Rt. pedig arról tudósított, hogy a társaság részvényeinek egy részét zárolták²⁷⁴.

A tulajdonosi megtérülés bemutatásához hozzátartozik az árfolyammozgások magyarázata is²⁷⁵. Erre egyetlen példát találtam: a DÉMÁSZ-t²⁷⁶. Nem ad viszont hasznos jellemzést a tulajdonosi megtérülésről a saját tőke jövedelmezőségének mutatója (return on equity, ROE), hiszen az eredményt a kimutatott saját tőkéhez (azaz a számviteli szabályok szerint meghatározott, és nem a piac értékítéletét tükröző adathoz) viszonyítja. Az osztótkéhez, a működésbe fektetett tőkéhez, illetve az árbevételhez viszonyító további megtérülési mutatók (ROA, ROACE és ROS) sem jellemzik a tulajdonosi megtérülést. Ráadásul előfordult, hogy hibás képlet alapján számolták ki a mutatóértéket²⁷⁷.

Végezetül a szakirodalom azt is megfogalmazza, hogy az egy részvényre eső eredményt nemcsak az adózott eredményt alapul véve érdemes kiszámolni, hanem egyéb eredménykategóriákat is figyelembe lehet venni. Ezek közül külön is kiemelik az EBIT-et (ez lényegében megegyezik az üzemi, üzleti eredménnyel) és az EBITDÁ-t²⁷⁸. Ezen eredményadatokat többen is nyilvánosságra hozzák a BÉT-en jegyzett cégek közül; egyetlen részvényre jutó értéküket azonban egyedül a Pannonplast gyorsjelentése adja meg²⁷⁹.

²⁶⁹ www.nabi.hu

²⁷⁰ NA (2004) 12.o.

²⁷¹ Lásd FISCHER-WENZEL-KÜHN (2001) 1210.o.

²⁷² BC (2004a) 32.o.

²⁷³ MO (2004) 100.o.

²⁷⁴ BI (2004b) 25.o. és 37.o.

²⁷⁵ Lásd FISCHER-WENZEL-KÜHN (2001) 1210.o.

²⁷⁶ DE (2004a) 14.o. kk.

²⁷⁷ Lásd SK (2004b) 10.o.

²⁷⁸ FISCHER-WENZEL-KÜHN (2001) 1210.o.

²⁷⁹ PA (2005) 2.o.

Mindezeket összefoglalva a megvizsgált honlapok és jelentések alapján a következő megállapítások tehetők a tulajdonosi megtérülés bemutatása kapcsán (a részletes, cégenkénti értékelést lásd az V. mellékletben):

- A megvizsgált 43 tőzsdei cégből 23-an (53%) nem adtak számot önként a tulajdonosok által elért megtérülésről. Közülük 12-en nem adtak meg semmiféle, erre vonatkozó adatot (kizárólag a B kategóriába tartozó vállalatokról van szó). A fennmaradó 11 vállalat – ebből 3 tartozik az A kategóriába – beszámolójában legalább egy erre utaló mutatószám vagy egyéb adat ugyan szerepel, de esetükben még nem beszélhetünk tartalmas, átfogó adatszolgáltatásról.
- 13 cég (30%) eleget tett a tulajdonosi megtérülés bemutatására vonatkozó elvárásnak, hiszen mindegyikük sokfajta információt adott meg. Közöttük olyanokat is, amelyek megszerzése a tulajdonosok számára komoly utána-járást és költséget okozott volna. Egy cég tartozik közülük a B kategóriába.
- Hét vállalat (16%) – közülük szintén egy tartozik a B kategóriába – pedig átmeneti helyzetben van a két, már említett csoport között. A tulajdonosi megtérülésről szolgáltatnak ugyan néhány adatot, ezek azonban nem olyan sokszínűek és újszerűek, hogy ezirányú közléseiket meggyőzőnek értékelhessem. Minősítésükre ezért a részben jelzöt használtam.
- A B kategória cégei közül egy maradéktalanul, egy pedig részben teljesítette a tulajdonosi elvárás közzétételére vonatkozó elvárást. A többiek erre vonatkozóan nem, vagy túl kevés adatot közölnek.
- Az A kategóriában többségben vannak a tulajdonosi megtérülésről beszámoló vállalatok (12 cég, azaz 57%), és szép számmal kaptak részben minősítést is (6 cég, vagyis 29%). Ebben a jegyzési kategóriában tehát kivételnek számít (3 cég, 14%) a tulajdonosi megtérülésről való beszámolás elmaradása.

- A leggyakoribb önkéntesen megadott adat/információ az EBITDA (13 cég), ezt követi az árfolyam-alakulás bemutatása (11 cég), a legmagasabb és legalacsonyabb árfolyam (9 cég) és az EBIT (8 cég) megadása. A csak egyszer előforduló esetekre már kitértem a fenti elemzésben.

4.5.2 A H1 hipotézis vizsgálata

H1: A tőzsdei cégek többsége nyilvánosságra hozza az(oka)t az értékorientált mutatószám(ka)t, amely(ek)et vezetése összvállalati szinten használ, s megadja a kiszámításhoz szükséges többletinformációkat is. Emellett bemutatja azt is, hogy az értékorientált mutatószám(ka)t miként használja fel a munkatársak ösztönzéséhez.

A 3. fejezetben részletesen bemutattam az értékorientált irányítást szolgáló mutatószámokat, valamint kiszámításuk módját. Ez alapján a 3.4 alfejezetben összefoglaltam, hogy a cégeknek az éves beszámolón kívül milyen többletadatokat kell nyilvánosságra hozniuk ahhoz, hogy a meglévő és potenciális tulajdonosok megkapják a döntéseikhez szükséges információt a vállalat saját tőkéjének értékéről és annak változásáról.

Ehhez kapcsolódóan kell a vállalatoknak bemutatniuk azt is, hogy a konkrét mutatószámot miként használják fel a vállalat irányításában²⁸⁰. A tulajdonosok számára legfontosabb információ az, hogy az értékorientált mutatószám megjelenik-e a vezetők és/vagy az összes dolgozó javadalmazásában. Ennek leggyakrabban említett formája a részvény- vagy opciójuttatás.

Annak részletes bemutatása, hogy az egyes cégek vizsgált honlapján és jelentéseiben ezek közül az adatok közül melyeket találtam meg, a IV. mellékletben olvasható.

²⁸⁰ Lásd FISCHER-WENZEL-KÜHN (2001) 1210.o.

Az adott időszakban ráfordításként elszámolt kutatás-fejlesztési költségeket az EVA-számítás során kell figyelembe venni. Némely vállalat ezt általánosságban adja meg (például Richter²⁸¹, Rába²⁸², Pannonplast²⁸³, NABI²⁸⁴, MOL²⁸⁵), míg mások konkrét tartalmat rendeltek a költséghez (kímélő élelmiszerek előállítása – Székesfehérvári Hűtőipari Rt.²⁸⁶; készletek megszerzése, kutatás és mezőfejlesztés – MOL²⁸⁷; integrált technológiai rendszer – DÉMÁSZ²⁸⁸). Természetesen teljes értékű adatszolgáltatásnak minősül az is, ha a vállalat kijelenti, hogy az adott időszakban kutatás és kísérleti fejlesztés nem volt²⁸⁹.

Szintén az EVA kiszámításához van szükség a piacra lépést elősegítő, az adott időszakban költségként elszámolt kiadások kiemelésére. Erre egyetlen példát találtam: a törzskönyvezési díjak összegét a Richternél²⁹⁰. A befektetett eszközök bruttó értékének és kumulált értékcsökkenésének ismerete ezzel szemben a CVA kiszámításához szükséges.

A mérlegen kívüli tételek közül mind a CVA, mind az EVA kiszámítása igényli a jövőbeli lízingtartozásokat, továbbá ezek tőkésített értékét (például Antenna Hungária²⁹¹, NABI²⁹², Synergon²⁹³). Ez a megállapítás az operatív lízingre vonatkozik. A garanciák és kezességek (feltételes és ezért nehezen tervezhető jellegüknél fogva) ugyanakkor nem jelentenek érdemi információt az értékorientált mutatószámok meghatározásához.

Végül a diszkontált cash flow módszeréhez a jövőbeli pénzáramlásokra van szükség. Ezekhez szolgál adalékul a mérlegen kívüli tételek néhány további

²⁸¹ RI (2004) 53.o., 75.o. és 105.o.

²⁸² RÁ (2004a) 31.o.

²⁸³ PA (2004a) 24.o.

²⁸⁴ NA (2004) 23.o.

²⁸⁵ MO (2004) 48.o.

²⁸⁶ SZ (2004) 51.o.

²⁸⁷ MO (2004) 88.o.

²⁸⁸ DÉ (2004b) 76.o.

²⁸⁹ EC (2004) 39.o.

²⁹⁰ RI (2004) 84.o.

²⁹¹ AH (2004b) 34.o. k., ahol éves megbontást is találunk.

²⁹² NA (2004) 27.o., ahol éves megbontást is találunk.

eleme (beleértve a pénzügyi lízinget is). Erre találunk példákat a következő cégeknél: OTP²⁹⁴, NABI²⁹⁵ és Synergon²⁹⁶. Hasznos információnak minősül az a kijelentés is, hogy nincsenek mérlegen kívüli tételek²⁹⁷. A cash flow-k indirekt meghatározását segítő információ a pénzmozgással nem járó költségek nagysága, amelyet a Graphisoft²⁹⁸ ad meg.

Az értékorientált mutatószámok kiszámításához minden esetben szükség van a (súlyozott átlagos) tőke költségre, illetve annak összetevőire. Két vállalatnál – Synergon és Magyar Telekom – találtam ehhez kapcsolódó adatot²⁹⁹. A Synergon megadja egyrészt a külföldi leányvállalata felvásárlásakor alkalmazott diszkontrátát³⁰⁰. Bár erre vonatkozóan szerepel a tárgyévi és a megelőző évi diszkontmérték is, ezek aligha tekinthetők a jövőbeli átlagos tőke költségek előrejelzésének. Másrészt olvashatjuk a cég működőtőke-igényét finanszírozó kölcsönök súlyozott átlagkamatát³⁰¹. Hiányzik ugyanakkor a kiszámítás módszertanának ismertetése, ezért ennek az adatnak a tartalma nem ítélt meg egyértelműen. A fent idézett megnevezés azonban arra utal, hogy ez nem egyezik meg az összvállalati súlyozott átlagos tőke költséggel. S mivel értéke a múltra vonatkozik, ezért az értékorientált mutatószám(ok) kiszámításához csak szigorú megszorításokkal használható fel. Ebből pedig az következik, hogy a Synergon a fentiek ellenére nem adta meg sem a jövőbeli adatok diszkontálásához felhasználandó diszkontlábat, sem pedig annak valamennyi összetevőjét. A beszámolóban található adatok tehát nem tartalmazzak jelentős információ-többletet.

²⁹³ SY (2004) 27.o., ahol három szakaszra tagolják a jövőt.

²⁹⁴ OT (2004d) 28.o., 92.o. kk. és 122.o. kk., bár itt hiányzik az évenkénti megbontás.

²⁹⁵ NA (2004) 31.o. k., ahol több szakaszra bontják meg a jövőt.

²⁹⁶ SY (2004) 26.o. k., ahol egy akvizícióhoz kapcsolódó jövőbeli lehetséges pénzáramokat ad meg a cég.

²⁹⁷ Lásd például TV (2005) 7.o. Ezt az adatot azonban érdemes együtt szemlélni a TV (2004) 56.o. kk. információival.

²⁹⁸ GR (2004) 9.o.

²⁹⁹ MO (2004) 90.o. ismertet egyfajta diszkontálást, ahol a “SFAS 69 előírásai szerinti 10%-os diszkont-ráta alkalmazása” szerepel. Nem derül azonban ki, hogy ez a diszkontmérték milyen kapcsolatban van a vállalat súlyozott átlagos tőke költséggel. Ezért ezt nem tekintem az értékorientált kiegészítő beszámolás körébe tartozó adatszolgáltatásnak.

³⁰⁰ SY (2004) 19.o.

A tőkeköltségről beszámoló másik vállalat a Magyar Telekom. Beszámolójában megtalálható a kockázatmentes kamatláb nagysága³⁰²: a tárgyév és a megelőző évek adatsora. Ez azonban nem mond semmit az értékorientált mutatószámok szempontjából. Olvashatjuk még az elszámolandó értékvesztéshez felhasznált diszkontrátát. Mivel ez az „MLLN-, DTU-, FMUX- és nagysebességű előfizetői eszközökhöz”³⁰³ kapcsolódik, ezért nem lehetünk biztosak benne, hogy összvállalati vagy inkább ágazati diszkontrátáról van-e szó; ráadásul itt csak a tárgyév adatát tudhatjuk meg, amelyből nem következik a diszkontráta jövőbeli értéke. Végezetül megadja a cég a felvett hitelek súlyozott átlagos kamatlábát: egyaránt szerepelnek a múltra³⁰⁴ és jövőre³⁰⁵ vonatkozó kamatmértékek. Utóbbiak éves bontásban tartalmazzák a beszámolót követő öt év átlagos hitelkamatát. Ez valóban érdemi információ az értékorientált mutatók kiszámításához. Az igényelt súlyozott átlagos tőkeköltséghez azonban szükség lenne még a saját tőke utáni (kockázatarányos) hozamelvárásra is; ez viszont nem szerepel sem a honlapon, sem a jelentésekben. Ezért összességében a Magyar Telekom sem adja meg a számításokhoz szükséges tőkeköltség-adatokat.

Végezetül meg kell még indokolnom, hogy miért szerepeltetem a „hozzáadott értéket”³⁰⁶ a táblázatban a Freesoftnál. A hozzáadott érték kiszámításának módszertanát nem ismerteti a cég. Ezért csak – vállaltan jóhiszemű – feltételezéssel élhettem azzal kapcsolatban, hogy itt az értékteremtés valamely, szakmailag helyesen kiszámolt mutatóértékéről van szó. Ha ez igaz, akkor ez a mutatószám rokon a reziduális eredménnyel, amely pedig az EVA kiszámolásának alapja.

A kutatáshoz választott modellben az értékorientált mutatószámokon kívül a vállalatoknak arról is be kell számolniuk, hogy az értékorientáltság miként

³⁰¹ SY (2004) 25.o.

³⁰² MT (2004b) 230.o.

³⁰³ MT (2004a) 68.o.

³⁰⁴ MT (2004a) 71.o.

³⁰⁵ MT (2004a) 72.o.

³⁰⁶ FR (2004) 34.o.

jelenik meg a dolgozók változó javadalmazásában. Ennek leggyakoribb formája a részvényjuttatás vagy a részvényre szóló opció juttatása.

A vizsgált vállalatok közül 13 (30%) említi, hogy teljesítményalapú javadalmazást alkalmaz. Ebből három cég esetében nem csupán a vezetésre korlátozódik ez a fajta javadalmazás, tíz esetben vezetői részvény-, illetve opciójuttatásról van szó, míg egy vállalatnál a leírásból nem derül ki egyértelműen az érintettek köre. Ez utóbbi cég a Linamar, amelynek mind éves, mind pedig gyorsjelentése csak annyit közöl, hogy a vizsgált időszakban nem voltak kibocsátott részvényopciók (de az érintettek körét nem adja meg)³⁰⁷. S van egy olyan vállalat, amelyik egyfelől jelzi, hogy dolgozói számára elsőbbségi részvényt bocsátott ki (Graphisoft³⁰⁸), másrészt vezetői részvényopciós programról beszél, amelynek leírásában azonban alkalmazottak szerepelnek³⁰⁹. E két közlés összességében zavaros képet ad, ami miatt a Graphisoftot nem tudtam egyértelműen besorolni a fenti kategóriák egyikébe sem – ehelyett (az idézett kijelentéseket önállóan értékelve) mindkettőnél figyelembe vettem.

A Graphisofton kívül minden dolgozója számára ad teljesítményarányos javadalmazást a Borsodchem³¹⁰ és a Richter³¹¹. Mindhárom cég részvényjuttatást ad munkatársainak, amely az értéorientált ösztönzés mindenre kiterjedő és következetes végrehajtására utaló jel. Közülük a Graphisoft részletező adatokat is szolgáltat (bár ezek összességében zavaros képet adnak, amint azt fent már bemutattam), míg a másik két vállalat lényegében csak az ösztönzés tényét rögzíti a beszámolóban.

³⁰⁷ Lásd LI (2004) 24.o. és LI (2005) 7.o.

³⁰⁸ GR (2004) 32.o. k., ahol szerepel ezek száma és az utánuk fizetett (elsőbbségi) osztalék nagysága is.

³⁰⁹ GR (2004) 30.o. kk., ahol kezdetben csak menedzsment szerepel (30.o.), majd a következő oldal már általában az alkalmazottakról szól.

³¹⁰ www.borsodchem.hu, ahol csak említés történik a dolgozói részvényjuttatásra, továbbá BC (2004a) 68.o. és 32.o., valamint BC (2004b) 24.o. Az idézett jelentésekben azonban két állítás szerepel, amelyek nem feltétlenül vannak összhangban egymással. BC (2004a) 68.o. szerint a dolgozói részvényeket bevonják; míg BC (2004a) 32.o. és BC (2004b) 24.o. szerint a későbbiekben lesz majd munkavállalói ösztönző rendszer (értsd: részvényjuttatási program).

³¹¹ RI (2004) 57.o. és 69.o.

A változó javadalmazásról beszámoló vállalatok zöme csak a vezetőknek juttat részvényt vagy részvényopciót. Ennek feltételeit részletesen ismerteti az FHB³¹², a Graphisoft³¹³, a Magyar Telekom³¹⁴, a MOL³¹⁵, a NABI³¹⁶. Ezzel szemben csak említést tesz a vezetői javadalmazás (érvényes vagy korábban érvényben volt) rendszeréről a DÉMÁSZ³¹⁷, az OTP³¹⁸, a Pannonplast³¹⁹, a Rába³²⁰ és a Kartonpack³²¹.

Külön ki kell emelnem a DÉMÁSZ esetét. Beszámolója³²² szerint a munkavállalói számára változó jövedelmet is fizet. Ennek feltétele, hogy teljesítsék az egyéni teljesítménycélokat (ezek vonatkozhatnak a kulcsfontosságú teljesítmény-mutatókra, konkrét feladatra, határidőre), valamint fejlődjenek a kompetenciáik. Ezek a mércék a tulajdonosi értékteremtéssel legfeljebb közvetett kapcsolatban állhatnak. A változó jövedelmet a cég nem részvényben vagy arra szóló opció formájában, hanem pénzben adja oda a dolgozóknak – ez ellentétben áll az értékorientált vállalatirányítás megközelítésmódjával. Ráadásul a felelős vállalatirányítási elvek kapcsán azt közli a menedzsment, hogy NEM a részvényesek érdekében jár el. „Az igazgatóság a vállalat egészének érdekeit szem előtt tartva jár el... A törvényi szabályozás nem értelmezi a részvényesek érdekeinek figyelembe vételét... az egyes részvényesek érdekeinek a figyelembe vétele ellentétes a törvényi szabályozással.”³²³ Ez a kijelentés arra a tőzsdei (és a felelős vállalatirányításra vonatkozó) ajánlásra válaszul született, hogy

³¹² FH (2004a) 50.o. és FH (2004b) 47.o. csak utal arra a vezetői javadalmazási szabályzatra, ami a www.fhb.hu honlapon elérhető (volt).

³¹³ Lásd GR (2004) 30.o. k. és GR (2005) 18.o. k.

³¹⁴ MT (2004a) 77.o. k., ahol a részvényopciós program mellett olvasható a középtávú ösztönzési program is, amely szintén a részvényárfolyam alakulását veszi alapul.

³¹⁵ MO (2004) 77.o. k., ami külön ismerteti az igazgatóság külső tagjainak, a felső vezetésnek és a menedzsment tagjainak (összesen kb. 200 főnek) az ösztönzési rendszerét, lásd még MO (2004) 94.o.

³¹⁶ NA (2004) 30.o. k., ahol a korábban adott opciók még élő állományát láthatjuk, és az is kiderül, hogy 2003 óta nem bocsátottak ki új opciókat, vagyis a vizsgált időszakban már nem volt ilyen ösztönzési elem.

³¹⁷ DÉ (2004b) 18.o.

³¹⁸ OT (2004) 102.o.

³¹⁹ PA (2004b) 29.o. k.

³²⁰ RÁ (2004d) 7.o., ahol a sok évvel korábbi részvényjuttatásról olvashatunk.

³²¹ KA (2004) 24.o.

³²² DÉ (2004b) 18.o., s ezt a www.demasz.hu honlap is megemlíti.

³²³ DÉ (2004b) 22.o.

az igazgatóságnak az összes részvényes érdekeit szem előtt tartva kell döntenie; ráadásul az idézett ajánlásra egyértelmű nemet mondott a cég. A „nem” miatt elemzésemben nem tulajdonítok érdemi jelentőséget az összes és az egyes részvényes érdekeire utaló megfogalmazás eltérésének. A DÉMÁSZ tehát nyilatkozik az értékorientált működésről, ez a nyilatkozat azonban tartalmában egyértelműen nemleges. Ezt fejezi ki az V. mellékletben szereplő minősítés.

Végezetül érdekességgé megemlítem, hogy a MOL a felső vezetés ösztönzésében szerepet szán az EVA mutatószámnak³²⁴, de sem ennek a mutatónak az értékét nem adja meg, sem pedig a kiszámításához szükséges adatokat nem mutatja be.

A fent elmondottak alapján értékeltem a H1 hipotézist (részletesen lásd az V. mellékletben). A tőzsdén jegyzett vállalatok közül egyetlen egy sem mutatja be az értékorientált működéshez felhasznált mutatószámot, sem pedig nem adja meg az ennek kiszámításához szükséges, a 3.4 alfejezetben tételesen felsorolt, kiegészítő információkat. Különösen szembetűnő a valamennyi értékorientált mutatószámhoz szükséges átlagos tőke költség bemutatásának hiánya. Az erre vonatkozóan legalább részleges adatot szolgáltató egyetlen vállalat a Magyar Telekom, azonban az ő adatszolgáltatása is messze elmarad a modell szerint megkövetelttől. Ezért tehát nincs egyetlen vállalat sem, amelyik a hipotézisben foglalt elvárásnak maradéktalanul eleget tesz.

A hipotézis értékeléséhez hozzátartozik még az értékorientált működés másik beszámolási elemének, a változó javadalmazásnak és az ehhez alapul szolgáló teljesítménynek a bemutatása. Erre vonatkozóan öt vállalat adott részletes tájékoztatást (FHB, Graphisoft, Magyar Telekom, MOL és NABI), mind-egyikük az A kategóriában szerepel. Közülük a NABI-nál csak a múltban volt ilyen javadalmazás, míg a többiekénél a vizsgált időszakban is. Ezért ezen cégek esetében részben, a többiek esetében pedig egyáltalán nem vált be a H1 hipoté-

³²⁴ MO (2004) 94.o.

zis. A DÉMÁSZ – amint azt korábban bemutattam és bizonyítottam – teljesíti ugyan a beszámolási követelményt, ennek tartalma azonban nemleges.

Mindezek alapján a vizsgált sokaság esetében a **H1 hipotézis nem vált be.**

4.5.3 A H2 hipotézis vizsgálata

H2: A tőzsdei cégek többsége nyilvánosságra hozza mindazokat az adatokat, amelyek bemutatják nem tárgyasult erőforrásait.

A hipotézis értékeléséhez össze kellett szednem az erre vonatkozó valamennyi adatot a vizsgált honlapokról és jelentésekből. Ehhez szövegelemzést végeztem, amely a honlapok és a jelentések teljes szövegére kiterjedt, és a teljességre törekedve gyűjtöttem össze mindazokat a szöveges és számszerű információkat, amelyek a nem tárgyasult erőforrásokat jellemzik. A nem tárgyasult erőforrások körének lehatárolásához a szakirodalomban talált legbővebb csoportosítást vettem alapul³²⁵. Az összes megtalált információt részletesen a IV. melléklet tartalmazza. Itt látszik, hogy öt vállalat (az összes cég 12%-a, s mindannyian a B kategóriába tartoznak) a nem tárgyasult tőke egyetlen eleméről sem tesz említést. A részletes elemzést megelőzően az áttekintő értékelést lásd a 10. táblázatban:

	A kategória					B kategória				
	0	1	2	3	4+	0	1	2	3	4+
Beszállítói tőke	17	4				17	5			
Befektetői tőke	18	3				22				
Elhelyezkedési tőke	18	2	1			22				
Folyamati tőke	6	6	5	3	1	10	8	4		
Humán tőke	11	7	2	1		19	3			
Innovációs tőke	11	5	3	1	1	20	1		1	
Vevői tőke	0	2	4	3	12	9	6	4	3	

10. táblázat: A nem tárgyasult erőforrások fajtánkénti említési gyakorisága

³²⁵ Lásd ARBEITSKREIS (2003) és a 4.1.1 alfejezet.

Ezt követően a választott kategóriákba soroltam be a talált információkat:

1. A beszállítói tőkére vonatkozóan kilenc cég (21%) adott meg adatot. Ez az egyetlen eleme a nem tárgyasult erőforrásoknak, amelyet több B kategóriás, mint A kategóriás cég említett. A beszállítói tőkére enged következtetni a hosszú távú beszerzési szerződések megléte³²⁶, a speciális alapanyag ismeretése³²⁷, a minősített beszállítók listája³²⁸, az elnyert kizárólagos disztribúciós jog³²⁹, valamint az alkalmazásszállító partnerek megnevezése³³⁰.
2. A befektetői tőke a forrásokhoz való hozzájárulás lehetőségét jelenti, nem téve éles különbséget saját és idegen tőke között. Erre vonatkozóan három cég (7%) szolgáltatott adatot, mindegyiküket az A kategóriában jegyzik. Mindhárom esetben a hitelképességi besorolásról (rating) adtak számot³³¹. Emellett – közvetett információként – értékeltam az Investor Relations Magazine által adott díjakat³³² is.
3. Az elhelyezkedési tőkével kapcsolatban szintén három vállalat (7%) adott információt. A Rába kihasználhatja a Rába Ring nyújtotta tesztelési lehetőségeket³³³, a MOL esetében a nettó bizonyított készlet³³⁴ és ennek elhelyezkedése, míg az OTP esetében a fiókok, és még inkább az ATM- és POS-terminálok száma és elhelyezkedése³³⁵ ad fontos információt. Ezzel szemben a Danubius szállodái és a MOL töltőállomás-hálózata nem az elhelyezkedési, hanem a vevői tőkére vonatkozóan enged következtetéseket levonni.
4. A folyamati tőke esetében összesen 27 vállalat (63%) szolgáltatott adatot (ebből 15-en az A, 12-en a B kategóriába tartoznak). Ezzel a folyamati tőke

³²⁶ DÉ (2004b) 79.o., MO (2004) 70.o., TV (2004) 56.o.

³²⁷ www.humet.hu

³²⁸ www.elmu.hu és www.emasz.hu

³²⁹ www.gardenia.hu

³³⁰ Ezt két, az információtechnikai ágazatban működő vállalatnál találjuk meg: a Freesoft nemzetközileg kiemelt ORACLE-partner (FR (2004) 7.o.), míg a Synergon termékeként felsorolja a vele együttműködő partnereket (www.synergon.hu).

³³¹ FH (2004a) 12.o., MT (2004b) 110.o. és www.otp.hu

³³² MT (2004a) 17.o.

³³³ www.raba.hu

³³⁴ MO (2004) 4.o., 82.o. és 86.o.

a nem tárgyasult erőforrások második leggyakrabban említett eleme. Ezen tőkefajta kapcsán a legtöbbször valamilyen minőségi standardnak (például ISO, OHSAS, EFSIS, AQAP stb.) való megfelelésről számoltak be a vállalatok, összesen húsz cég tüntette fel legalább egy standard alkalmazását³³⁶.

Három vállalat adta meg a hálózati veszteség mértékét (DÉMÁSZ³³⁷, EL-MŰ³³⁸ és ÉMÁSZ³³⁹), és öten számoltak be informatikai fejlesztésekről, illetve beruházásokról³⁴⁰. Két cég vezetett be környezetközpontú irányítási rendszert (TVK³⁴¹, Forrás³⁴²). Emellett a folyamatok tökéletességét jellemzi még a szállodák minősítése (Danubius³⁴³), a gyors call center és a pontos ügyfél-adatbázis (DÉMÁSZ³⁴⁴), az új vevő megszerzésének átlagos költsége (Magyar Telekom³⁴⁵), a fűrészi eredményesség (MOL³⁴⁶), a teljes körű CAD-tervezés (NABI³⁴⁷) és a grid-technológia (econet³⁴⁸). Az említett példák közül egyedül a MOL számszerűsíti a folyamatok tökéletességét, illetve annak változását; a többi esetben a megadott információk alapján további számolást vagy becslést igényel a tulajdonosok által igényelt értékek előállításához.

A 27 vállalat közül 14 a folyamatok tökéletességével kapcsolatban csak egyetlen adatot, 9-en két adatot, hárman háromfajta adatot, míg egyetlen cég (DÉMÁSZ) hat adatot hozott nyilvánosságra.

5. A humán tőke kapcsán összesen 13 vállalat (30%) adott meg valamilyen adatot, közülük tízen az A és hárman a B kategóriába tartoznak. Leggyak-

³³⁵ OT (2004d) 13.o. és 40.o., a fiókok elhelyezkedését pedig lásd a www.otp.hu-n.

³³⁶ www.phylaxiapharma.hu pedig arról számol be, hogy a vállalat nem tanúsított minőségbiztosítási rendszerrel rendelkezik. Ezt nem vettem figyelembe, hiszen auditálás nélkül – a külsősök szemében – nem sokat ér a minőségbiztosítás.

³³⁷ DÉ (2004b) 7.o., 24.o. és 25.o.

³³⁸ EL (2004) 13.o.

³³⁹ ÉM (2004) 13.o.

³⁴⁰ DÉMÁSZ, FHB, Globus, OTP és Zwack.

³⁴¹ www.tvk.hu

³⁴² FO (2004b) 16.o.

³⁴³ www.danubiusgroup.com

³⁴⁴ DÉ (2004b) 31.o.

³⁴⁵ MT (2004a) 43.o. és MT (2005) 9.o.

³⁴⁶ MO (2004) 28.o.

³⁴⁷ www.nabi.hu

³⁴⁸ EC (2005) 1.o. és 7.o.

rabban az egy dolgozóra jutó árbevételt említették (7 cég), és szintén többen megadták a képzési költség – teljes létszámra vagy egy főre számolt – nagyságát (5 cég). A humán tőkét jellemző további adatok a következők: egy dolgozóra jutó termelési érték (Csepel Holding³⁴⁹), dolgozók képzésére fordított idő (TVK³⁵⁰), a dolgozók elégedettek (MOL³⁵¹), fluktuáció (FHB³⁵²), végzettség szerinti dolgozói összetétel (DÉMÁSZ³⁵³).

Egyetlen cég adott meg háromfajta adatot (DÉMÁSZ), ketten közöltek két adatot (Antenna Hungária és Borsodchem), míg a többiek csupán egyetlen információt hoztak nyilvánosságra. A vevői tőkére vonatkozó adatszolgáltatással (lásd alább) összevetve látszik, hogy a humán tőke (mérése, irányítása és az erről való beszámolás) lényegesen kisebb szerepet játszik a vizsgált társaságok körében.

6. Innovációs tőkéről 12 cég (28%) szolgáltatott információt, közülük tízen az A, ketten pedig a B kategóriába tartoznak. A leggyakoribb közlés az elnyert díjakra vonatkozik – közéjük tartoznak a termékdíjak³⁵⁴, innovációs díjak³⁵⁵, a Kármán Tódor-díj³⁵⁶ és a Magyar Termék Nagydíj³⁵⁷. Két vállalat adja meg a kutatás-fejlesztési kiadásainak nagyságát (Richter³⁵⁸ és Pannon-flax³⁵⁹), egy pedig azok relatív nagyságát (EGIS³⁶⁰). Ugyancsak két (gyógyszeripari) vállalat mutatja be az utóbbi években bevezetett termékek árbevételen belüli arányát (EGIS³⁶¹ és Richter³⁶²).

³⁴⁹ CS (2004a) 25.o.

³⁵⁰ TV (2004) 14.o.

³⁵¹ MO (2004) 21.o.

³⁵² FH (2004b) 22.o.

³⁵³ www.demasz.hu

³⁵⁴ GL (2004), miközben a www.globus.hu Díjak aloldala a vizsgált időszakban üres volt; GR (2004)

48.o., 49.o., 50.o., 53.o.; www.nabi.hu

³⁵⁵ www.borsodchem.hu és www.richter.hu

³⁵⁶ DÉ (2004b) 36.o.

³⁵⁷ www.pannon-flax.hu és PF (2004) 12.o.

³⁵⁸ www.richter.hu

³⁵⁹ PF (2004) 7.o.

³⁶⁰ www.egis.hu

³⁶¹ EG (2005a) 3.o. és EG (2005b) 2.o., ahol az 1997 óta bevezetett új gyógyszerek adatait olvashatjuk.

³⁶² RI (2004) 31.o. az 1990-es évek eleje óta piacra került készítményekről számol be.

Az innovációs tőkéhez kapcsolódóan olvashatunk emellett világszabadalmakról (Rába³⁶³) és egyéb szabadalmakról (NABI, Richter³⁶⁴), néhány fejlesztés alatt álló termékötletéről (Synergon³⁶⁵), továbbá a bevezetett új termékek számáról (Pannonflax³⁶⁶). A Magyar Telekom honlapján láthatjuk a K+F partnerkapcsolatokat, a Phylaxia Pharma honlapján saját kutatóiról és az egyetemekkel közösen végzett kutatási tevékenységekről olvashatunk, míg a Rába³⁶⁷ számos helyen említi meg folyamatos fejlesztését.

Az innovációs tőkéről a legbővebb információszolgáltatást a Richternél találjuk, amely cég öt releváns adatot ad meg. Öt követi három-három adattal a NABI és a Pannonflax (utóbbit a B kategóriában jegyzik).

7. A legtöbb vállalat (34 cég, azaz 79%) által bemutatott és a legtöbb adattal jellemzett eleme a nem tárgyasult erőforrásoknak a vevői tőke. Az adatszolgáltatók között van az A kategória valamennyi cége, valamint a B kategória 13 vállalata (59%). A vevői tőkével kapcsolatos legtöbb adatot a következő cégeknél találjuk: Magyar Telekom (9 adat), OTP (7 adat), Richter és Synergon (6 adat).

Az adatszolgáltatás leggyakrabban előforduló tartalmi eleme az árbevétel megoszlásának bemutatása (25 cég, közülük 16 az A és 9 a B kategóriából); ahol a megoszlás követheti a termékeket, üzletágakat, régiókat vagy más földrajzi tagolást, a tevékenységeket, a szegmenseket vagy az értékesítési csatornákat. Szintén sok vállalat mutatja be a – sokféle néven említett – marketingkiadásait (16 cég, ebből 9 az A és 7 a B kategóriából). Ennél lényegesen kevesebben hozzák nyilvánosságra a piaci részesedést (8 cég, kizárólag az A kategóriából) és a termékenkénti – vagy tevékenységi területenkénti, szegmensenkénti, régiónkénti – eredményt (6 cég, közülük öt az A és egy a B kategóriából). Az eredményadatok ráadásul változatos képet

³⁶³ RÁ (2004d) 15.o. és 24.o.

³⁶⁴ www.nabi.hu és www.richter.hu

³⁶⁵ SY (2005) 8.o. és 9.o.

³⁶⁶ PF (2004) 7.o.

mutatnak abból a szempontból is, hogy szerepel közöttük EBITDA, EBIT, fedezet és teljes eredménykimutatás is.

Szintén a vevői tőkével kapcsolatosak a következő adatszolgáltatások is. Két cég számol be ügyfeleinek elégedettségéről (DÉMÁSZ³⁶⁸ és OTP³⁶⁹). Más megközelítésben, de lényegében hasonló információt adnak az elnyert fogyasztói díjak (5 cég³⁷⁰, mindegyik az A kategóriából), továbbá – negatív megközelítésben – a Magyar Telekom által közölt lemorzsolódási arány³⁷¹. A vevői tőke egy részét konkrétan számszerűsíti a márkanev értéke (Fotex³⁷²). Konkrét számadat nélkül jellemzi a piaci lehetőségeket (és így a vevői tőkét) a piaci verseny típusának és erősségének leírása³⁷³. Végezetül a vevői tőkéhez kapcsolódik a szerződött egészségbiztosítások listája (Danubius³⁷⁴), a partnerbankok, illetve külföldi bankkapcsolatok felsorolása (FHB és OTP³⁷⁵), a viszonteladói hálózat (Graphisoft³⁷⁶), a referenciapatikák köre (Richter³⁷⁷) és a külföldi dealerek listája (Zwack³⁷⁸).

A korábban bemutatott táblázatból kiderül, hogy a nem tárgyasult erőforrások közül csak kettő olyan van, amelyről legalább a vizsgált cégek fele adatot közölt: a folyamati és a vevői tőke. Adatközlésnek tekintetem – amint azt korábban már említettem – már azt is, ha csak egyetlen adattal jellemzi a cég az egyes erőforrásokat. (Elfogadtam volna a nemleges adatközlést is, de ilyenre –

³⁶⁷ RÁ (2004b) 12.o., 14.o. és 15.o. és RÁ (2004d) 11.o., 16.o. és 17.o.

³⁶⁸ DÉ (2004b) 30.o.

³⁶⁹ www.otp.hu

³⁷⁰ Lásd DÉ (2004b) 7.o., FH (2004a) 4.o. és FH (2004b) (bár ez a díj – legalábbis az angol elnevezése alapján – a folyamati tőkét is érinti), MT (2004a) 17.o., OT (2004d) 4.o., ZW (2004) 52.o. k. és ZW (2005a) 26.o.

³⁷¹ MT (2004a) 44.o., ahol a mobil-előfizetők átlagos lemorzsolódási aránya szerepel.

³⁷² FX (2004a) 27.o.

³⁷³ GL (2004) 28.o. és 35.o., MT (2004a) 20.o. és 30.o., NA (2004) 4.o. kk., RI (2004) 43.o. és 46.o.

Hasonló információt hordozna a www.borsodchem.hu-n szereplő állítás is, miszerint vannak piacra lépési korlátok – de csak abban az esetben, ha ezeket konkrétan ismertetné a cég. Részletek hiányában a pusztá kijelentést nem tekintem hasznos információnak.

³⁷⁴ www.danubiusgroup.com

³⁷⁵ www.fhb.hu és www.otp.hu

³⁷⁶ www.graphisoft.hu, amely az ArchiCAD viszonteladóit listázza.

³⁷⁷ www.richter.hu

³⁷⁸ www.zwack.hu

ellentétben a mérlegen kívüli tételekkel, illetve a kutatás és kísérleti fejlesztés költségeivel, lásd a 4.5.2 pontot – nem találtam példát.)³⁷⁹

Mivel a vállalatok többsége a nem tárgyasult erőforrások többségéről nem szolgáltatott adatot, ezért a **H2 hipotézis nem vált be**.

Az értékelést elvégeztem az egyes cégekre vonatkozóan is (részletesen lásd az V. mellékletet). Azon vállalatok esetében, amelyek a nem tárgyasult erőforrások közül legalább négyről megadtak adato(ka)t, beválnak minősítettem a hipotézist, három erőforrásról információt közlő vállalat esetében részben vált be a hipotézis, míg a kettő vagy annál kevesebb erőforrást bemutató cégek esetében a hipotézis nem vált be. A legtöbb erőforrást (hatot) a DÉMÁSZ írt le, és öt vállalat egyetlen nem tárgyasult erőforrásról sem adott számot. Az A kategóriában az ismertetett erőforrásfajták száma 1 és 6 között, míg a B kategóriában 0 és 3 között ingadozott (11. táblázat):

	A kategória							B kategória			
Bemutatott erőforrások száma	0	1	2	3	4	5	6	0	1	2	3
Cégek száma	0	2	5	5	6	2	1	5	4	8	5

11. táblázat: A vizsgált vállalatok megoszlása a nem tárgyasult erőforrások általuk bemutatott száma szerint

4.5.4 A H3 hipotézis vizsgálata

H3: A tőzsdei cégek többsége saját stratégiai előnyeinek bemutatását nem korlátozza kizárólag a nem tárgyasult erőforrásokra.

Az előző (H2) hipotézis nem vált be, ezért ezen a ponton a most értékelendő H3 hipotézist át kellene fogalmaznom. Mivel a kutatás során párhuzamosan zajlott az adatok gyűjtése és értékelése a H1-H3 hipotézisek mindegyikére

³⁷⁹ Az elemzés során ugyanakkor nem értékeltem a csak általánosságokat tartalmazó leírást – lásd például a munkavállalói elégedettségéről DÉ (2004b) 35.o.

vonatkozóan, így utólag – tisztán az optikai szempontot kiszolgáló – már nem változtatok a hipotézis megfogalmazásán.

Az értékorientált kiegészítő beszámolás a stratégiai előnyök bemutatása részének tekinti a nem tárgyasult erőforrások ismertetését is. Én ezt a kutatásban – ezen erőforrások kiemelt és folyamatosan növekvő jelentősége miatt – külön hipotézis tárgyává tettem (lásd H2 hipotézis a 4.5.3 pontban), ezért a most értékelendő H3 hipotézis csak a stratégiai előnyök bemutatásának többi elemére vonatkozik. Így is sokszínű beszámolási tartalomról van szó.

A szakirodalomban ismertetett modell néhány eleme mindenki számára hozzáférhető, ezért a hipotézis operacionalizálásakor – az értékorientált kiegészítő beszámolás definíciójának megfelelően – ki kellett válogatnom a stratégiai előnyök bemutatásának azokat a részeit, amelyek esetében önkéntes beszámolásról beszélhetünk:

- a vállalati háttérre vonatkozó adatok a tőzsdei jelentések kötelező elemeit jelentik, egyetlen kivétel ez alól az igazgatósági és felügyelőbizottsági tagok életrajzának ismertetése, így kutatásomban csak ezt vizsgálom;
- a kiegészítő információk közül a rendszertelen beszámolók, a sajtóközlemények, valamint az elemzői értékelések, várakozások és előrejelzések szintén nyilvánosan hozzáférhető információk, ezért az önkéntes adatszolgáltatás itt két elemre terjedhet ki: az újdonságok ismertetésére (például a fordulónapot követő események bemutatására) és a céggel foglalkozó elemzők felsorolására (vagy esetleg maguknak az elemzéseknek az elérhetővé tételére);
- végezetül a jövőorientált információk közül mindegyik az önkéntes adatszolgáltatáshoz tartozik.

A stratégia esetében – a kutatás feltáró jellege miatt – a fogalom tág értelmezését vettem alapul, amely tehát nemcsak a stratégiai célokat és akciókat, hanem az őket megalapozó küldetést és jövőképet is magában foglalja. A jövőképtől és a stratégiai céloktól nem választható el továbbá az alapvető képessé-

gek témaköre sem, ezért a mindezekre vonatkozó beszámolást együtt vizsgálok.

A vállalat saját előrejelzéseinek, várakozásainak és tervszámainak megadása minden esetben önkéntes adatszolgáltatást jelent; s ehhez szorosan hozzátartozik az aktualitások bemutatása, amelyek (jó esetben) igazolják a következő évi tervszámok helytállóságát. Ezért tehát a vállalati előrejelzéseket és az aktualitások ismertetését is együtt, egyetlen önkéntes beszámolási elemként kezelem.

A vállalati kockázatkezelést – bár szintén kapcsolódik a stratégiához és a vállalati előrejelzésekhez, mégis – külön beszámolási elemként vizsgáltam. Ennek oka a kockázatoknak és kezelésüknek egyre nagyobb szerepe.

Mindezek alapján tehát a H3 hipotézis vizsgálatához öt beszámolási elemet vettem figyelembe:

- stratégia ismertetése (beleértve a küldetést, a jövőképet és az alapvető képességeket),
- vezető tisztségviselők életrajza,
- vállalati előrejelzések és tervszámok megadása (beleértve az aktualitások ismertetését is),
- kockázatkezelés rendszerének bemutatása,
- vállalatot elemzők listája.

Mindegyik elem önmagában is eleget tesz az értékorientált kiegészítő beszámolás fogalmának: segíti a befektetőket a helyes döntések meghozatalában, illetve a meghozott döntés helyességének ellenőrzésében.

Az összes megtalált információt részletesen a IV. melléklet tartalmazza. Itt látszik, hogy a stratégiai előnyök bemutatására vonatkozóan egyetlen elemet sem adott meg hat cég (14%, egy az A és öt a B kategóriából). A többiek esetében a IV. melléklet azt tartalmazza, hogy a honlapon és/vagy a jelentésben szerepelnek-e a fenti öt beszámolási elemre vonatkozó megállapítások.

A hipotézis bevalásának vizsgálatakor azonban azt is figyelembe kellett vennem, hogy a megállapítások tartalmasak-e, azaz szakmai szempontból helytállóak-e. Ellenkező esetben ugyanis nem szolgálják a meglévő és a potenciális tulajdonosok döntéseinek megalapozását, ami pedig az értékorientált önkéntes beszámolás kötelező fogalmi eleme. A vezetői életrajzok és a vállalatot elemzők listája esetében nem volt szükség érdemi mérlegelésre. A három másik elemnél azonban a következőket vettem figyelembe:

- a stratégia ismertetését akkor nem tekintettem érdeminek, ha az túl általános volt (Globus³⁸⁰, Linamar³⁸¹, Skoglund³⁸²); ha csak egyetlen évre – például a tőzsdei beszámoló elkészítésének évére mint tárgyévre – vonatkozó stratégiai célokat tartalmazott (Antenna³⁸³) vagy egyáltalán nem tartozott hozzá időtáv (Rába³⁸⁴, Synergon³⁸⁵); ha csak a piaci trendeket vázolta fel (Graphisoft³⁸⁶), vagy csak egyetlen SWOT-elemzésből állt (NABI³⁸⁷); ha csak a küldetés szerepelt, de a stratégia kifejtése hiányzott; ha csak stratégiai szegmenseket nevezett meg (econet³⁸⁸), vagy kizárólag az újonnan megcélzott szegmenseket adta meg (Phylaxia Pharma³⁸⁹). Bár már az eddigiek alapján is figyelmen kívül maradnak, mégis külön említésre érdemes, hogy szakmailag hibás tartalmú volt a NABI SWOT-elemzése³⁹⁰ és a Csepel küldetése³⁹¹. A TVK bár jelentésében külön fejezetet szentel a kiemelt stratégiai céloknak, ott mégsem a stratégia bemutatása, hanem csak egyetlen stratégiai projekt

³⁸⁰ GL (2004) 3.o. és 46.o. k.

³⁸¹ LI (2004) 2.o.

³⁸² SK (2004) 2.o.

³⁸³ www.ahrt.hu

³⁸⁴ www.raba.hu

³⁸⁵ www.synergion.hu

³⁸⁶ GR (2004) 3.o. és 41.o. kk.

³⁸⁷ www.nabi.hu

³⁸⁸ EC (2004) 1.o.

³⁸⁹ PH (2005) 8.o.

³⁹⁰ Lásd az előbb már idézett SWOT-elemzést.

³⁹¹ CS (2004b) 1.o., ahol – „célként” – egy rosszul megfogalmazott küldetés szerepel.

- (igaz, valóban részletes) ismertetése szerepel³⁹². Végezetül egy cég azt közölte, hogy üzleti stratégiáját NEM teszi közzé (DÉMÁSZ³⁹³);
- nem minősül a kockázatkezelési rendszer bemutatásának, ha a kockázatokat a beszámolóban csak megnevezte a cég, de kezelésükről nem mondott semmit (Danubius³⁹⁴, Synergon³⁹⁵, TVK³⁹⁶, Zwack³⁹⁷, ÉMÁSZ³⁹⁸, Forrás³⁹⁹, Gardénia⁴⁰⁰, Hungagent⁴⁰¹, Székesfehérvári Hűtőipari Rt.⁴⁰²); vagy részletesebben kifejtette ugyan a kockázatot, de annak kezelését nem ismertette (Fotex⁴⁰³); ha csak a pénzügyi kockázatokkal foglalkozott (Antenna⁴⁰⁴) vagy közülük is csak az egyik fajtát érintette (például az árfolyamkockázatot, lásd Borsodchem⁴⁰⁵); ha azt írta, hogy a (pénzügyi) kockázatokat NEM kezeli (Danubius⁴⁰⁶). A Pannonflax általánosságokat tartalmazó leírása⁴⁰⁷ szintén nem segíti a befektetői döntéshozatalt. A DÉMÁSZ pedig szó szerint azt közölte, hogy a kockázatkezelésre vonatkozó információt NEM tesz közzé⁴⁰⁸;
 - a vállalati előrejelzések csak akkor jelentenek érdemi értékorientált információt, ha több évre előre konkrét számokat tartalmaznak (ellenpélda a Hungagent⁴⁰⁹ és a Phylaxia Pharma⁴¹⁰). Az EGIS megadta a tárgyévben bevezetett új termékek számát⁴¹¹ – ez lehetőséget ad előrejelzés készítésére, azonban az

³⁹² TV (2004) 8.o. k. a petrokémiai fejlesztési projektről.

³⁹³ DÉ (2004b) 20.o. és elvként ugyanez: DÉ (2004b) 17.o.

³⁹⁴ DH (2004b) 57.o. k. és főleg DH (2004a) 84.o.

³⁹⁵ SY (2004) 3.o. és 26.o.

³⁹⁶ TV (2004) 59.o.

³⁹⁷ ZW (2004) 36.o.

³⁹⁸ ÉM (2004) 32.o.

³⁹⁹ FO (2004a) 29. és 30.o., továbbá FO (2004b) 23. és 24.o.

⁴⁰⁰ GA (2004) 19.o.

⁴⁰¹ HU (2004a) 25.o.

⁴⁰² SZ (2004) 77.o.

⁴⁰³ FO (2005a) 2., 5. és 7. oldalán is szerepel a devizakitettség.

⁴⁰⁴ AH (2004b) 35.o.

⁴⁰⁵ BO (2004a) 85. és 86.o., bár BO (2004b) 32.o. további két kockázatfajtát is említ.

⁴⁰⁶ DH (2004b) 57. és 58.o.

⁴⁰⁷ PF (2004) 20.o.

⁴⁰⁸ DÉ (2004b) 20.o., ennek megfelelően szűk szavú az IFRS-beszámolóban a kockázatok kezelésének „bemutatása” DÉ (2004b) 77.o.

⁴⁰⁹ HU (2004a) 21.o.

⁴¹⁰ PH (2004) tartalmaz néhány sarokszámot 2005-re vonatkozóan (pl. az exportárbevételre vonatkozóan az 5. oldalon).

⁴¹¹ EG (2004) 3.o. és EG (2005) 2.o.

önkéntes adatszolgáltatás azt jelentené, hogy maga a cég készíti el és mutatja be az ebből fakadó (például az árbevételre és az eredményre vonatkozó) prognózisokat. Így tehát az aktuális események bemutatása (például a fordulónapot követő történések ismertetése) sem elegendő önmagában az értékorientált kiegészítő beszámolóhoz, hanem annak a jövőre, a jövő időszakokra vonatkozóan kell konkrét információt hordoznia.

Mindezek alapján a részletes eredmények, amelyek a stratégiai előnyökre vonatkozóan talált, konkrét beszámolási elemeket mutatják be, az alábbiak:

- a stratégia kapcsán: versenysztratégia (IEB⁴¹²), piacok, országok és termékek szerinti stratégia (OTP⁴¹³), üzletágankénti stratégiák (Rába⁴¹⁴), versenyelőnyök (Synergion⁴¹⁵), üzletágankénti versenyelőnyök (Telekom⁴¹⁶), versenyelőnyt adó képességek (Freesoft⁴¹⁷), alapvető képesség (Gardénia⁴¹⁸, Quaestor⁴¹⁹). A hipotézis értékelésekor nem a megnevezés, hanem minden esetben a tartalom számított – így például küldetesként vettem számításba az üzletpolitikai koncepciót is a Novotrade⁴²⁰ esetében;
- vezető tisztségviselők életrajza: az igazgatóság és/vagy a felügyelőbizottság tagjainak életrajzát összesen nyolc vállalat ismerteti honlapján vagy jelentésében;
- előrejelzések: kétéves kibocsátási program (FHB⁴²¹), országonként megbon-
tott tervek (OTP⁴²²), tervezett piaci részesedés (OTP⁴²³), egy nagy K+F
projekt költségei (TVK⁴²⁴), tervszámok a következő két évre (Zwack⁴²⁵) –

⁴¹² IE (2004) 3. fejezet

⁴¹³ www.otp.hu

⁴¹⁴ RÁ (2004c) 6.o. kk.

⁴¹⁵ www.synergion.hu

⁴¹⁶ MT (2004a) 2.o.

⁴¹⁷ FR (2004) 3.1 alfejezet

⁴¹⁸ www.gardenia.hu

⁴¹⁹ www.quaestor.hu

⁴²⁰ NO (2004) 16.o.

⁴²¹ www.fhb.hu

⁴²² www.otp.hu

⁴²³ www.otp.hu

⁴²⁴ www.tvk.hu

minden esetben hosszabb távú, azaz a soron következő éven túlmutató előrejelzéseket soroltam tehát ide;

- kockázatkezelési rendszer: kockázatkezelési alapelvek (FHB⁴²⁶, Linamar⁴²⁷), kockázatkezelési folyamat rövid leírása (FHB⁴²⁸), teljes körű kockázatkezelési rendszer (Telekom⁴²⁹), Beszállító Minősítési Rendszer (MOL⁴³⁰), value at risk módszerrel számolt tőkekövetelmény (OTP⁴³¹), működési és nyilvántartási kockázatok (econet⁴³²) – ezek mind érdemben ismertetik a kockázatkezelést vagy legalább annak egy részét;
- vállalatot elemzők listája: egyetlen cég tette elérhetővé (honlapján) a róla megjelent elemzések teljes szövegét (Graphisoft⁴³³), de sajnos ezek nem a friss elemzések voltak. Emellett további négy cég csak listázta – ketten a honlapon, ketten pedig az éves jelentésben – az őket elemzőket (DÉ-MÁSZ⁴³⁴, NABI⁴³⁵, OTP⁴³⁶, Richter⁴³⁷).

Az eredményeket az alábbi táblázat (12. táblázat) foglalja össze:

Stratégiával kapcsolatos beszámolás elemei	A kategória	B kategória	Összesen
Stratégia ismertetése	7 (33%)	4 (18%)	11 (26%)
Vezető tisztségviselők életrajza	8 (38%)	0 (0%)	8 (19%)
Vállalati előrejelzések és tervszámok	4 (19%)	0 (0%)	4 (9%)

⁴²⁵ ZW (2004) 25.o.

⁴²⁶ FH (2004a) 52.o. és 54.o.

⁴²⁷ LI (2004) 11.o.

⁴²⁸ www.fhb.hu

⁴²⁹ MT (2004b) 118.o. k., a kezelt kockázatokról pedig lásd MT (2004b) 11.o. kk.

⁴³⁰ www.mol.hu

⁴³¹ OT (2004d) 96.o. és 127.o.

⁴³² EC (2004) 24.o. k.

⁴³³ www.graphisoft.hu

⁴³⁴ DÉ (2004b) 13.o.

⁴³⁵ www.nabi.hu

⁴³⁶ www.otp.hu

⁴³⁷ RI (2004) 16.o.

Stratégiával kapcsolatos beszámolás elemei	A kategória	B kategória	Összesen
Kockázatkezelés rendszerének bemutatása	5 (24%)	1 (5%)	6 (14%)
Vállalatot elemzők listája	5 (24%)	0 (0%)	5 (12%)

12. táblázat: Stratégiával kapcsolatos információszolgáltatás az értékorientált kiegészítő beszámolás keretében

A stratégiai információk közül legnagyobb arányban a tág értelemben vett stratégiáról (küldetésről, jövőképről, stratégiai célokról és akciókról, versenyelőnyökről, alapvető képességekről) találunk adatokat a nyilvánosan hozzáférhető jelentésekben és a honlapokon. Ilyen adatokat a vizsgált cégek valamivel több, mint egynegyede hozott nyilvánosságra. A második leggyakoribb beszámolási elem a vezető tisztségviselők – igazgatósági és felügyelőbizottsági tagok – részletes, szakmai önéletrajza, de ezt már a cégek kevesebb, mint ötöde szerepeltette a beszámolásban. A legritkábban említett elem pedig a legalább két évre vonatkozó, konkrét mutatószám-előrejelzés, amelyet minden 11. cég szolgáltatott csupán.

Feltűnő, hogy a B kategóriában jegyzett vállalatok csak a stratégiáról és a kockázatkezelésről számoltak be, a másik három elem esetükben nem szerepel a beszámolásban. Így a vezető tisztségviselők szakmai önéletrajzát egyikük sem ismerteti – pedig az összesítésben ez a második leggyakoribb beszámolási elem.

Az 12. táblázat tanúsága szerint a vizsgált ötfajta stratégiai információ közül nincs egyetlen olyan sem, amelyről a cégek legalább fele beszámolna, sőt, csak az A kategóriát vizsgálva is messze alatta maradunk ennek a határnak. Ebből következik, hogy **a H3 hipotézis nem vált be.**

Ha a stratégiával kapcsolatos elemekről való beszámolást az egyes cégek szintjén vizsgáljuk, akkor ennél differenciáltabb eredményt kapunk (a teljes értékelést lásd az V. mellékletben). Az A kategóriában 14 cégnél (67%) olvashatunk legalább egy, a stratégiával kapcsolatos információról. Közülük négyen csak egyetlen fajta adatot, heten kétfajtát, ketten háromfajtát (Magyar Telekom, MOL) és az OTP mind az ötfajtát nyilvánosságra hozza. A B kategóriában

összesen öt cég számolt be a stratégiával kapcsolatos információkról, mindegyikük annak mindössze egy-egy elemét említve.

Amikor azt értékeltem, hogy az egyes cégek mennyiben teljesítik a stratégiával kapcsolatos információkra vonatkozó önkéntes beszámolást, akkor a legalább háromfajta elemről beszámoló cégek kaptak igen minősítést, a kétfajtáról beszámolókat részben, míg az ennél kevesebbféle információt közlők nem teljesítették a szakirodalom alapján levezetett hipotézisben megfogalmazott elvárást. Ennek alapján mindössze három cég számol be maradéktalanul a stratégiai információkról (mindegyiküket az A kategóriában jegyzik, lásd az előző bekezdésben).

4.5.5 A Hö összefoglaló hipotézis értékelése és a további kutatási irányok felvázolása

Hö: A tőzsdei cégek többsége eleget tesz az értékorientált kiegészítő beszámolás támasztotta követelményeknek.

Az előző pontokban sorban bemutattam, hogy kutatásom alapján mennyiben vált be az értékorientált kiegészítő beszámolásra vonatkozó három kutatási hipotézis. A BÉT-en 2005. augusztusában jegyzett összes vállalat nyilvánosan elérhető adatközléseinek (honlapjának, éves és féléves jelentésének) elemzése alapján arra a megállapításra jutottam, hogy a felállított hipotézisek egyike sem vált be, vagyis a tőzsdei cégek többsége

- nem hoz nyilvánosságra sem általa használt, értékorientált mutatószámot (diszkontált cash flow-értéket, CFROI-t, EVÁ-t), sem pedig az ezek kiszámításához szükséges mindazon többletinformációkat, amelyek nem részei a kötelező számviteli és/vagy tőzsdei beszámolásnak;
- nem ad számot arról, hogy értékorientált mutatószámot használ munkatársainak ösztönzésére;

- nem mutatja be nem tárgyasult erőforrásait, azaz nem számol be a meglévő elemekről, és nem indokolja a hiányzó elemeket;
- nem tesz közzé adatot a stratégiai előnyök bemutatásához tartozó többi (vagyis a nem tárgyasult erőforrásokon kívüli) elemhez kapcsolódóan.

Az empirikus kutatás alapján tehát nem vált be egyik részletező hipotézis sem. Éppen ezért **el kell vetnem** az összegző **Hő hipotézist**. A kutatás eredménye tehát azt mutatja, hogy a tőzsdén jegyzett cégek többsége 2005. augusztusában nem tett eleget az értékorientált kiegészítő beszámolás támasztotta követelményeknek.

Ez egyben azt is jelenti, hogy a tőzsdei cégek vezetése nem tartja fontosnak a meglévő és potenciális tulajdonosok tájékoztatását mindazokról az információkról, amelyek utóbbiak döntéshozatalához szükségesek, de a kötelező számviteli beszámoló(k)ban és tőzsdei jelentésekben nem szerepelnek. Ügynök-ként nem adják ki megbízóik felé az utóbbiak által igényelt és elvárt többlet-információkat.

Ennek oka kétféle lehet. Egyfelől elképzelhető, hogy bár a cégen belül rendelkezésre állnak ezek az információk (például az értékorientált mutatószámok értékei), de azt nem hozzák nyilvánosságra. Ekkor a cég maga tehát értékorientáltan működik vagy működhet, de ezt nem közli a leginkább érintettekkel, a tulajdonosokkal. Elfeledkezik arról, hogy a tulajdonosok nem csupán de facto elvárják a saját érdekeik szerinti vállalatirányítást, hanem szeretnek erről meggyőződni is – ez természetes folyamánya a fennálló megbízó-ügynök kapcsolatnak (lásd a 2. fejezetet).

Másfelől az értékorientált kiegészítő beszámolás hiánya mögött az is állhat, hogy nincs is miről beszámolni – mert a céget nem értékorientáltan, nem a tulajdonosiérték-teremtésre törekedve vezetik. Ekkor egyszerűen nem is állnak rendelkezésre azok a többletinformációk (és persze nem is használják őket a tervezésben, az irányításban és a javadalmazásban), amelyekről – a szakiro-

dalom alapján levezetett kutatási hipotézisek értelmében – önkéntesen be kellene számolniuk a tőzsdei cégeknek.

A tulajdonosok számára, akik a vállalat működésének és fennmaradásának kockázatát a legnagyobb arányban viselik, természetesen egyáltalán nem mindegy, hogy a fenti két eset közül melyik áll fenn. Éppen ezért az értékorientált kiegészítő beszámolásra vonatkozó hipotézisek (H1, H2, H3 és H_ö) elvetését követően további vizsgálatokkal lenne érdemes kideríteni, hogy milyen ok áll az értékorientált kiegészítő beszámolás elmaradása mögött. Ennek a vizsgálatnak az egyes cégekre kell vonatkoznia, és az egyedi vizsgálatok összességéből rajzolódik ki az átfogó kép.

Az egyedi vállalatokra vonatkozóan azonban már a H1-H_ö hipotézisek vizsgálata során is differenciáltabb képet kaptam. Hiszen minden egyes hipotézis bevalását cégenként is értékeltem. Az V. mellékletben látható ennek az eredménye, ahol az egyes alhipotézisekre vonatkozóan hármassal minősítést alkalmaztam (nem vált be, részben vált be, bevált). A részben bevált minősítésre azért volt szükség, mivel minden egyes hipotézis értékelésekor több információ közzétételét értékeltem (a részleteket lásd az 4.5.2-4.5.4 pontban). Ráadásul a célok eleve az volt, hogy a H1-H3 hipotézisek szerinti értékelést összegezzem, s így átfogó képet kapjak a H_ö hipotézis cégenkénti bevalásáról. Ennek érdekében tehát gondoskodnom kellett arról, hogy az önkéntes adatszolgáltatás részleges teljesítését is figyelembe tudjam venni. Ez pedig csak úgy volt biztosítható, hogy az egyes hipotézisek cégenkénti értékelését differenciáltabbá tettem. Erre szolgált a „részben bevált” minősítés alkalmazása.

Miután cégenként értékeltem a H1-H3 hipotézisek bevalását, ezeket az értékeléseket összegeznem kellett. Az összegzéshez pontszámokká változtattam át a hipotézisek bevalásának mértékét a következők szerint: a bevalás 1 pontot ért, a részbeni bevalás fél pontot, a nem vált be minősítés pedig 0 pontot. Ennek alapján összeadtam a H1-H3 hipotézisek értékelését. Amelyik vállalat legalább két pontot elért, annak esetében teljesülnek az értékorientált kiegészítő beszám-

molással kapcsolatos elvárások, azaz esetében bevált a Hö hipotézis, míg ez alatt nem tekintem megfelelőnek a kiegészítő beszámolást. A Hö hipotézis esetében a kétpontos beválási határt az indokolja, hogy a megszerezhető pontszám maximuma három (a részvényesi megtérülésre vonatkozó információk közzététele nem számít bele az értékelésbe, lásd korábban), s ennek több, mint a felét teljesítve beszélhetünk a tulajdonosi elvárásoknak megfelelő önkéntes adatszolgáltatásról. Ez a látszólag talán szigorú határvonal ugyanakkor összhangban van azzal, hogy egyrészt az egyes hipotézisek részleges teljesítését is figyelembe vettem (lásd a részben bevált minősítést), másrészt pedig azzal, hogy – a kutatás feltáró jellegéhez igazodva – az egyes hipotézisek beválásának értékelésekor már a legcsekélyebb vonatkozó információt, adatot is önkéntes adatszolgáltatásként vettem számba. Mindezek alapján a kétpontos határvonal nem tekinthető restriktívnek.

Az így kapott eredmények alapján a tőzsdén jegyzett vállalatok közül 2005. augusztusában négy olyan volt, amelyik teljesítette az értékorientált kiegészítő beszámolásra vonatkozó elvárásokat. Mindegyiküket az A kategóriában jegyzik: FHB, Magyar Telekom, MOL és OTP. A kiegészítő beszámolás mindhárom vizsgált részét egyikük sem teljesítette maradéktalanul: a Magyar Telekom és a MOL is csak részben mutatta be az értékorientált mutatószámot és annak használatát (így a Hö hipotézis értékelésekor 2,5 pontot kaptak a lehetséges 3-ból). A másik két vállalat két-két pontot ért el: az OTP egyáltalán nem szolgáltatott adatot az értékorientált mutatószámról és annak alkalmazásáról, miközben az FHB adatközlése részben foglalkozott ezzel; ugyanakkor a nem tárgyasult erőforrások bemutatását mindketten kellően sok elemre kitérve tették meg.

A Hö hipotézis vizsgálata alapján tehát kiderült, hogy a 43 vizsgált tőzsdei vállalatból négyen teljesítik az értékorientált kiegészítő beszámolásra vonatkozó elvárásokat, míg 39 cég ennek részben vagy egészben nem tesz eleget. A korábbiakban már kifejtettem, hogy utóbbiak esetében ennek két oka is lehetséges

(csak a beszámolás marad el, vagy nincs is miről beszámolni). További kutatással lehetne kideríteni, hogy a 39 vállalat esetében melyik ok áll a háttérben.

Ez a kutatást strukturált interjúk segítségével azt vizsgálná, hogy az egyes vállalatok esetében mi jellemzi az értékorientált vállalatirányítás másik három elemét (lásd a 2.2 alfejezetben): a stratégiaalkotást, az operatív irányítást és a javadalmazást. Az interjúk e három terület kapcsán keresnék az értékorientáltság jegyeit. Az interjúzás feladata – az elvégzett empirikus kutatáshoz hasonlóan – a feltáró jellegű kutatás lenne. Éppen ezért minden jegyzett vállalatnál több interjúalanyt kellene bevonni. Az interjúk feltérképezhetnék az értékorientált vállalatirányítás 2005. évi helyzetét, és így azonos időszakra vonatkozóan tehetnék teljessé a fent bemutatott kutatásból kirajzolódó képet. Ehhez természetesen összegezni kellene az egyes cégekre vonatkozóan feltárt adatokat.

Az interjúk révén történő kutatást nemcsak annál a 39 vállalatnál lenne érdemes elvégezni, amelyek értékorientált kiegészítő beszámolását kutatásom elégtelennek minősítette. A másik négy vállalat esetében ugyanígy érdekes lenne megvizsgálni az értékorientált vállalatirányítás három másik elemét. Hiszen esetükben azt érdemes körüljárni, hogy bár az értékorientált működésre mutató adatokat hoznak nyilvánosságra, de vajon vezetőik az irányításban valóban felhasználják-e ezeket az információkat. Vagy ezt csupán a megbízó felé szeretné sugallni az ügynök.

Módszertanában és tartalmában tehát nincs különbség a 39 és a 4 vállalat javasolt további vizsgálata között. Néhány év elteltével azonban nem könnyű feladat az interjúk megszervezése.

Ezt figyelembe véve adódik a további kutatás másik lehetséges iránya. Érdemes lenne újra elvégezni az empirikus kutatásban vizsgált cégek friss jelentéseinek és aktuális honlapjának vizsgálatát. A 2005-ös és a mostani kutatás eredményének összevetésével dinamikussá tehető az eddig statikus, hiszen kizárólag 2005. augusztusára vonatkozó vizsgálat. Így feltárhatóvá válik az

értékorientált kiegészítő beszámolás gyakorlatának alakulása. A változások megértéséhez azután természetesen figyelembe kell venni az időközben bekövetkezett környezeti változásokat (például a fenntarthatóság gondolatának előtérbe kerülését és a válság miatt kiapadó forrásszerzési lehetőségeket).

Végezetül harmadik továbblépési irányként mutatkozik a nemzetközi összehasonlítás elvégzése. A kutatási hipotézisek levezetésekor külföldi (döntően német) szakirodalmat használtam fel. A hipotézisekként megfogalmazott elvárások tehát nemzetközi mércét jelentenek, amely mércét a BÉT-en jegyzett vállalatok 2005 augusztusában leverték.

Hasonló mércével mérő kutatásokat máshol, más tőzsdéken jegyzett vállalatok körében is elvégeztek. S a tapasztalatok azt mutatják, hogy ők sem mindenben felelnek meg az elvárásoknak. Érdekes lehet összevetni a magyar tőzsdei cégek körében kapott (akár a 2005-ös, akár az újonnan elvégzendő 2010-es) eredményeket a más tőzsdéken elvégzett hasonló vizsgálatokkal. Példaként álljon itt néhány az értékorientált kiegészítő beszámolást vizsgáló külföldi kutatásokból:

- DAX 30⁴³⁸
- DAX 100⁴³⁹
- Eurostoxx-50⁴⁴⁰
- HDAX⁴⁴¹
- NEMAX 50⁴⁴²

⁴³⁸ FISCHER (2002b) és FISCHER-RÖDL (2005) az értékkeremtés, elsősorban pedig az értékorientált mutatószámok bemutatását vizsgálja; FISCHER-BECKER-WENZEL (2001) az interneten keresztüli értékorientált beszámolással foglalkozik, míg FISCHER-BECKER-WENZEL (2002) ugyanezt a NEMAX 50 internetes beszámolásával veti össze.

⁴³⁹ FISCHER-VIELMEYER (2004) a kockázatokról való beszámolást elemzi.

⁴⁴⁰ QUICK-KAYADELEN-FLASHAAR-BLOEDORN (2008) a kiegészítő mellékleteket értékeli ki.

⁴⁴¹ GLEIBNER-BERGER-RINNE-SCHMIDT (2005) a kockázatkezelés bemutatását elemzi; KAJÜTER-ESSER (2007) a kockázatok és lehetőségek kezeléséről való beszámolás vizsgálja.

⁴⁴² FISCHER-WENZEL-KÜHN (2001) az értékorientált kiegészítő beszámolás egészét elemzi; KRENSSEL-SIEMES-AFRA (2002) a változó javadalmazás rendszerét vizsgálja; FISCHER-BECKER-WENZEL (2002) az interneten keresztüli értékorientált beszámolást veti össze a DAX 30 gyakorlatával.

- a német tőzsdén jegyzett összes média-, telekommunikációs, gyógyszeripari és egészségügyi, technológiai cég és szoftverház⁴⁴³.

⁴⁴³ GÜNTHER-BEYER-MENNINGER (2003) ezen ágazatok stratégiával kapcsolatos adatszolgáltatását vizsgálja.

5. Összefoglalás

Disszertációmban a Budapesti Értéktőzsdén jegyzett társaságok értékorientált kiegészítő beszámolási gyakorlatát vizsgáltam 2005. augusztusára vonatkozó, teljes körű adatfelvétel alapján.

A tőzsdei cégek esetében az érintettek között kiemelt helyük és szerepük van a tulajdonosoknak. Az ő érdekeik szerinti működést hivatott biztosítani az értékorientált vállalatirányítás, amelynek értelmében értékorientáltan kell megfogalmazni a társaság stratégiáját, gondoskodni kell ennek végrehajtásáról az operatív működés során, továbbá a változó javadalmazást is a (tulajdonosi) értékteremtéshez kell kapcsolni. Ezen cégek esetében ugyanakkor jellemzően elválik egymástól a tulajdonosok és a vállalatvezetők köre. A közöttük meglévő megbízó-ügynök kapcsolat megköveteli, hogy a társaságot ne csak értékorientáltan irányítsák, de ugyanennyire fontos, hogy ezt tudomására is hozzák a vállalaton kívül mozgó és működő (meglévő és potenciális) tulajdonosoknak. Vagyis olyan értékorientált kiegészítő beszámolót is össze kell állítaniuk, amely alaposan és megbízhatóan tanúbizonyságot ad a vállalatvezetés által követett értékorientáltságról. Ez a kiegészítő beszámolás önkéntes, azaz elkészítését és közzétételét semmilyen jogszabály vagy tőzsdei előírás nem követeli meg. Ráadásul nem egyetlen, formalizált beszámolóról van szó, hanem számos adat közzétételéről úgy, hogy ezeket az adatokat különböző csatornákon (honlap, éves beszámoló kiegészítő melléklete, tőzsdei jelentések) hozzák nyilvánosságra. Empirikus kutatásomban ezen önkéntes beszámolás gyakorlatát vizsgáltam meg.

A szakirodalom többféle modelljét dolgozta ki az értékorientált kiegészítő beszámolás tartalmának és elemeinek. A kutatás alapjául szolgáló, más empirikus kutatásokhoz is gyakran használt modell szerint ennek a beszámolásnak az alábbi három területre kell kiterjednie:

- Tulajdonosi megtérülés bemutatása
- Értékteremtés leírása (H1 hipotézis)
- Stratégiai előnyök ismertetése (H2 és H3 hipotézis).

A tulajdonosi megtérülés az elmúlt időszak(ok)ra vonatkozik, s erről a társaságoknak többféle, részletes beszámolót (számviteli éves beszámolót, tőzsdei jelentést) kell készíteniük. Ezért ennek bemutatása nem vagy csak kis mértékben takar önkéntes beszámolást. Ezért kutatásom hipotézisei (H1-H3) csak az értékorientált kiegészítő beszámolás utolsó két elemére vonatkoznak.

Az értékteremtés leírása kapcsán a cégnek elsősorban arról kell tájékoztatnia a tulajdonosokat, hogy a 3. fejezetben elemzett mutatószámok közül melyiket használja fel a vállalat irányításában (például a stratégiai lehetőségek értékelésére és a változó javadalmazás alapjaként). Meg kell továbbá adnia az aktuális mutatóértéket; vagy legalább mindazokat a többletinformációkat (lásd a 3.4 alfejezetet), amelyek alapján a tulajdonosok maguk kiszámolhatják a mutató értékét.

Az értékorientált mutatószám egyik legfontosabb alkalmazási területe a dolgozók változó javadalmazásának kiszámítása. Ezzel kapcsolatban az önkéntes adatszolgáltatás egyrészt azt a tényt hozza nyilvánosságra, hogy az értékorientált mutatót valóban felhasználják a teljesítményalapú bérezéshez. Másrészt bemutatja azt is, hogy a munkatársak mely köre részesül ilyen juttatásban, és az ő bérükön belül mekkora arányt képvisel az értékorientált teljesítményhez kötött rész. Ezt vizsgáltam a H1 hipotézis kapcsán.

A stratégiai előnyök bemutatásához két hipotézisem kapcsolódik. Növekvő jelentőségük miatt külön hipotézisként kiemeltem az ún. nem tárgyasult erőforrásokról való önkéntes beszámolást (H2). A vevőkben, a beszállítóknak, a dolgozóknak, az innovációs képességben, az elhelyezkedésben, a működési folyamatokban és a kedvező forrásszerzési lehetőségekben mind-mind meghúzódhat értékteremtő tényező. Ezek olyan belső információk, amelyekről csak önkéntes adatszolgáltatás keretében értesülhetnek a tulajdonosok.

Végezetül a stratégiai előnyökről való beszámolás többi elemét (a stratégia és az alapvető képességek leírását, a vezető testületek tagjai önéletrajzának megadását, a tervszámok bemutatását, a kockázatkezelési rendszer ismertetését és a társaságot elemzők felsorolását) foglalja össze a H3 hipotézis.

Empirikus kutatásomban – feltáró jelleggel – keresztmetszeti elemzést adok a BÉT-en jegyzett társaságok értékorientált kiegészítő beszámolásáról. Az ehhez szükséges adatokat elsődleges adatgyűjtéssel szereztem meg a mindenki számára szabadon hozzáférhető forrásokból: a honlapok, valamint a tőzsdei és gyorsjelentések szövegelemzése révén. A szövegelemzésre azért volt szükség, mert az általam vizsgált kiegészítő önkéntes adatszolgáltatás nem áll össze egyetlen beszámolóvá, hanem az említett források sok különböző helyén tűnik fel.

A kutatás során mindhárom hipotézist el kellett vetnem, ami azt jelenti, hogy a vizsgált tőzsdei társaságok 2005. augusztusában nem tettek eleget az értékorientált kiegészítő beszámolással kapcsolatban megfogalmazott elvárásoknak. Részletesebben kifejtve pedig arra jutottam, hogy a jegyzett társaságok többsége

- nem hozott nyilvánosságra sem általa használt, értékorientált mutatószámot, sem pedig az ezek kiszámításához szükséges többletinformációkat;
- nem adott számot arról, hogy értékorientált mutatószámot használ munkatársainak ösztönzésére;
- nem mutatta be nem tárgyasult erőforrásait; s
- nem tett közzé adatot a stratégiai előnyök bemutatásához tartozó többi elemhez kapcsolódóan.

Az átfogó képet annyiban azonnal árnyalta is kutatásom, hogy volt négy jegyzett társaság (a vizsgált cégek nem egészen 10 százaléka), amelyek önkéntes kiegészítő beszámolása többé-kevésbé megfelelőnek bizonyult. Mindegyiküket az A kategóriában jegyzik. Velük szemben 39 társaság nem ugrotta meg a léceket.

Kutatásom eredménye tehát azt mutatta, hogy a tőzsdén jegyzett társaságok zöme nem hozta nyilvánosságra az érdekeltek csupán egyik csoportja, mégpedig a tulajdonosok által (a saját döntéseikhez) igényelt információkat önkéntesen. Dacára annak, hogy az ezen információk többségével a társaságok egyébként minden bizonnyal rendelkeztek. Közzétételük tehát minimális odafigyelést és többletráfordítást igényelne.

Napjainkban egyre többen fogalmazzák meg a fenntartható vállalati működés és irányítás követelményét, s maguk a cégek is egyre inkább elköteleződni látszódnak emellett. A fenntarthatóság megköveteli a vállalatoktól, hogy a pénzügyi teljesítmény elérése mellett megfeleljenek a társadalom és a környezet(védelem) elvárásainak is. S természetesen erről számot is kell adniuk – a nyilvánosság felé, önkéntesen. A gazdasági teljesítmény egyik eleme (és egyben a fenntartható vállalati működés feltétele) a tulajdonosok megtartása, vagyis a tulajdonosi értékteremtés.

Mindebből az következik, hogy napjainkban a fenntartható fejlődést követő társaságoknak sokkal többfajta információt kell önkéntesen nyilvánosságra hozniuk, mint az általam vizsgált értékorientált kiegészítő beszámolás keretében. Miközben ez utóbbi maradéktalanul részét képezi a közzeendő adatoknak. Ha a szűkebb körű önkéntes adatszolgáltatásnak nem tesznek eleget, vajon mitől remélhetjük, hogy a tágabb körűnek eleget fognak tenni? Enélkül viszont nem lehet meggyőző a fenntartható működés, hiszen arról éppen az érintettek nem értesülnek! S akkor még nem is említettem, hogy módszertanilag nagyságrendekkel nehezebb a társadalmi és a környezeti teljesítmény mérése, kifejezése, elmagyarázása és mindennek a közzététele. De ez már messze túlmutat jelenlegi kutatásomon és disszertációmon.

Felhasznált források jegyzéke

I. SZAKIRODALMI HIVATKOZÁSOK

- ALBACH, Horst (2001): Shareholder Value und Unternehmenswert – Theoretische Anmerkungen zu einem aktuellen Thema, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 643-673.o.
- ARBEITSKREIS „Immaterielle Werte im Rechnungswesen“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. (2001): Kategorisierung und bilanzielle Erfassung immaterieller Werte, in: Der Betrieb 989-995.o.
- ARBEITSKREIS „Externe Unternehmensrechnung“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. (2002): Grundsätze für das Value Reporting, in: Der Betrieb 2337-2340.o.
- ARBEITSKREIS „Immaterielle Werte im Rechnungswesen“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. (2003): Freiwillige externe Berichterstattung über immaterielle Werte, in: Der Betrieb 1233-1237.o.
- BACKES-GELLNER, Uschi – PULL, Kerstin (1999): Betriebliche Sozialpolitik und Maximierung des Shareholder Value: ein Widerspruch?, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 51-70.o.
- BADEN, Axel (2001): Shareholder Value- oder Stakeholder-Ansatz?, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium 398-403.o.
- BAETGE, Jörg – HEUMANN, Rainer (2006): Wertorientierte Berichterstattung, in: Der Betrieb 345-350.o.
- BAETGE, Jörg – SOLMECKE, Henrik (2006): Grundsätze und Konzeption des Value Reporting, in: Zeitschrift für Controlling und Management, Sonderheft 3, 16-30.o.
- BAKACSI Gyula (1998): Szervezeti magatartás és vezetés, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- BALDENIUS, Tim – FUHRMANN, Gregor – REICHELSTEIN, Stefan (1999): Zurück zu EVA, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 53-65.o.
- BARTH, Thomas A. – ALLMENDINGER, Daniela (2001): Auswirkung von Basel II auf das Controlling, in: Controlling 545-552.o.
- BECKER, Gernot M. (2003): Shareholder Value Analysis, in: Das Wirtschaftsstudium 749-752.o.

- BECKER Pál – TURNER Anna – VARSÁNYI Judit – VIRÁG Miklós (2005): Érték-alapú stratégiák, Akadémiai Kiadó, Budapest
- BEHRINGER, Stefan (1999): Methoden der wertorientierten Unternehmensführung – Ein Überblick, in: Betrieb und Wirtschaft 805-809.o.
- BÉLYÁ CZ IVÁN (1993): Amortizációelmélet, Janus Pannonius Egyetemi Kiadó
- BÉLYÁ CZ IVÁN (1994): A tőke megőrzésének koncepciói, in: Közgazdasági Szemle, 1994/7-8, 662-669.o.
- BÉLYÁ CZ IVÁN (1995): A vállalati tőke piaci és benső értékének kapcsolata, in: Bankszemle 1995/8-9, 10-18.o.
- BÉLYÁ CZ IVÁN (2002): Adalékok a gazdaságelméleti amortizáció tartalmának tisztázásához, in: Közgazdasági Szemle 2002/9, 741-759.o.
- BÉLYÁ CZ IVÁN (2007): A vállalati teljesítmény mérésének etikai aspektusai, in: Pénzügypolitikai stratégiák a XXI. század elején, Akadémiai Kiadó 209-224.o.
- BESCHORNER, Thomas (2000): Wertorientierte Unternehmensführung einmal anders... Überlegungen zu einer Wirtschaftsethik nach Max Weber, in: Die Unternehmung 215-238.o.
- BÉT (2003): A Budapesti Értéktőzsde Részvénytársaság Szabályzata a bevezetési és forgalombantartási szabályokról – módosított változat, hatályos: 2002. augusztus 5-től (a módosítások: 2003. július 14-től), letöltés: 2004. január 12.
- BIEL, Alfred (2001): Wertorientierte Unternehmensführung und ihre Missverständnisse, in: Controller Magazin 203.o.
- BODNÁR Viktória (1999): Controlling, avagy az intézményesített eredménycentriuksság, doktori disszertáció, Budapest
- BOKOR Attila (1994): Posztmodern a menedzsmenttudományban, in: Közgazdasági Szemle, 1118-1132.o.
- BORDÁNÉ Rabóczki Mária (1989): A gazdasági társaságok pénzügyi megítélése Közgazdasági És Jogi Kiadó
- BÖCKING, Hans-Joachim (1998): Zum Verhältnis von Rechnungslegung und Kapitalmarkt: Vom „financial accounting“ zum „business reporting“, in: Sonderheft 40/1998 der Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 17-53.o.
- BÖCKING, Hans-Joachim – NOWAK, Karsten (1999): Das Konzept des Economic Value Added, in: Finanz Betrieb 281-288.o.

- BÖCKING, Hans-Joachim – NOWAK, Karsten (2000): Die Bedeutung des Börsenkurses bei Unternehmensbewertungen, in: Finanz Betrieb 17-24.o.
- BREALEY, Richard – MYERS, S.C. (1998): Modern Vállalati Pénzügyek 6. kiadás, Panem–McGraw-Hill, Budapest
- BURRELL, G. – MORGAN, Gareth (1987): Sociological Paradigms and Organisational Analysis. Elements of the Sociology of Corporate Life, Aldershot
- BÜHNER, Rolf – TUSCHKE, Anja (1997): Zur Kritik am Shareholder Value - eine ökonomische Analyse, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 499-516.o.
- CHIKÁN Attila (1998): Vállalatgazdaságtan, AULA Kiadó, Budapest
- COENENBERG, Adolf G. (2003): Shareholder Value – Betriebswirtschaftliche Sicht und öffentliche Wahrnehmung, in: Journal für Betriebswirtschaft 7-14.o.
- COPELAND, Tom – KOLLER, Tim – MURRIN, Jack (1999): Vállalatértékelés, Panem–John Wiley & Sons, Budapest
- CORNELL, B. – SHAPIRO, A.C. (1987): Corporate Stakeholders and Corporate Finance, in: Financial Management 5-14.o.
- CRASSELT, Nils – SCHREMPER, Ralf (2000): Economic Value Added, in: Die Betriebswirtschaft 813-816.o.
- CRASSELT, Nils – SCHREMPER, Ralf (2001): Cash Flow Return on Investment und Cash Value Added, in: Die Betriebswirtschaft 271-274.o.
- DEIMEL, Klaus (2002): Shareholder Value-Kennzahlen und wertorientierte Unternehmenssteuerung, in: Das Wirtschaftsstudium 506-510.o.
- DIPIAZZA, Samuel A. – ECCLES, Robert G. (2002): Building Public Trust. The Future of Corporate Reporting, New York
- DOBÁK Miklós (1998): Szervezeti formák és vezetés 2. kiadás, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- DORGAI Ilona (2001): A részvényesi értékmaximalizálás és a vállalati teljesítménymérés kapcsolata, BKÁE Vállalatgazdaságtan Tan-szék, 13. sz. Műhelytanulmány, Budapest
- DORGAI Ilona (2004): A részvényesi értékmaximalizálás és a vállalati értékteremtés kapcsolata, disszertáció, Budapest

- ELSCHEN, Rainer (1991): Shareholder Value und Agency-Theorie – Anreiz- und Kontrollsysteme für Zielsetzungen der Anteilseigner, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 209-220.o.
- FISCHER, Thomas M. (2001): Economic Value Added (EVA), in: Controlling 169-170.o.
- FISCHER, Thomas M. (2002a): ZP-Stichwort: Value Reporting, in: Zeitschrift für Planung 211-216.o.
- FISCHER, Thomas M. (2002b): Wertorientierte Kennzahlen und Publizität der DAX 30-Unternehmen, in: Controlling 161-168.o.
- FISCHER, Thomas M. – BECKER, Sabrina – WENZEL, Julia (2001): Internetbasierte wertorientierte Berichterstattung (Web-Based Value Reporting), in: Der Betrieb 2001-2007.o.
- FISCHER, Thomas M. – BECKER, Sabrina – WENZEL, Julia (2002): Wertorientierte Berichterstattung – Ein empirischer Vergleich der internetbasierten Geschäftsberichte von DAX 30- und Nemax 50-Unternehmen, in: Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung 14-25.o.
- FISCHER, Thomas M. – KLÖPFER, Elisabeth (2006): Entwicklung und Perspektiven des Value Reporting, in: Zeitschrift für Controlling und Management, Sonderheft 3, 4-14.o.
- FISCHER, Thomas M. – RÖDL, Karin (2005): Value Added Reporting: Publizität wertorientierter Managementkonzepte in den Geschäftsberichten der DAX-30 Unternehmen, in: Controlling 23-32.o.
- FISCHER, Thomas M. – VIELMEYER, Uwe (2004): Analyse von Risk Disclosure Scores: Risikoorientierte Unternehmenspublizität der DAX 100-Unternehmen, in: Zeitschrift für kapitalmarktorientierte Rechnungslegung 459-474.o.
- FISCHER, Thomas M. – WENZEL, Julia (2002): Value Reporting, in: Die Betriebswirtschaft 327-332.o.
- FISCHER, Thomas M. – WENZEL, Julia – KÜHN, Christian (2001): Value Reporting – Wertorientierte Berichterstattung in den Nemax 50-Unternehmen, in: Der Betrieb 1209-1216.o.
- GLEIBNER, Werner (2000): Balanced Scorecard im Kontext einer wertorientierten Unternehmenssteuerung, in: DSWR 160-163.o.
- GLEIBNER, Werner – BERGER, Thomas – RINNE, Mathias – SCHMIDT, Michael (2005): Risikoberichterstattung und Risikoprofile von

- HDAX-Unternehmen 2000 bis 2003, in: Finanz Betrieb 343-353.o.
- GÖTZE, Uwe – GLASER, Katja (2001): Economic Value Added als Instrument einer wertorientierten Unternehmensführung, in: Sonderheft 1/2001 der Kostenrechnungspraxis 31-37.o.
- GÜNTHER, Thomas (2002): Wertorientierte Kennzahlen zur Steuerung mittelständischer Unternehmen, in: Sonderheft 1/2002 der Kostenrechnungspraxis 89-97.o.
- GÜNTHER, Thomas – BEYER, Dirk (2001): Value Based Reporting – Entwicklungspotenziale der externen Unternehmensberichterstattung, in: Betriebs-Berater 1623-1630.o.
- GÜNTHER, Thomas – BEYER, Dirk – MENNINGER, Jutta (2003): Externe Berichterstattung über strategierelevante Informationen bei Unternehmen der „new economy“, in: Zeitschrift für kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, 448-458.o.
- GÜNTHER, Thomas – LANDROCK, Bert – MUCHE, Thomas (2000a): Gewinn-versus unternehmenswertbasierte Performancemaße Teil I, in: Controlling 69-75.o.
- GÜNTHER, Thomas – LANDROCK, Bert – MUCHE, Thomas (2000b): Gewinn-versus unternehmenswertbasierte Performancemaße Teil II, in: Controlling 129-134.o.
- HALLER, Axel (2006): Nachhaltigkeitsleistung als Element des Value Reporting, in: Zeitschrift für Controlling und Management, Sonderheft 3, 62-73.o.
- HAUSER, Martin (1999): Wertorientierte Betriebswirtschaft, in: Controller Magazin 398- 404.o.
- HEMPEL, C.G. (1975): Deduktiv-nomologische Erklärungen, in: Gießen, B. – Schmid M.: Theorie, Handeln und Geschichte, Hamburg, 40-78. o.
- HENNEN, Willy – KLENKE, Stefan (2000): Wertmanagement, in: Controller Magazin 144-149.o.
- HENSELMANN (2000): Der Restwert in der Unternehmensbewertung – eine „Kleinigkeit“?, Finanz Betrieb 3/2000 151-157.o.
- HEUMANN, Rainer (2006): Möglichkeiten zur praktischen Umsetzung eines Value Reporting in Geschäftsberichten, in: Zeitschrift für kapitalmarktorientierte Rechnungslegung 259-266.o.

- HILL, Wilhelm (1996): Der Shareholder Value und die Stakeholder, in: Die Unternehmung 411- 420.o.
- HORNUNG, Karlheinz – MAYER, Jörg H. (1999): Erfolgsfaktoren – basierte Balanced Scorecards zur Unterstützung einer wertorientierten Unternehmensführung, in: Controlling 389-398.o.
- HORVÁTH Péter (2008): Controlling 6. átdolgozott kiadás, CompLex, Budapest
- HORVÁTH Péter – MINNING, Frank (2001): Wertorientiertes Management in Deutschland, Großbritannien, Italien und Frankreich, in: Controlling 273-282.o.
- JACOBS, Otto H. – OESTREICHER, Andreas (2000): Mérlegelemzés, Kossuth Kiadó, Budapest
- JUHÁSZ Péter (2004): Az üzleti és könyv szerinti érték eltérésének magyarázata Vállalatok mérlegen kívüli tételeinek értékelési problémái, PhD-értekezés, Budapest
- KAJÜTER, Peter – ESSER, Simon (2007): Risiko- und Chancenberichterstattung im Lagebericht, in: Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung 381-390.o.
- KAPLAN, Robert H. – NORTON, David P. (1998): Balanced Scorecard – Kiegyensúlyozott stratégiai mutatószám-rendszer, KJK, Budapest
- KAZAINÉ Ónodi Annamária – (2008): Az értékközpontú vállalatvezetést szolgáló teljesítménymérési rendszer, disszertáció, Budapest
- KELLER, Bernd – PLACK, Andreas (2001): Economic Value Added (EVA) als Unternehmenssteuerungs- und -bewertungsmethode, in: Kostenrechnungspraxis 347-351.o.
- KESTEN, Ralf (2006): ERIC: Noch ein Kennzahlenangebot zur Performance-messung im wertorientierten Controlling, in: controller magazin 123-129.o.
- KIESER, Alfred (1995): Szervezetelméletek, AULA Kiadó, Budapest
- KIESER, Alfred (1995a): Bevezetés a szervezetelmélet kritikai vizsgálatába, in: Kieser: Szervezetelméletek, Aula Kiadó, Budapest
- KIVIKAS, Mart – WULF, Inge (2006): Wissensbilanzierung als Element des Value Reporting, in: Zeitschrift für Controlling und Management, Sonderheft 3, 42-60.o.
- KLINGEBIEL, Peter (2000): Identifizierung und Quantifizierung von Werttreibern, in: Controller Magazin 565-568.o.

- KRENSEL, Christian – SIEMES, Andreas – AFRA, Sina (2002): Stock Options als ein Instrument erfolgsorientierter Vergütung bei im NEMAX 50 notierten Unternehmen, in: Controlling, 707-713.o.
- KUNZ, Alexis H. – PFEIFFER, Thomas – SCHNEIDER, Georg (2007): E_RICTM versus EVATM, in: Die Betriebswirtschaft, 259-277.o.
- KÜRSTEN, Wolfgang (2000): „Shareholder Value“ – Grundelemente und Schieflagen einer polit-ökonomischen Diskussion aus finanzierungstheoretischer Sicht, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 359-381.o.
- LANGGUTH, Heike (2002): Unternehmenswert- und Emissionspreisermittlung mit der Discounted Flow-Methode – Fallstudie, in: Das Wirtschaftsstudium 1266-1270.o.
- LÁZÁR László (2002): Értékek és mértékek. A vállalati erőforrás-felhasználás leképezése és elemzése hazai üzleti szervezetekben, PhD-értekezés, Budapest
- LENKOVICS Barnabás (1995): A dologi jog vázlata 2. kiadás, Eötvös József Könyvkiadó, Budapest
- LISTER, Michael (2001): Konzeption des Value Controllings, in: Die Unternehmung 235-251.o.
- LOITZ, Rüdiger (2000): Konzeption und Einsatz des Shareholder Value Ansatzes für die Bewertung und Steuerung von Unternehmen, in: Betrieb und Wirtschaft 701-705.o.
- LORSON, Peter (1999): Shareholder Value-Ansätze, in: Der Betrieb 1329-1339.o.
- LÜCKE, Wolfgang (1955): Investitionsrechnungen auf der Grundlage von Ausgaben oder Kosten?, in: Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung 310-324.o.
- LÜCKE, Wolfgang (2001): Zielgrößen für Unternehmen, Stakeholder und Shareholder, in: Zeitschrift für Planung 47-72.o.
- MARSCHLICH, Annette – MENNINGER, Jutta (2006): Humankapital als Beitrag zum Value Reporting, in: Zeitschrift für Controlling und Management, Sonderheft 3, 32-41.o.
- MATHEIS, Michael – SCHALCH, Oliver (1999): Balanced Scorecard und Economic Value Added, in: io-Management 37-43.o.

- MÄNNEL, Wolfgang (2001): Der Cash Flow Return on Investment (CFRoI) als Instrument des wertorientierten Controlling, in: Kostenrechnungs-Praxis Sonderheft 1/2001 39-51.o.
- MENGELE, Andreas (1999): Shareholder-Return und Shareholder-Risk als unternehmensinterne Steuerungsgrößen, Schäffer-Poeschel, Stuttgart
- MICHEL, Uwe (1999): Ein umfassender und durchgängiger Ansatz zur kapitalmarktorientierten Unternehmenssteuerung, in: Controlling 371-379.o.
- MIDDELMANN, Ulrich (2001): Neuere Entwicklungen des wertorientierten Controlling, in: Die Betriebswirtschaft 493-508.o.
- MILES-EZZELL (1980): The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets, and Projekt Life: A Clarification, Journal of Financial and Quantitative Analysis 719-730.o.
- MÖLLER, Sabina (2006): Opportunismus, in: WiSt 402-403.o.
- ÓNODI Annamária (2005): Gazdasági hozzáadott érték (EVA) mutató számítás számviteli korrekciói a magyar szabályozási környezetben, BCE Vállalatgazdaságtan Tanszék, 57. sz. Műhelytanulmány, Budapest
- OTTOSSON, E. – WEISSENRIEDER, F. (1996): Cash Value Added – a new method for measuring financial performance, in: Gothenburg Studies in Financial Economics, Study 1996/1 (letöltve: www.anelda.com, 2000.07.05.)
- PAPE, Ulrich (2000): Theoretische Grundlagen und praktische Umsetzung wertorientierter Unternehmensführung, in: Betriebs-Berater 711-717.o.
- PELLENS, Bernhard (2003): Shareholder Value – Was ist nach dem Börsencrash davon geblieben?, in: Die Betriebswirtschaft 1-4.o.
- PELLENS, Bernhard – TOMASZEWSKI, Claude – WEBER, Nicolas (2000): Wertorientierte Unternehmensführung in Deutschland, in: Der Betrieb 1825-1833.o.
- PFAFF, Dieter (1998): Wertorientierte Unternehmenssteuerung, Investitionsentscheidungen und Anreizprobleme, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 491-516.o.
- PIETSCH, Gotthard – SCHERM, Ewald (2000): Die Präzisierung des Controlling als Führungs- und Führungsunterstützungsfunktion, in: Die Unternehmung 395-411.o.

- QUICK, Reiner – KAYADELEN, Engin – FLASHAAR-BLOEDORN, Martin (2008): Kennzahlengestütztes Value Added Reporting in der Geschäftsberichtspublizität der Eurostoxx-50-Unternehmen, in: Wirtschaftsprüfung 156-164.o.
- RADÁCSI László (1997): A vállalatok stakeholder-elmélete, in: Boda Zsolt – Radácsi László: Vállalati etika, BKE Vezetőképző Intézet, Budapest, 79-92.o.
- RAPPAPORT, Alfred (2002): A tulajdonosi érték, Alinea Kiadó, Budapest
- RICHTER, F. – HONOLD, D. (2000): Das Schöne, das Unattraktive und das Hässliche an EVA & Co., in: Finanz Betrieb 265-274.o.
- RIES, Andreas (2002): Wie man den Unternehmenswert nachhaltig steigert, in: new management 16-24.o.
- RUHWEDEL, Franca – SCHULTZE, Wolfgang (2002): Value Reporting: Theoretische Konzeption und Umsetzung bei den DAX 100-Unternehmen, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 602-631.o.
- RUHWEDEL, Franca – SCHULTZE, Wolfgang (2004): Konzeption des Value Reporting und Beitrag zur Konvergenz im Rechnungswesen, in: Controlling 489-495.o.
- SCHALTEGGER, Stefan (1999): Bildung und Durchsetzung von Interessen zwischen Stakeholdern und Unternehmung, in: Die Unternehmung 3-20.o.
- SCHERER, Andreas Georg (1999): Kritik der Organisation oder Organisation der Kritik? – Wissenschaftstheoretische Bemerkungen zum kritischen Umgang mit Organisationstheorien, in: Kieser: Organisationstheorien 3. Aufl., Verlag W. Kohlhammer, Stuttgart, Berlin, Köln 1999
- SCHMALEN, Helmut (2002): Általános üzleti gazdaságtan, Axel-Springer Budapest Kiadó, Budapest
- SCHMID, Stefan (1998): Shareholder-Value-Orientierung als oberste Maxime der Unternehmensführung? – Kritische Überlegungen aus der Perspektive des Strategischen Managements, in: Zeitschrift für Planung 219-238.o.
- SCHMIDBAUER, Rainer (1999): Vergleich der wertorientierten Steuerungskonzepte im Hinblick auf die Anwendbarkeit im Konzern-Controlling, in: Finanz Betrieb 365-377.o.

- SCHNEIDER, Dieter (2001): Oh, EVA, EVA, schlimmes Weib: Zur Fragwürdigkeit einer Zielvorgabe-Kennzahl nach Steuern im Konzerncontrolling, in: Der Betrieb 2509-2514.o.
- SCHRÖDER, Ernst F. (2002): Instrumente zur wertorientierten Unternehmenssteuerung, in: Controller Magazin 466-469.o.
- SCHULZ, Michael (1999): Aktienmarketing: Eine empirische Erhebung zu den Informationsbedürfnissen der Investoren und Analysten, Verlag Wissenschaft & Praxis, Sterneneffels/Berlin
- SCHWETZLER, Bernhard – DARIJTSCHUK, Niklas (1999): Unternehmensbewertung mit Hilfe der DCF-Methode - eine Anmerkung zum „Zirkularitätsproblem“, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 295-317.o.
- SCHWETZLER, Bernhard – DARIJTSCHUK, Niklas (2000): Unternehmensbewertung und Finanzierungspolitiken, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 117-134.o.
- STEINER, Manfred – WALLMEIER, Martin (1999): Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Methoden und dem Economic Value Added-Konzept, Finanz Betrieb 5/1999 S. 1-10.
- STEINHARDT, Thorsten (2002): Wertorientiertes Controlling im Konzernverbund, in: Kostenrechnungspraxis 363-368.o.
- STEINHARDT, Thorsten (2003): Produktionscontrolling mit Werttreibern, in: Controller Magazin 272-276.o.
- STEWART, G. B. (1991): The Quest for Value: the EVA™ management guide, HarperBusiness 1991
- STRACK, Reiner – HANSEN, Julie – DÖRR, Thorsten (2001): Wertmanagement: Implementierung und Erweiterung um das Human und Customer Capital, in: Sonderheft 1/2001 der Kostenrechnungspraxis 63-72.o.
- STRACK, Rainer – VILLIS, Ulrich (2001): RAVE™: Die nächste Generation im Shareholder Value Management, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 67-83.o.
- SZÁMVITELI törvény: 2000. évi C. törvény a számvitelről
- SZÉKELY Ákos (2000): Az értékközpontú vállalatirányítás vezetési vonatkozásai, kiadatlan dolgozat
- TIRNITZ Tamás (2004): Értékorientált mutatók és –rendszerek a vállalatvezetés szolgálatában, doktori tézistervezet, Budapest

- VIRÁG Miklós (1993): Pénzügyi kimutatások szerepe az üzleti teljesítmény megítélésében, in: *Ipargazdaság* 1993/4, 27-40.o.
- VOGGENREITER, Dietmar – JOCHEN, Martin (2002): Der kombinierte Einsatz von Wertmanagement und Balanced Scorecard, in: *Controlling* 615-621.o.
- VOLKART, Rudolf (1997): Wertkommunikation, Aktienkursbildung und Managementverhalten, in: *Die Unternehmung* 119-132.o.
- WAGNER, Franz W. (1997): Shareholder Value: Eine neue Runde im Konflikt zwischen Kapitalmarkt und Unternehmensinteresse, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 473-498.o.
- WEHRHEIM, Michael – SCHMITZ, Thorsten (2001): Wertorientierte Kennzahlen, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium* 495-498.o.
- WEISS, Heinz-Jürgen – HEIDEN, Matthias (2000): Shareholder und Bondholder – Zwei Welten oder Partner?, in: *Betriebs-Berater* 35-39.o.
- WELGE, Martin K. – LATTWEIN, Johannes (2002): Wertorientiertes Performance Controlling mit der Value Scorecard[®], in: *Controlling* 455-464.o.
- WENTGES, Paul (2000): Eine Stakeholder-orientierte Analyse der Berücksichtigung des Risikos im Rahmen des Shareholder Value-Konzeptes, in: *Die Betriebswirtschaft* 199-209.o.
- WILLIAMSON, Oliver E. (1985): *The Economic Institutions of Capitalism*, New York
- WIMMER Ágnes (2000): A vállalati teljesítménymérés az értékteremtés szolgáltatában, Ph.D. értekezés, BKÁE, Budapest
- WIMMER Ágnes (2004): Üzleti teljesítménymérés az értékteremtés szolgáltatában, in: *Vezetéstudomány* 2004/9, 2-11.o.
- WITT, Frank-Jürgen (2000): Shareholder Value Revisited, in: *Controller Magazin* 251-254.o.
- WITT, Frank-Jürgen (2002): Werttreiberkonzepte in der Controllingpraxis, in: *Controller Magazin* 369-381.o.
- WOLF, Klaus (2003): Anmerkungen zur Risikoberichterstattung vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklungen im Value Reporting, in: *Deutsches Steuerrecht* 1089-1095.o.

II. ÁTTEKINTETT HONLAPOK

(A honlapok vizsgálatára minden esetben 2005. augusztusában került sor.)

A kategória	B kategória
www.ahrt.hu www.borsodchem.hu www.danubiusgroup.com www.demasz.hu www.egis.hu www.fhb.hu www.fotex.hu www.globus.hu www.graphisoft.hu www.ieb.hu www.linamar.hu www.magyartelekom.hu www.mol.hu www.nabi.hu www.otp.hu www.annonplast.hu www.raba.hu www.richter.hu www.synergon.hu www.tvk.hu www.zwackunicum.hu	www.excel-csepel.hu www.domus.hu www.econet.hu www.elmu.hu www.emasz.hu www.forras.hu www.freesoft.hu www.gardenia.hu www.humet.hu www.pannonv.hu www.pannon-flax.hu www.phylaxiapharma.hu www.quaestor.hu www.fevita.hu

III. FELDOLGOZOTT BESZÁMOLÓK ÉS JELENTÉSEK

Cégnév	Beszámolók és jelentések
Antenna Hungária Rt.	AH (2004a): Éves jelentés AH (2004b): Konszolidált éves beszámoló és független könyvvizsgálói jelentés AH (2005a): 2005. I. féléves gyorsjelentés (IFRS, pdf) AH (2005b): 2005. I. féléves gyorsjelentés (IFRS, word) AH (2005c): 2005. I. féléves gyorsjelentés (IFRS, excel)
Borsodchem Rt.	BC (2004a): Konszolidált éves beszámoló BC (2004b): Auditált konszolidált pénzügyi beszámoló BC (2005): Első féléves, a tőzsde számára készített gyorsjelentés
Danubius Rt.	DH (2004a): MSZSZ szerint készült konszolidált éves jelentés DH (2004b): IFRS szerint készült konszolidált tőzsdei éves jelentés DH (2005): Gyorsjelentés a 2005. I. féléves gazdálkodásról
DÉMÁSZ Rt.	DÉ (2004a): Éves beszámoló és független könyvvizsgálói jelentés DÉ (2004b): Éves jelentés DÉ (2004c): Éves konszolidált beszámoló és független könyvvizsgálói jelentés DÉ (2005): Gyorsjelentés 2005. I. félév
Egis Rt.	EG (2005a): Gyorsjelentés a Budapesti Értéktőzsde számára teljes üzleti év EG (2005b): Gyorsjelentés a Budapesti Értéktőzsde számára első félév
FHB Rt.	FH (2004a): Társasági beszámoló FH (2004b): Tőzsdei éves jelentés FH (2005): II. negyedévi tőzsdei gyorsjelentés
FOTEX Rt.	FX (2004a): Auditált konszolidált éves beszámoló és Független Könyvvizsgálói jelentés FX (2004b): A Társaság szervezetéhez, működéséhez kapcsolódó adatlapok

Cégnév	Beszámolók és jelentések
	FX (2004c): Az elnök beszámolója FX (2005a): I-IX. havi gyorsjelentés FX (2005b): Pénzügyi kimutatáshoz kapcsolódó adatlapok
Globus Rt.	GL (2004): Éves jelentés GL (2005): Gyorsjelentés 2005. II. negyedév
Graphisoft N.V.	GR (2004): Pénzügyi jelentés GR (2005): Első féléves gyorsjelentés
Inter-Európa Bank Rt.	IE (2004): Éves jelentés IE (2005): 2005. II. negyedévi tőzsdei gyorsjelentés
Linamar Rt.	LI (2004): Éves jelentés LI (2005): Gyorsjelentés a 2005. június 30-al záruló hat hónapról
Magyar Telekom Rt.	MT (2004a): Éves jelentés MT (2004b): Form 20-F Annual report MT (2005): 2005. féléves eredmények
MOL Rt.	MO (2004): Éves jelentés MO (2005): Első félévi és második negyedéves gyorsjelentés
NABI Rt.	NA (2004): Éves jelentés NA (2005): Gyorsjelentés 2005. első félév
OTP Bank Rt.	OT (2004a): IFRS szerint készített nem konszolidált beszámoló OT (2004b): IFRS szerint készített konszolidált beszámoló OT (2004c): 2004. évi auditált éves jelentés kivonata OT (2004d): Éves jelentés OT (2005): 2005. I. féléves Tőzsdei Gyorsjelentés
Pannonplast Rt.	PA (2004a): Éves beszámoló és független könyvvizsgálói jelentés PA (2004b): Konszolidált éves beszámoló PA (2004c): Éves jelentés – Adatlapok PA (2005): Tőzsdei gyorsjelentés a 2005. I-II. negyedéves időszakról
Rába Rt.	RÁ (2004a): Konszolidált pénzügyi kimutatások RÁ (2004b): Éves jelentés I. RÁ (2004c): Éves jelentés II. RÁ (2004d): Tőzsdei éves jelentés és szöveges kiegészítése RÁ (2005): 2005. I-III. negyedéves gyorsjelentése
Richter Gedeon Rt.	RI (2004): Éves jelentés RI (2005): 2005. I. félévi gyorsjelentés
Synergon Rt.	SY (2004): Éves jelentés SY (2005): Gyorsjelentés
TVK Rt.	TV (2004): Éves jelentés TV (2005): 2005. I. féléves és II. negyedéves gyorsjelentés
Zwack Unicum Rt.	ZW (2004): Éves jelentés ZW (2005a): Köztes éves jelentés ZW (2005b): Köztes éves jelentés adatlapjai ZW (2005c): Gyorsjelentés a 2005-2006-os üzleti év I. féléves eredményeiről
Agrimill-Agrimpex Rt.	AG (2004): Éves jelentés AG (2005): 2005. első féléves gyorsjelentés
BIF Rt.	BI (2004a): Összevont (konszolidált) éves beszámoló BI (2004b): Éves beszámoló BI (2005): 2005. I. félévi gyorsjelentés
Csepel Holding Rt.	CS (2004a): Éves beszámoló és konszolidált éves beszámoló CS (2004b): Éves jelentés CS (2004c): Konszolidált beszámoló kiegészítő melléklete CS (2004d): Éves beszámoló kiegészítő melléklete CS (2005): Gyorsjelentés a 2005. I. félév pénzügyi helyzetéről és teljesítményéről
Domus Rt.	DO (2004): Éves jelentés DO (2005): 2005. I. félévi gyorsjelentés

Cégnév	Beszámoló és jelentések
econet.hu Rt.	EC (2004): Üzleti jelentés EC (2005): Gyorsjelentés 2005. I. félév
EHEP Rt.	EH (2004) Tőzsdei éves jelentés EH (2005): 2005. I. félévi gyorsjelentés
ELMŰ Rt.	EL (2004): Éves jelentés EL (2005): Féléves gyorsjelentés
ÉMÁSZ Rt.	ÉM (2004): Éves jelentés ÉM (2005) Féléves gyorsjelentés
Forrás Rt.	FO (2004a): Éves jelentés FO (2004b): Kiegészítő melléklet a Forrás Rt. 2004. december 31-i összevont éves beszámolójához FO (2004c): Adatlapok FO (2005a): 2005. évi első féléves gyorsjelentés FO (2005b): 2005. évi első féléves gyorsjelentés – kivonat FO (2005c): Adatlapok
FreeSoft Rt.	FR (2004): Éves beszámoló FR (2005): 2005. I. félévi gyorsjelentés
Gardénia Rt.	GA (2004): Tőzsdei éves jelentés GA (2005): 2005. I. féléves gyorsjelentés
Humet Rt.	HM (2004a): Tőzsdei jelentés HM (2004b): Kiegészítő melléklet a HUMET® Rt. 2004. 12. 31-i zárómérlegéhez HM (2004c): A HUMET® Rt. Igazgatóságának jelentése HM (2005): Gyorsjelentés a HUMET® Rt. 2005. első félévi gazdálkodásáról
Hungagent Rt.	HU (2004a): Éves beszámoló HU (2004b): Kiegészítő melléklet a 2004. évi (összevont) konszolidált beszámolóhoz HU (2005a): 2005. I. féléves gyorsjelentés HU (2005b): Adatlapok
Kartonpack Rt.	KA (2004): Éves jelentés KA (2005): 2005. féléves tőzsdei gyorsjelentés
Konzum Rt.	KO (2004): Éves jelentés KO (2005): 2005. I. félévi gyorsjelentés
Novotrade Rt.	NO (2004): Éves jelentés a tőzsde számára NO (2005): Tőzsde számára készített gyorsjelentés
Pannon-Váltó Rt.	PV (2004): Éves beszámoló PV (2005): 2005. I. félévi gyorsjelentés
Pannonflax Rt.	PF (2004): Éves jelentés PF (2005): 2005. I. féléves gyorsjelentés
Phylaxia Pharma Rt.	PH (2004): Éves jelentés PH (2005): Összevont (konszolidált) féléves gyorsjelentés
Quaestor Rt.	QU (2004): Éves jelentés QU (2005): 2005/I. féléves gyorsjelentés
Skoglund Holding Rt.	SK (2004a): Jelentés a 2004-es pénzügyi évről SK (2004b): Éves beszámoló SK (2004c): Kiegészítő melléklet Éves beszámolóhoz SK (2005): Tőzsdei gyorsjelentés
Székesfehérvári Hűtőipari Rt.	SZ (2004): Éves jelentés SZ (2005): Féléves gyorsjelentés

I. Melléklet: A Budapesti Értéktőzsdén 2005 augusztusában jegyzett társaságok listája

A kategória	B kategória
Antenna Hungária Rt.	Agrimill-Agrimpex Rt.
BorsodChem Rt.	BIF Rt.
Danubius Rt.	Csepel Holding Rt.
DÉMÁSZ Rt.	Domus Rt.
Egis Rt.	econet.hu Rt.
FHB Rt.	EHEP Rt.
FOTEX Rt.	ELMŰ Rt.
Globus Rt.	ÉMÁSZ Rt.
Graphisoft N.V.	Forrás Rt.
Inter-Európa Bank Rt.	FreeSoft Rt.
Linamar Rt.	Gardénia Rt.
MAGYAR TELEKOM Rt.	Humet Rt.
MOL Rt.	Hungagent Rt.
NABI Rt.	Kartonpack Rt.
OTP Bank Rt.	Konzum Rt.
Pannonplast Rt.	Novotrade Rt.
Rába Rt.	Pannon-Váltó Rt.
Richter Gedeon Rt.	Pannonflax Rt.
SYNERGON Rt.	Phylaxia Pharma Rt.
TVK Rt.	Quaestor Rt.
Zalakerámia Rt. (augusztus 8-ig)	Skoglund Holding Rt.
ZWACK Unicum Rt.	Székesfehérvári Hűtőipari Rt.
22 cég⁴⁴⁴	22 cég

⁴⁴⁴A vizsgálatba azonban – a Zalakerámia kivezetése miatt – csak 21 cég került be.

II. Melléklet: Értékorientált kiegészítő beszámolás honlapokon történt vizsgálatának eredményei (2005. augusztus)

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Antenna Hungária Rt. (www.ahrt.hu)	▪ jelentések a honlapon ▪ részvényárfolyam aktuális alakulása ▪ EBIT, EBITDA-arány ▪ néhány historikus adat ▪ relatív árfolyam (a BUX-hoz képest, lásd prezentáció)		▪ stratégia általánosságban és a tárgyévi stratégiai célok ▪ tulajdonosi szerkezet	▪ ISO 9001 ▪ dolgozói létszám ▪ egy főre jutó árbevétel ▪ árbevétel termékek szerinti megoszlása ▪ kiemelt ügyfelek
Borsodchem Rt. (www.borsodchem.hu)	▪ részvényárfolyam múltbeli és aktuális alakulása (BÉT, Varsó, London) ▪ legmagasabb és legalacsonyabb árfolyam (BÉT, Varsó, London) ▪ forgalom nagysága ▪ EBIT, ROE, egy részvényre jutó eredmény, egy részvényre jutó osztalék, EBITDA ▪ EBITDA-arány és árfolyamalakulás a versenytársakhoz képest ▪ jelentések a honlapon	▪ van dolgozói részvényjuttatás	▪ tulajdonosi szerkezet	▪ EBITDA termékenként (stratégiai üzleti egységenként) ▪ vannak piacra lépési korlátok ▪ árbevétel termékenként és régióként ▪ IPPC-engedély ▪ elnyert innovációs díjak ▪ ISO 9001 és 14001
Danubius Rt. (www.danubiusgroup.com)	▪ havi és éves kereskedési adatok, legmagasabb és legalacsonyabb árfolyam ▪ BUX-hoz képesti árfolyamalakulás (grafikusan) ▪ jelentések a honlapon		▪ tulajdonosi szerkezet ▪ jövőkép	▪ szerződött egészségpénztárak listája ▪ szállodák minősítése ▪ értékesítési irodák

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
DÉMÁSZ Rt. (www.demasz.hu)	▪ jelentések a honlapon ▪ nyitó, legmagasabb és legalacsonyabb árfolyam ▪ tőzsdei forgalom nagysága	▪ mindenkinek van teljesítmény alapú béreleme		▪ képzési költség aránya a személyi jellegű ráfordításon belül ▪ végzettség szerinti dolgozói összetétel
Egis Rt. www.egis.hu	▪ jelentések a honlapon ▪ fedezet, EBIT, árbevétel megoszlása régióként és terméként ▪ működőtőke, készlet ▪ piachoz képesti növekedés ▪ egy részvényre jutó osztalék időszora		▪ tulajdonosi struktúra ▪ új termékek ▪ árfolyam-fedezeti ügyletek	▪ törzskönyvek száma, kutatási-fejlesztési kiadások aránya, létszám (nem aktuális adatok)
FHB Rt. www.fhb.hu	▪ jelentések a honlapon ▪ aktuális részvényárfolyam ▪ árfolyam volatilitása ▪ éves és történelmi legmagasabb és legalacsonyabb árfolyam ▪ EBIT, EPS, P/E, ROE és ROA negyedéves bontásban (de hiányzik az aktuális év adata)	▪ vezetők javadalmazási rendszeréről szóló szabályzat ▪ NEM adnak opciót a munkatársaknak	▪ tulajdonosi struktúra ▪ kétéves kibocsátási program ▪ kockázatkezelési irányelvek, a folyamat rövid ismertetése	▪ elnyert díjak ▪ termékértékesítési helyek (partnerbankok) hálózata
FOTEX Rt.				
Globus Rt. (www.globus.hu)	▪ jelentések a honlapon		▪ küldetés	▪ EUREPGAP, ISO 9001, IFS, EFSIS, BIOKONTROLL rendszerek, ISO 14001 részletes bemutatása és magyarázata
Graphisoft N.V. (www.graphisoft.hu)	▪ jelentések a honlapon	▪ vezetők opcióinak értéke (2005. június 30-án)	▪ tulajdonosi összetétel ▪ küldetés ▪ cégről megjelent elemzések teljes szövege (nem aktuális)	▪ ArchiCAD viszonteladói hálózata ▪ Wall Street Journal díja

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Inter-Európa Bank Rt. (www.ieb.hu)	▪ jelentések a honlapon			
Linamar Rt. (www.linamar.hu)	▪ jelentések a honlapon		▪ jövőkép, küldetés	
Magyar Telekom Rt. (www.magyartelekom.hu)	▪ fizetett osztalék nagysága ▪ EBITDA		▪ stratégia (több helyen, nem egyező időszakra és tartalommal) ▪ teljes körű kockázatkezelési rendszer (konkrétumok a SEC-jelentésben)	▪ ISO 9001, ISO 14001 ▪ kutatás-fejlesztési partnerkapcsolatok listája ▪ szállítómínősítési rendszer
MOL Rt. (www.mol.hu)	▪ jelentések a honlapon ▪ EBITDA ▪ ROACE		▪ jövőkép ▪ összvállalat és egy divízió küldetése ▪ 2003-2005-ös stratégia ▪ Beszállító Minősítési Rendszer	▪ töltőállomás-hálózat ▪ stratégiai partnerek (bővebb adatok és magyarázat nélkül) ▪ ISO 9002, ISO 14001 ▪ EBK-tevékenység
NABI Rt. (www.nabi.hu)	▪ jelentések a honlapon ▪ árfolyam alakulása, BUX-hoz képest is ▪ átlagárfolyam, volatilitás, kapitalizáció, P/E, EPS (utóbbi közel két és félévvel korábbi adat) ▪ EBIT, EBITDA ▪ „nettó eredmény”		▪ SWOT-elemzés ▪ társaságot elemzők listája	▪ ISO 9001, ISO 9002, ISO 14001, OHSAS 18001 ▪ teljes CAD-tervezés ▪ kapott termékdíjak ▪ bejegyzett szabadalom ▪ fejlesztés egyéb eredményei
OTP Bank Rt. (www.otp.hu)	▪ jelentések a honlapon ▪ EPS, ROAA, ROAE ▪ részvényenkénti osztalék ▪ árfolyam alakulása BUX-hoz és MSEU Bank indexhez képest ▪ tőzsdei kapitalizáció összevetve versenytárs-bankcsoportokkal		▪ aktuális stratégia (piacok szerint, országok szerint és termékek szerint), megalapozott számításokkal ▪ termékprioritások és megcélzandó piacok ▪ elemzés a piaci trendekről (néha konkrét szeg-	▪ kapott minősítések: Fitch IBCA, S&P, Moody's, Capital Intelligence ▪ külföldi bankkapcsolatok ▪ piaci részesedés, szegmensenként és országokként is ▪ ügyfél-elégedettség néhány eleme

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékkorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
	▪ kapitalizáció és saját tőke aránya a versenytársakhoz viszonyítva ▪ saját részvény vásárlása kapcsán konkrét közgyűlési felhatalmazásra utal		▪ mensre) ▪ piacok növekedési rátája ▪ Bázis II. kockázata (konkrétumok nélkül) ▪ mutatószámok tervezett alakulása (például piaci részesedés) ▪ országokként megbon- tott tervek ▪ a bankot elemzők listája	
Pannonplast Rt. (www.pannonplast.hu)	▪ jelentések a honlapon			
Rába Rt. (www.raba.hu)	▪ jelentések a honlapon ▪ legalacsonyabb és legmaga- sabb árfolyam, volatilitás, P/E (utóbbi negatív) ▪ árfolyam alakulása a BUX- hoz képest ▪ EBIT, EBITDA		▪ „időtlen” holding- stratégia ▪ három üzletág céljai, veszélyei és lehetőségei	▪ Rába Ring ▪ árbevétel piacok szerinti bontása (üres link)
Richter Gedeon Rt. (www.richter.hu)	▪ jelentések a honlapon ▪ napi árfolyam alakulása (BÉT-en és Londonban) ▪ EBIT ▪ egy részvényre jutó ered- mény és osztalék ▪ saját részvények vásárlásá- nak indoka	▪ bonuszrészvény-program	▪ tulajdonosi struktúra	▪ árbevétel megoszlása régió- ként ▪ új termékek árbevétele ▪ innovációs díj ▪ ISO 14001 ▪ referenciapatikák listája ▪ nemzetközi jelenlét ▪ forgalomba hozatali engedé- lyek ▪ K+F aránya ▪ szabadalmak (általánosságban)

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Synergon Rt. (www.synergon.hu)	▪ jelentések a honlapon ▪ EPS, EBITDA ▪ más honlapról behívva: volatilitás, P/E, kapitalizáció, ROA, ROE		▪ stratégia (évszám nélkül) ▪ versenyelőnyök	▪ Minősített NATO-beszállításra alkalmas ▪ egyes termékek minősítése ▪ szegmens növekedése
TVK Rt. (www.tvk.hu)	▪ jelentések a honlapon ▪ egy részvényre eső osztalék, P/E, EPS, piaci kapitalizáció, volatilitás, EBIT, EBITDA, ROE, ROA ▪ EBIT és árbevétel aránya két versenytárhoz képest		▪ küldetés, jövőkép ▪ egy nagy K+F-projekt költségei	▪ ISO 9001, ISO 17025 ▪ hazai piaci részesedés ▪ környezetközpontú irányítási rendszer
Zwack Unicum Rt. (www.zwackunicum.hu)	▪ átlagárfolyam, forgalom nagysága, volatilitás		▪ küldetés (de más megnevezéssel)	▪ ISO 9001 ▪ Külföldi dealerek (konkrét értékesítési adatok nélkül)

B kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Agrimill-Agrimpex Rt. (nincs elérhető honlapja)				
BIF Rt. (nincs elérhető honlapja)				
Csepel Holding Rt. (www.excel-csepel.hu)			▪ „küldetés”	▪ ISO 9001, ISO 14001
Domus Rt. (www.domus.hu)				
econet.hu Rt. (www.econet.hu)	▪ jelentések a honlapon			
EHEP Rt. (nincs elérhető honlapja)				
ELMŰ Rt. (www.elmu.hu)	▪ jelentések a honlapon		▪ küldetés ▪ minőségpolitika	▪ ISO 9001 ▪ minősített beszállítók
ÉMÁSZ Rt. (www.emasz.hu)	▪ jelentések a honlapon		▪ küldetés	▪ ISO 9001 ▪ minősített beszállítók
Forrás Rt. (www.forras.hu)	▪ jelentések a honlapon			▪ ISO 9001

B kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értéorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
FreeSoft Rt. (www.freesoft.hu)	▪ jelentések a honlapon		▪ küldetés ▪ stratégiai célok	▪ ISO 9001
Gardénia Rt. (www.gardenia.hu)	▪ jelentések a honlapon		▪ alapvető képesség megnevezése	▪ kizárólagos disztribútori jogok ▪ ISO 9001
Humet Rt. (www.humet.hu)	▪ jelentések a honlapon			▪ speciális alapanyag
Hungagent Rt. (nincs elérhető honlapja)				
Kartonpack Rt. (nincs elérhető honlapja)				
Konzum Rt. (nincs elérhető honlapja)				
Novotrade Rt. (nincs elérhető honlapja)				
Pannon-Váltó Rt. (www.pannonv.hu)	▪ jelentések a honlapon			
Pannonflax Rt. (www.pannon-flax.hu)				▪ ISO, AQAP ▪ Magyar Termék Nagydíj
Phylaxia Pharma Rt. (www.phylaxiapharma.hu)				▪ nem tanúsított minőségbizto- sítási rendszer ▪ saját kutatók és egyetemi kö- zös kutatások
Quaestor Rt. (www.quaestor.hu)			▪ alapvető képességek ▪ jövőbeli fejlődési irá- nyok	
Skoglund Holding Rt. (nincs elérhető honlapja)				
Székesfehérvári Hűtőipari Rt. (www.fevita.hu)				▪ ISO 9001, HACCP, EFSIS

III. Melléklet: Értékorientált kiegészítő beszámolás tőzsdei éves és gyorsjelentéseken történt vizsgálatának eredményei

(é = éves jelentésben szerepel; gy = gyorsjelentésben szerepel, é,gy = mindkét jelentésben szerepel)

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Antenna Hungária Rt.	- EBITDA, működési cash flow, egy részvényre jutó eredmény (é,gy) - ROE, ROI, egy főre jutó EBIT (é) - üzletágankénti üzemi-üzleti eredmény (gy)(é) - üzletágankénti eszközállomány (é) - saját részvény száma (gy) - árfolyam-alakulás összevetése BUX-szal, Matávval, Synergonnal, Graphisofttal, Bumix-szel (é)	jövőbeli lízingkötelezettségek értéke (é)	- három pénzügyi kockázat megnevezése (de nem kezelik őket) (é) - a kamatfedezettség nem jelent kockázatot (gy) - vezető tisztségviselők listája (é,gy) - legfrissebb hírek (gy) - stratégia verbális leírása (é) - tulajdonosi szerkezet (gy)	- kiemelt ügyfelek (é) - egy főre jutó árbevétel (é) - üzletágankénti árbevétel (é) - éves oktatási ráfordítások (é) - ISO 9001 (é)
Borsodchem Rt.	- egy részvényre jutó EPS, hígítva is (é,gy) - EBITDA (gy) - saját részvények száma (é,gy)	- befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) - mérlegen kívüli tételek (gy) - jövőbeni és feltételes kötelezettségek (é) - van dolgozói részvényjuttatás (é)	- tulajdonosi szerkezet (é,gy) - biztonságtechnikai hiányosság nincs (é) - vezető tisztségviselők listája (gy) - árfolyamkockázat kezelésének elvei (é)	- árbevétel tevékenységenként (é) - egy főre jutó árbevétel (é,gy) - árbevétel, eszközök, kötelezettségek és értékcsökkenés üzletáganként (é) - összes képzési költség (é) - kutatási-fejlesztési költségek üzletáganként (é) - innovációs díj (é) - vevői reklamációk száma csökkent (é) - ISO 9001 és 14001 (é) - létszám (é,gy)

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Danubius Rt.	- üzletkötések száma, érintett darabszám, átlagár, legalacsonyabb és legmagasabb ár (é,gy) - egy részvényre jutó eredmény (é) - saját részvények száma (é)		- néhány kockázati elem egy- mondatos említése (é) - vezető tisztségviselők listája (é) - tulajdonosi szerkezet (é)	- piaci részesedés szállodakategóriánként és országoként (é) - árbevétel tevékenységenkénti és országokénti megoszlása (é) - képzési költségek (é) - immateriális javak részletezése (é)
DÉMÁSZ Rt.	- éves záróárfolyamok és ezek alakulása a BUX-hoz képest (é) - kiugró árfolyammozgások részletes magyarázata (é) - egy részvényre jutó osztalék (é) - EBITDA több évre és negyedéves bontásban (é) - EPS és bruttó osztalék (gy) - EBITDA-ráta (gy) - saját részvények száma (é)	- tárgyi eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) - kutatás, kísérleti fejlesztés címén elszámolt ráfordítás (nagyság, összetétel, cél) (é) - a változó bérelemek nem értékorientált mutatókhoz kötődnek (é) - az irányítás NEM a tulajdonosi érték alapján történik (é)⁴⁴⁵ - mérlegen kívüli tételek (gy)	- tulajdonosi szerkezet (é,gy) - folyamatban lévő peres ügyek értéke (é) - vezető tisztségviselők életrajza (é) - társaságot elemzők neve (é) - üzleti stratégiáját NEM teszi közzé (é)⁴⁴⁶ - kockázatkezelésre vonatkozó információt NEM tesz közzé (é)⁴⁴⁷	- teljes mérleg és eredménykimutatás tevékenységi területenként (é) - bevezetendő új informatikai rendszer (é) - elnyert fogyasztói díjak (é) - Kármán Tódor-díj (é) - alacsony hálózati veszteség (é) - ISO 9001, 14001 és OHSAS 18001 (é) - hosszú távú beszerzési szerződések és néhány hosszú távú eladási szerződés (é) - oktatási költségek (é) - jók a garantált szolgáltatásban (é) - ügyfél-elégedettség (é) - pontos ügyfél-adatbázis (é) - gyors call center (é) - óraállás SMS-ben is beküldhető (é) - létszám (é,gy)

⁴⁴⁵ DÉ (2004b) 22.o.

⁴⁴⁶ DÉ (2004b) 20.o.

⁴⁴⁷ DÉ (2004b) 20.o.

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Egis Rt.	▪ egy részvényre jutó eredmény (é) ▪ saját részvény száma (é,gy)	▪ adott időszakban aktivált kutatási teljesítmények értéke (é,gy)	▪ tárgyidőszakban bevezetett új termékek száma (é,gy) ▪ határidős devizaszerződések értéke (é,gy)	▪ utolsó 8 évben bevezetett termékek árbevételének nagysága és aránya (é,gy) ▪ árbevétel régiónkénti megoszlása (é,gy) ▪ létszám (é,gy)
FHB Rt.	▪ egy részvényre jutó osztalék (é) ▪ EPS, ROAA, ROAE (é,gy) ▪ ágazati ROE és ROA (é) ▪ P/E, P/BV (gy) ▪ saját részvények száma (é,gy)	▪ kétéves vezetői ingyenes opcióadás (é) ▪ kétéves ingyenes részvényjuttatás (gy)	▪ jövőkép (é) ▪ kockázatkezelési folyamat és irányelvek (é) ▪ tulajdonosi struktúra (é,gy) ▪ vezető tisztségviselők listája (é,gy)	▪ elnyert díjak (é) ▪ Moody's minősítés (é) ▪ konkrét informatikai beruházások (é) ▪ fluktuáció aránya (é) ▪ jelzáloglevél-piaci részesedés (gy) ▪ létszám (é,gy)
FOTEX Rt.	▪ egy részvényre jutó eredmény (é) ▪ saját részvény száma (é) ▪ üzleti eredmény, lekötött tőke üzletáganként (é)	▪ befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) ▪ jövőben fizetendő lízingdíjak (é)	▪ tulajdonosi struktúra (é,gy) ▪ vezető tisztségviselők listája (é,gy) ▪ jelentős devizakitettség (gy)	▪ márkanév értéke (é) ▪ létszám (é,gy) ▪ árbevétel, kötelezettségek üzletáganként (é)
Globus Rt.	▪ EBITDA, EBITDA-hányad (é) ▪ árfolyam alakulása a BUX-hoz képest (é) ▪ saját részvények száma (é,gy)	▪ lízingtartozások (é)	▪ stratégiai irányvonalak (é) ▪ tulajdonosi struktúra (é,gy) ▪ legfrissebb hírek (é) ▪ vezető tisztségviselők listája (é,gy) ▪ árfolyam-fedezeti ügyletek (gy)	▪ márkanevek és reputációjuk (é) ▪ ISO 9002 (é) ▪ EU-piacon elért részesedés (é) ▪ nemzetközi jelenlét (é) ▪ árbevétel termékenként (é) ▪ piaci verseny élessége (é) ▪ létszám (é,gy) ▪ új IT-rendszer (é) ▪ ISO 9001 (é) ▪ termékdíjak (é)

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Graphisoft N.V.	▪ egy részvényre jutó nyereség, hígítással módosítva is (é,gy) ▪ saját részvények száma (é,gy) ▪ EBITDA (gy)	▪ pénzmozgással nem járó költségek nagysága (é) ▪ részvényopciók értéke (é,gy) ▪ opcióárazás inputadatai (é) ▪ vezetők opcióinak értéke (é,gy) ▪ lízingtartozások (é) ▪ dolgozói részvényre fizetett osztalék (é)	▪ árfolyam-fedezeti ügyletek (é) ▪ vezető tisztségviselők listája (FB nélkül) (é) ▪ küldetés néhány eleme (é) ▪ tulajdonosi struktúra (é,gy) ▪ piaci trendek (é)	▪ húzótermékek és piacuk (é) ▪ árbevétel régióként és szegmensként (é,gy) ▪ üzemi eredmény szegmensként (gy) ▪ értékesítési és marketingkiadások nagysága és változása (é) ▪ létszám (é,gy) ▪ elnyert díjak (é)
Inter-Európa Bank Rt.	▪ RoAE, RoAA (é) ▪ nyitó- és záróárfolyam (é) ▪ fizetett osztalék mértéke (é) ▪ saját részvények száma (é)	▪ befektetett eszközök bruttó értéke és a kumulált értékcsökkenés (é)	▪ versenysztratégia (é) ▪ tulajdonosi struktúra (é,gy) ▪ vezető tisztségviselők listája (é,gy)	▪ ügyfelek száma (é) ▪ létszám (é,gy) ▪ reklám- és marketingköltségek (é)
Linamar Rt.	▪ egy részvényre jutó nyereség (é,gy), hígítással módosítva is (é) ▪ saját részvények száma (é,gy) ▪ üzletáganként üzemi eredmény és eszközállomány (é)	▪ befektetett eszközök bruttó értéke és a kumulált értékcsökkenés (é) ▪ van opciós program (de épp nincs élő opció) (é,gy)	▪ stratégiai „célok” (é) ▪ kockázatkezelési irányelvek (é) ▪ vezető tisztségviselők életrajza (é), listája (gy) ▪ tulajdonosi struktúra (é,gy) ▪ pénzügyi és egyéb piaci kockázatok (é)	▪ létszám (é,gy) ▪ képzési költség (é) ▪ üzletáganként árbevétel (é) ▪ árbevétel földrajzi megoszlása (é,gy)

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értéorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Magyar Telekom Rt.	- EBITDA (é,gy) - egy részvényre jutó eredmény (é) - legmagasabb és legalacsonyabb árfolyam (é) - üzletágankénti eredmény és eszközállomány (é,gy) - saját részvények értéke (é)	- befektetett eszközök bruttó értéke és a kumulált értékcsökkenés (é) - kockázatmentes kamatláb nagysága (é) - aktuális csoportszintű diszkontráta (é) - hitelek súlyozott átlagos kamatlába (é) - vezetői részvényopciós program (é) - lízingskötelezettségek (é,gy) - mérlegen kívüli egyéb tételek (gy)	- stratégia (é) - stratégiai célok és versenyelőnyök megnevezése üzletáganként (é) - küldetés (é) - vezető tisztségviselők életrajza (é), listája (gy) - pénzügyi kockázati tényezők megemlítése (é) - futó bírósági és felügyeleti ügyek (é) - tulajdonosi struktúra (é,gy)	- üzletáganként elért piaci részesedés (é,gy) - üzletágankénti kötelezettségek (é) - bevételek és eszközök földrajzi megoszlása (é) - létszám (é,gy) - ágazati verseny élessége (é) - UMTS-licenc (é) - kapott díjak (é) - előfizetők számának alakulása (é,gy) - új vevő megszerzésének átlagos költsége (é,gy) - jelentős piaci erővel rendelkező szolgáltató státusz (é) - marketingköltségek (é) - mobil-előfizetők lemorzsolódási aránya (é,gy) - hitelképességi minősítés (é)
MOL Rt.	- ROE, ROACE (é) - EBITDA (é) (gy) - egy részvényre jutó eredmény, hígítva is (é,gy) - piaci kapitalizáció az év végén (é) - kereskedés nagysága és záróárfolyam negyedéves bontásban (é) - szegmensek üzleti eredménye (é,gy) - szegmensek eszközállománya (é) - szegmensenként EBITDA (gy) - saját részvények állománya	- befektetett eszközök és lízingelt eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) - mérlegen kívüli kötelezettségek (é,gy) - hosszú távú ösztönzési program részletes bemutatása (é) - kutatás és mezőfejlesztés éves költsége (é)	- küldetés, jövőkép (é) - szegmensenkénti célok (é) - pénzügyi kockázatok kezelésének módja (é) - peres ügyek (é) - aktuális események (é) - vezető tisztségviselők életrajza (é) - tulajdonosi struktúra (é,gy)	- nettó bizonyított készlet (é) - létszám (é,gy) - elégedett dolgozók (é) - EBK-eredmények (é) - szegmensek piaci részesedése, árbevétele (é,gy) - hosszú távú olaj- és gázbeszerzési szerződések (é) - töltőállomások száma (é) - árbevétel megoszlása földrajzi régiók szerint (é) - reklámköltségek (é) - fűrási eredményesség (é) - kiskereskedelmi piaci részesedés (gy)

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
	és a vásárlásra feljogosító felhatalmazás (é) saját részvények visszavásárlása (gy)			
NABI Rt.	- EBITDA (é,gy) - elmaradó osztalékfizetés (é) - legkisebb és legnagyobb árfolyam (é) - éves hozam (é) - hozamalakulás a BUX-hoz képest (é) - forgalom nagysága (é) - üzemi eredmény és eszköz-állomány szegmensenként (é) - egy részvényre jutó eredmény, hígítva is (é,gy)	- ráfordításként elszámolt kutatás-fejlesztési kiadások (é) - volt részvényjuttatás a vezetők és az alkalmazottak számára (é) - jövőben fizetendő lízingdíjak (é) - mérlegen kívüli kötelezettségek (é,gy)	- küldetés (é) - tulajdonosi struktúra (é,gy) - vezető tisztségviselők listája (é) - aktuális események (é,gy)	- néhány piaci részesedés (é) - a piaci verseny erőssége (é) - ISO 9001, ISO 14001, OHSAS 18001 (é) - árbevétel szegmensenként (é) - létszám (gy)
OTP Bank Rt.	- piaci kapitalizáció (é) - árfolyam alakulása a BUX-hoz, a közép-kelet-európai bankokhoz és az európai bankokhoz átlagához képest (é) - ROAA, ROAE, egy részvényre jutó eredmény, hígítva is (é,gy) - visszavásárolt részvények állománya (é,gy) - egy részvényre kifizetett/jutó osztalék (é,gy)	- mérlegen kívüli kötelezettségek (é,gy) - befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) - van opciós juttatás (é)	- küldetés (é) - néhány kockázati elem említése (é) - VaR modellel számolt tőkekövetelmény (é) - aktuális események (é) - vezető tisztségviselők életrajza (é), listája (gy) - tulajdonosi struktúra (é,gy)	- elnyert díjak, címek (é) - egy alkalmazottra jutó bevétel (é) - piaci részesedés egyes magyarországi részpiacokon (é,gy) - sok részpiaci részesedés (gy) - megvalósult informatikai fejlesztések (é) - ügyfélállomány alakulása (é,gy) - ATM-ek, POS-terminálok száma (é,gy) - jól ismert márkanév, melyhez a stabilitást kapcsolják (é) - létszám (é,gy) - fiókok száma (é) - reklám- és propagandaköltségek (é,gy)

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Pannonplast Rt.	- saját részvények száma (é,gy) - EBITDA (é,gy) - egy részvényre jutó EBITDA (gy) - egy részvényre jutó eredmény (é,gy)	- készítmények kezességei (é) - forward-ügylet (gy) - tárgyévben költségként elszámolt kutatási és kísérleti fejlesztési ráfordítások (é) - befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) - van opciós program (é)	- tulajdonosi struktúra (é,gy) - vezető tisztségviselők listája (é,gy)	- létszám (é,gy) - egy főre jutó árbevétel (é,gy) - szegmensek árbevétele és eredménye (gy)
Rába Rt.	- saját tulajdonban lévő részvények (é,gy) - EBITDA-arány, ROA, ROE (é) - egy részvényre jutó nyereség (é) - EBITDA (gy)	- költségként elszámolt fejlesztési ráfordítások (é) - mérlegen kívüli kötelezettségek (é) és egyéb tételek (gy) - befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) - vezetők saját részvényt kaptak (é)	- tulajdonosi struktúra (é,gy) - vezető tisztségviselők életrajza (é), listája (gy) - devizakockázatra fedezeti ügyletek (é,gy), egyéb kockázati elemek megemlítése (é) - jövőkép (é) - peres ügyek (é)	- létszám (é,gy) - árbevétel földrajzi megoszlása (é,gy) - vannak világszabadalmak (é) - Magyar Honvédség katonaijármű-beszállítója (é,gy) - folyamatos fejlesztés és innovációk (é) - ISO/TS 16949, ISO 14001, AQAP 110 (é) - üzletágankénti bevétel és tőkelekötés (é,gy) - üzletágak versenyhelyezete, versenyelőnyei és jövőbeli lehetőségei (é)

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Richter Gedeon Rt.	▪ egy részvényre jutó osztalék (é) ▪ egy részvényre jutó eredmény (hígítva is) (é,gy) ▪ budapesti árfolyam alakulása a BUX-hoz és a CETOP20-hoz képest; londoni jegyzés az FTSE Global Pharmaceuticals-hoz és az FTSEurofirst 300 Pharmaceuticals-hoz viszonyítva (é) ▪ kapitalizáció az időszak végén (é) ▪ saját részvények (é,gy)	▪ van részvényjuttatás minden dolgozó felé (é) ▪ költségként elszámolt kutatás-fejlesztési kiadások (é,gy) ▪ költségként elszámolt törzskönyvezési díjak (é) ▪ befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) ▪ készfizető kezesség (é)	▪ a társaság tevékenységét rendszeresen figyelemmel kísérő elemzők listája (é) ▪ tulajdonosi struktúra (é,gy) ▪ vezető tisztségviselők életrajza (é), listája (gy)	▪ verseny jellemzése az egyes földrajzi piacokon és a cég előnyé tehető képességei (é) ▪ árbevétel megoszlása régióként (é,gy) ▪ új termékbevezetések 2004-ben (régióként) (é) ▪ megvásárolt licencek (é) ▪ 90-es évek eleje óta bevezetett termékek (é) és ezek árbevételének aránya (é,gy) ▪ kutatás-fejlesztési kiadások összege (é) ▪ ISO 14971 (é) ▪ létszám (é,gy) ▪ propagandaköltség (é)
Synergon Rt.	▪ egy részvényre jutó eredmény, hígítva is (é) ▪ saját részvények (é,gy) ▪ EBITDA (gy)	▪ befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) ▪ kockázatarányos diszkontaráta (külföldi leányvállalatra) (é) ▪ mérlegen kívüli kötelezettségek (é)	▪ versenyelőnyök (gy) ▪ néhány kockázat megemlítése (é) ▪ vezető tisztségviselők listája (é) ▪ tulajdonosi struktúra (é,gy)	▪ ISO 9001 (é) ▪ szegmens növekedése (gy) ▪ üzletáganként bevétel, eszközállomány (é) ▪ árbevétel földrajzi megoszlása (é) ▪ marketing- és reklámköltség (é) ▪ létszám (é,gy) ▪ kiaknázható piaci trendek, üzletáganként bontva (gy) ▪ fejlesztés alatt álló néhány termék(ötlet) (gy)

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
TVK Rt.	- ROE, ROA (é) - egy részvényre jutó eredmény, hígítás nincs (é) - legmagasabb és legalacsonyabb éves árfolyam, év végi kapitalizáció, éves forgalom nagysága (é) - EBITDA (é,gy) - árfolyam alakulása a BUX-hoz képest (é) - saját részvények (gy)	- befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) - mérlegen kívüli kötelezettségek (é,gy)	- küldetés, jövőkép (é) - egy nagy K+F-projekt költségei (é) - tulajdonosi szerkezet (é,gy) - aktuális események (é) - néhány kockázati elem említése (é) - vezető tisztségviselők életrajza (é), listája (gy)	- létszám (é,gy) - elért piaci részesedések (é) - dolgozók képzésére fordított idő és költség (é) - ISO 9001, ISO 17025 (é) - árbevétel földrajzi megoszlása (é,gy) - termékszegmensenként: árbevétel, befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) - reklámköltségek (é) - hosszú távú beszerzési és szállítási szerződés (é)
Zwack Unicum Rt.	- éves záróárfolyam, forgalom és súlyozott átlagár (é) - EBIT-hányad, EPS (é) - osztalékfizetési arány (é) - egy részvényre jutó eredmény (é) - saját tulajdonú részvények száma (é,gy)	- következő két évre tervezett árbevétel és EBIT (é) - befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) - garanciális kötelezettség (é) - mérlegen kívüli tételek (gy)	- tulajdonosi szerkezet (é,gy) - termékfókusz (é) - néhány kockázati elem említése (é) - vezető tisztségviselők listája (é,gy) - következő két évre tervezett árbevétel és EBIT (é)	- informatikai fejlesztések értéke (é) - termékek által elnyert szakmai díjak (é) - létszám (é,gy) - vevő- és marketingköltségek (é)
B kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Agrimill-Agrimex Rt.	- saját részvények állománya (é,gy) - ROE, ROA (é) - egy részvényre jutó eredmény, hígítás nincs (é,gy)	- befektetett eszközök bruttó értéke és halmozott értékcsökkenése (é) - mérlegen kívüli kötelezettségek (é,gy)	- aktuális események (é) - tulajdonosi struktúra (é,gy) - vezető tisztségviselők listája (é,gy) - néhány kockázati elem említése (é)	- két védett márkanév (é) - létszám (é,gy) - árbevétel földrajzi és tevékenységi megoszlása (é) - marketingköltségek (é)
BIF Rt.	- társaság számára zárolt részvények (é) - ROE (é) - saját tulajdonú részvények (gy)	- befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) - mérlegen kívüli tételek (é,gy)	- tulajdonosi szerkezet (é,gy) - vezető tisztségviselők listája (é,gy)	létszám (é,gy)

B kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Csepel Holding Rt.	- ROE, ROA (é) - egy részvényre jutó eredmény (é,gy) - saját részvények (é,gy)	- mérlegen kívüli tételek (é,gy) - tárgyévben aktivált kutatás-fejlesztési költségek nagysága (é) - befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése – hiányos táblázat (é)	„küldetés” (é) - tulajdonosi szerkezet (é,gy) - vezető tisztségviselők listája (é,gy)	- egy dolgozóra jutó árbevétel és termelési érték (é) - hirdetési költségek (é) - árbevétel földrajzi megoszlása (é) - létszám (é,gy)
Domus Rt.	- ROE (é) - egy részvényre jutó eredmény (é) - saját részvények (é,gy)	- befektetett eszközök bruttó értéke és értékcsökkenése (é) - nincsenek mérlegen kívüli tételek (gy)	- tulajdonosi szerkezet (é,gy) - vezető tisztségviselők listája (é,gy)	- egy vevőre jutó árbevétel százalékos változása (é) - létszám (é,gy) - reklám- és propagandaköltség (é)
econet.hu Rt.	- saját részvények (é,gy) - ROE, ROA (é)	- mérlegen kívüli jelentősebb tételek (é,gy) - befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) - kutatás, kísérleti fejlesztés nem volt (é)	- tulajdonosi struktúra (é,gy) - vezető tisztségviselők listája (é,gy) - működési és nyilvántartási kockázatok részletesen (é) - három stratégiai szegmens (é,gy)	- létszám (é,gy) - hirdetési, reklám- és propaganda-költség (é) - grid-technológia (gy)
EHEP Rt.	- saját részvények (é,gy) - egy részvényre jutó eredmény (é) - részvények könyv szerinti értéke (é)	mérlegen kívüli tételek (gy)	- tulajdonosi struktúra (é,gy) - vezető tisztségviselők listája (é,gy) - néhány sajátos működési kockázat említése (é)	0-ás létszám (é,gy)
ELMŰ Rt.	saját részvények száma (é,gy)	mérlegen kívüli tételek (é,gy)	- tulajdonosi szerkezet (é,gy) - vezető tisztségviselők listája (é,gy) - néhány kockázati elem említése (é)	- létszám (é,gy) - hálózat veszteség mértéke (é,gy)

B kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
ÉMÁSZ Rt.	saját részvények száma (é,gy)	mérlegen kívüli tételek (é,gy)	- tulajdonosi szerkezet (é,gy) - néhány kockázati elem említése (é) - vezető tisztségviselők listája (é,gy)	- létszám (é,gy) - hálózati veszteség mértéke (é,gy)
Forrás Rt.	saját részvények (é,gy)	mérlegen kívüli tételek (é,gy)	- tulajdonosi szerkezet (é,gy) - vezető tisztségviselők listája (é,gy) - aktuális események (é) - néhány kockázati tényező felületes említése (é)	- ISO 9001 (é) - létszám (é,gy) - két tevékenységi terület eredménye (é) - Környezetközpontú Irányítási Rendszer kiépítése (é)
FreeSoft Rt.	- zárárfolyam (é) - ROA, ROS (é) - egy részvényre jutó eredmény (é)	„hozzáadott érték” (é) - befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é)	- vezető tisztségviselők listája (é) - versenyelőnyt adó képességek (üzleti területenként) (é) - néhány aktuális esemény (é) - tulajdonosi szerkezet (é)	- ISO 9001 (é,gy) - nemzetközileg kiemelt ORACLE-partner (é) - létszám (é)
Gardénia Rt.	- egy részvényre jutó osztalék (é) - éves kötésszám, átlagár, forgalom, záróár, legmagasabb és legalacsonyabb ár (é) - éves árfolyamváltozás összevetése a BUX-szal (é) - saját részvények száma (é,gy)	- mérlegen kívüli tételek (é,gy) - befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é)	- vezető tisztségviselők listája (é,gy) - néhány kockázati tényező említése (é) - tulajdonosi szerkezet (é,gy)	- létszám (é,gy) - árbevétel megoszlása földrajzi régiók és értékesítési csatornák szerint (é) - vevők száma (é) - reklám, propaganda és piackutatás költsége (é)
Humet Rt.	saját részvények (gy)	- tárgyi eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) - mérlegen kívüli tételek (gy)	- nem ismeri a tulajdonosi struktúrát (é,gy) - vezető tisztségviselők listája (é,gy)	- belföldi árbevétel termékenkénti és külföldi árbevétel földrajzi megoszlása (é) - létszám (é,gy)

B kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Hungagent Rt.	saját részvények (gy)	- befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) - következő év eredményterve (é) - nincs garanciális kötelezettség (é) - mérlegen kívüli tételek (é) - nincs mérlegen kívüli kötelezettség (gy)	- tulajdonosi struktúra (é,gy) - vezető tisztségviselők listája (é,gy) - aktuális események (é) - néhány kockázati elem említése (é) - következő év eredményterve (é)	- létszám (é,gy) - megszerzett termékminősítések (é) - árbevétel földrajzi megoszlása (é) - egy dolgozóra jutó árbevétel (é)
Kartonpack Rt.	saját részvények (gy)	- befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) - felső vezetők opciós joggal rendelkeznek (é) - mérlegen kívüli tételek (gy)	- vezető tisztségviselők listája (é,gy) - tulajdonosi szerkezet (é,gy) - aktuális események (é)	- létszám (é) - ISO 9001, ISO 14001 (é) - egy dolgozóra eső árbevétel (é)
Konzum Rt.	saját részvények (é,gy)	- befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) - mérlegen kívüli tételek (é,gy)	- tulajdonosi struktúra (é,gy) - vezető tisztségviselők listája (é,gy) - aktuális események (é)	- létszám (é,gy) - árbevétel megoszlása tevékenységek szerint (é) - hirdetési és reklámköltség (é)
Novotrade Rt.	- saját részvények (é,gy) - árfolyam-alakulás Budapesten és Németországban (é)	- mérlegen kívüli tételek (é,gy) - befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é)	- tulajdonosi struktúra (é,gy) - vezető tisztségviselők listája (é,gy) - üzletpolitikai koncepció (é)	- létszám (é,gy) - árbevétel megoszlása üzletáganként (é) - hirdetési, reklám- és propaganda-költség (é)
Pannon-Váltó Rt.	saját részvények (gy)	- befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) - mérlegen kívüli tételek (é)	- tulajdonosi struktúra (é,gy) - vezető tisztségviselők listája (é,gy)	létszám (é,gy)

B kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értéorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Pannonflax Rt.	- nyitó és záró, legkisebb és legmagasabb árfolyam (é) - árfolyam havi alakulása összevetve három korábbi évvel (é) - saját részvények (é,gy)	mérlegen kívüli tételek (gy)	- vezető tisztségviselők listája (é,gy) - néhány kockázati tényező említése (é) - tulajdonosi szerkezet (é,gy)	- K+F kiadások nagysága (é) - bevezetett új termékek száma (é) - Magyar Termék Nagydíj (é) - ISO 9001 (é) - árbevétel megoszlása értékesítési csatornák szerint (é) - létszám (é,gy)
Phylaxia Pharma Rt.	- EBITDA (é,gy) - saját részvények (é,gy)	mérlegen kívüli tételek (é,gy)	- következő évi terv néhány sarokszáma (é) - tulajdonosi szerkezet (é,gy) - vezető tisztségviselők listája (é,gy) - piac várható alakulása (é,gy) - újonnan megcélzott piaci szegmens (gy)	- külföldi eladási engedélyek beszerzése (é,gy) - létszám (é,gy) - külföldi árbevétel aránya (gy)
Quaestor Rt.	saját részvények (é,gy)	mérlegen kívüli tételek (é,gy)	- tulajdonosi szerkezet (é,gy) - vezető tisztségviselők listája (é,gy)	létszám (é,gy)
Skoglund Holding Rt.	- árfolyam időbeli alakulásának görbéje (é) - ROS, ROE és hibás ROA (é) - saját részvények (gy)	- befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) - mérlegen kívüli tételek (é,gy)	- stratégia váltás (é) - tulajdonosi szerkezet (é,gy) - vezető tisztségviselők listája (gy) - csak igazgatósági lista (é)	létszám (é,gy)
Székesfehérvári Hűtőipari Rt.	saját részvények (é,gy)	- befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése (é) - kezelésvállalás (é) - mérlegen kívüli tételek (é,gy) - tárgyévben elszámolt K+F-költségek (é)	- tulajdonosi szerkezet (é,gy) - vezető tisztségviselők listája (é,gy) - kockázati tényezők megemlítése (é)	- létszám (é,gy) - árbevétel földrajzi és tevékenységenkénti megoszlása (é) - ISO 9002, ISO 9001, HACCP, EFSIS (é) - korszerű technológiák (é)

IV. Melléklet: Az értékorientált kiegészítő beszámolás hipotéziseinek értékeléséhez összegyűjtött, aggregált és tisztított adattábla

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Antenna Hungária Rt.	- részvényárfolyam aktuális alakulása - árfolyam-alakulás összevetése BUX-szal, Matávval, Synergonnal, Graphisofttal, Bumix-szel - EBIT, egy főre jutó EBIT, EBITDA, EBITDA-arány - üzletágankénti üzemi-üzleti eredmény és eszközállomány	jövőbeli lízingkötelezettségek értéke	- stratégia általánosságban és a tárgyévi stratégiai célok - három pénzügyi kockázat megnevezése (de nem kezelik őket) - a kamatfedezettség nem jelent kockázatot - legfrissebb hírek	- ISO 9001 - egy főre jutó árbevétel - éves oktatási ráfordítások - árbevétel termékek és üzletágak szerinti megoszlása - kiemelt ügyfelek
Borsodchem Rt.	- részvényárfolyam múltbeli és aktuális alakulása (BÉT, Varsó, London) - legmagasabb és legalacsonyabb árfolyam (BÉT, Varsó, London) - forgalom nagysága - EBIT, EBITDA - egy részvényre jutó osztalék - EBITDA-arány és árfolyam-alakulás a versenytársakhoz képest - saját részvények tartásának célja	- van dolgozói részvény-juttatás - befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése - jövőbeni és feltételes kötelezettségek	- biztonságtechnikai hiányosság nincs - árfolyamkockázat kezelésének elvei	- vannak piacra lépési korlátok - árbevétel termékenként, régióként és tevékenységenként - EBITDA termékenként (stratégiai üzleti egységenként) - árbevétel, eszközök, kötelezettségek és értékcsökkenés üzletáganként - IPPC-engedély - ISO 9001 és 14001 - vevői reklamációk száma csökkent - elnyert innovációs díjak - kutatási-fejlesztési költségek üzletáganként - egy főre jutó árbevétel - összes képzési költség

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Danubius Rt.	- havi és éves kereskedési adatok, legmagasabb és legalacsonyabb árfolyam - BUX-hoz képesti árfolyamalakulás (grafikusan) - üzletkötések száma, érintett darabszám, átlagár		- jövőkép - néhány kockázati elem egymondatos említése - a pénzügyi kockázatokat nem kezelik	- értékesítési irodák - szerződött egészségpénztárak listája - piaci részesedés szállodakategóriánként és országoként - árbevétel tevékenységenkénti és országokénti megoszlása - szállodák minősítése - képzési költségek - immateriális javak részletezése
DÉMÁSZ Rt.	- nyitó, legmagasabb és legalacsonyabb árfolyam - tőzsdei forgalom nagysága - éves záróárfolyamok és ezek alakulása a BUX-hoz képest - kiugró árfolyammozgások részletes magyarázata - egy részvényre jutó osztalék - EBITDA-ráta - EBITDA több évre visszamenőleg és negyedéves bontásban - bruttó osztalék	- van teljesítmény alapú bérelem - a változó bérelemek nem értékorientált mutatókhoz kötődnek - az irányítás NEM a tulajdonosi érték alapján történik - tárgyi eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése - kutatás, kísérleti fejlesztés címén elszámolt ráfordítás (nagyság, összetétel, cél)	- folyamatban lévő peres ügyek értéke - vezető tisztségviselők életrajza - társaságot elemzők neve - üzleti stratégiáját NEM teszi közzé - kockázatkezelésre vonatkozó információt NEM tesz közzé	- képzési költség aránya a személyi jellegű ráfordításon belül - oktatási költségek - végzettség szerinti dolgozói összetétel - teljes mérleg és eredménykimutatás tevékenységi területenként - elnyert fogyasztói díjak - ügyfél-elégedettség - óraállás SMS-ben is beküldhető - bevezetendő új informatikai rendszer - alacsony hálózati veszteség - ISO 9001, 14001 és OHSAS 18001 - jók a garantált szolgáltatásban - az ügyfél-adatbázis pontos - gyors call center - Kármán Tódor-díj - hosszú távú beszerzési szerződések és néhány hosszú távú eladási szerződés
Egis Rt.	- piachoz képesti növekedés - egy részvényre jutó osztalék idősora - egy részvényre jutó eredmény	adott időszakban aktivált kutatási teljesítmények értéke	- tárgyidőszakban bevezetett új termékek száma - árfolyamfedezeti ügyletek - határidős devizaszerződések értéke	- fedezet, EBIT, árbevétel megoszlása régióként és termékenként - törzskönyvek száma, kutatási-fejlesztési kiadások aránya, létszám (nem aktuális adatok) - utolsó 8 évben bevezetett termékek árbevételének nagysága és aránya

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
FHB Rt.	- aktuális részvényárfolyam - árfolyam volatilitása - éves és történelmi legmagasabb és legalacsonyabb árfolyam - EBIT és P/E negyedéves bontásban (de hiányzik az aktuális év adata) - P/BV - egy részvényre jutó osztalék	- vezetők javadalmazási rendszeréről szóló szabályzat - NEM adnak opciót a munkatársaknak - kétéves vezetői ingyenes opcióadás - kétéves ingyenes részvényjuttatás	- kétéves kibocsátási program - kockázatkezelési irányelvek, a folyamat rövid ismertetése - jövőkép	- elnyert díjak - konkrét informatikai beruházások - termékértékesítési helyek (partnerbankok) hálózata - jelzáloglevél-piaci részesedés - Moody's minősítés - fluktuáció aránya
FOTEX Rt.	üzleti eredmény és lekötött tőke üzletáganként	- befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése - jövőben fizetendő lízingdíjak	jelentős devizakitettség	- márkanév értéke - árbevétel, kötelezettségek üzletáganként
Globus Rt.	- EBITDA, EBITDA-hányad - árfolyam alakulása a BUX-hoz képest	lízingtartozások	- küldetés - stratégiai irányvonalak - legfrissebb hírek - árfolyam-fedezeti ügyletek	- EUREPGAP, ISO 9001, ISO 9002, IFS, EFSIS, BIOKONTROLL rendszerek, ISO 14001 részletes bemutatása és magyarázata - új IT-rendszer - márkanévek és reputációjuk - EU-piacon elért részesedés - nemzetközi jelenlét - árbevétel termékenként - piaci verseny élessége - termékdíjak
Graphisoft N.V.	EBITDA	- vezetők opcióinak értéke - pénzmozgással nem járó költségek nagysága - részvényopciók értéke - opcióárazás inputadatai - lízingtartozások - dolgozói részvényre fizetett osztalék	- küldetés - árfolyam-fedezeti ügyletek - cégről megjelent elemzések teljes szövege (honlapon, de nem aktuális) - piaci trendek	- ArchiCAD viszonteladói hálózata - húzótermékek és piacuk - árbevétel régióként és szegmensenként - üzemi eredmény szegmensenként - értékesítési és marketingkiadások nagysága és változása - elnyert díjak

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Inter-Európa Bank Rt.	- nyitó- és záróárfolyam - fizetett osztalék mértéke	befektetett eszközök bruttó értéke és a kumulált értékcsökkenés	versenysztratégia	- ügyfelek száma - reklám- és marketingköltségek
Linamar Rt.	üzemi eredmény és eszköz-állomány üzletáganként	- befektetett eszközök bruttó értéke és a kumulált értékcsökkenés - van opciós program (de épp nincs élő opció)	- jövőkép, küldetés - stratégiai „célok” - pénzügyi és egyéb piaci kockázatok - kockázatkezelési irányelvek - vezető tisztségviselők életrajza	- képzési költség - üzletágankénti árbevétel - árbevétel földrajzi megoszlása
Magyar Telekom Rt.	- fizetett osztalék nagysága - EBITDA - legmagasabb és legalacsonyabb árfolyam - saját részvények célja - üzletágankénti eredmény és eszközállomány	- befektetett eszközök bruttó értéke és a kumulált értékcsökkenés - kockázatmentes kamatláb nagysága - aktuális csoportszintű diszkontráta - hitelek súlyozott átlagos kamatlába - vezetői részvényopciós program - lízingskötelezettségek	- küldetés - stratégia (több helyen, nem egyező időszakra és tartalommal) - stratégiai célok és versenyelőnyök megnevezése üzletáganként - teljes körű kockázatkezelési rendszer - vezető tisztségviselők életrajza - pénzügyi kockázati tényezők megemlítése - futó bírósági és felügyeleti ügyek	- ISO 9001, ISO 14001 - szállítómínősítési rendszer - új vevő megszerzésének átlagos költsége - kutatás-fejlesztési partnerkapcsolatok listája - részesedés és kötelezettségek üzletáganként - bevételek és eszközök földrajzi megoszlása - előfizetők számának alakulása - ágazati verseny élessége - jelentős piaci erővel rendelkező szolgáltató státusz - marketingköltségek - mobil-előfizetők lemorzsolódási aránya - UMTS-licenc - kapott díjak - hitelképességi minősítés

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
MOL Rt.	- EBITDA - piaci kapitalizáció az év végén - kereskedés nagysága és záró-árfolyam negyedéves bontás-ban - saját részvények állománya és a vásárlásra feljogosító felhatalmazás - szegmensek EBITDÁ-ja, üzleti eredménye és eszközállománya	- befektetett eszközök és lízingelt eszközök bruttó értéke és kumulált érték-csökkenése - mérlegen kívüli kötelezettségek - hosszú távú ösztönzési program részletes bemutatása - kutatás és mezőfejlesztés éves költsége	- küldetés (egyik divízióé is), jövőkép 2003-2005-ös stratégia - szegmensenkénti célok - Beszállító Minősítési Rendszer - pénzügyi kockázatok kezelésének módja - peres ügyek - aktuális események - vezető tisztségviselők életrajza	- töltőállomás-hálózat - szegmensek piaci részesedése és árbevétele - árbevétel megoszlása földrajzi régiók szerint - reklámköltségek - kiskereskedelmi piaci részesedés - ISO 9002, ISO 14001 - EBK-tevékenység és -eredmények - fűrási eredményesség - elégedett dolgozók - nettó bizonyított készlet - hosszú távú olaj- és gázbeszerzési szerződések - stratégiai partnerek (bővebb magyarázat nélkül)
NABI Rt.	- árfolyam alakulása, BUX-hoz képest is - hozamalakulás a BUX-hoz képest - forgalom nagysága - átlagárfolyam, volatilitás, kapitalizáció, P/E - EBIT, EBITDA, „nettó eredmény” - elmaradó osztalékfizetés - éves hozam - üzemi eredmény és eszköz-állomány szegmensenként	- ráfördításként elszámolt kutatás-fejlesztési kiadások - volt részvényjuttatás a vezetőik és az alkalmazottak számára - jövőben fizetendő lízingdíjak - mérlegen kívüli kötelezettségek	„SWOT-elemzés” - társaságot elemzők listája - küldetés - aktuális események	- ISO 9001, ISO 9002, ISO 14001, OHSAS 18001 - teljes CAD-tervezés - kapott termékdíjak - bejegyzett szabadalom - fejlesztés egyéb eredményei - néhány adat a piaci részesedésről - a piaci verseny erőssége - árbevétel szegmensenként

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
OTP Bank Rt.	- részvényenkénti osztalék - árfolyam alakulása BUX-hoz, a közép-kelet-európai bankokhoz és MSEU Bank indexhez képest - tőzsdei kapitalizáció összevetve versenytárs-bankcsoportokkal - kapitalizáció és saját tőke aránya a versenytársakhoz viszonyítva - visszavásárolt részvények állománya, konkrét közgyűlési felhatalmazás a vásárlásokra	- mérlegen kívüli kötelezettségek - befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése - van opciós juttatás	- elemzés a piaci trendekről (néha konkrét szegmensre) - aktuális stratégia (piacok szerint, országok szerint és termékek szerint), megalapozott számításokkal - termékprioritások és megcélzandó piacok - országokként megbontott tervek - piacok növekedési rátája - mutatószámok tervezett alakulása (például piaci részesedés) - Bázel II. kockázata (konkrétumok nélkül) - a bankot elemzők listája - küldetés - néhány kockázati elem említése - VaR modellel számolt tőkekövetelmény - aktuális események - vezető tisztségviselők életrajza	- egy alkalmazottra jutó bevétel - kapott minősítések: Fitch IBCA, S&P, Moody's, Capital Intelligence - megvalósult informatikai fejlesztések - fiókok száma - ATM-ek, POS-terminálok száma - külföldi bankkapcsolatok - piaci részesedés, szegmensenként és országokként is - ügyfél-elégedettség néhány eleme - jól ismert és a stabilitással összekapcsolt márkanév - részpiacokon elért részesedés - ügyfélállomány alakulása - reklám- és propagandaköltségek - elnyert díjak, címek
Pannonplast Rt.	EBITDA, egy részvényre jutó EBITDA	- forward-ügylet - tárgyévben költségként elszámolt kutatás és kísérleti fejlesztés - befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése - van opciós program		- egy főre jutó árbevétel - szegmensek árbevétele és eredménye

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Rába Rt.	▪ legalacsonyabb és legmagasabb árfolyam, volatilitás, P/E (utóbbi negatív) ▪ árfolyam alakulása a BUX-hoz képest ▪ EBIT, EBITDA ▪ EBITDA-arány	▪ költségként elszámolt fejlesztési ráfordítások ▪ befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése ▪ vezetők saját részvényt kaptak	▪ „időtlen” holdingstratégia ▪ három üzletág céljai, veszélyei és lehetőségei ▪ vezető tisztségviselők életrajza ▪ devizakockázatra fedezeti ügyletek, egyéb kockázati elemek megemlítése ▪ jövőkép ▪ peres ügyek	▪ Rába Ring ▪ árbevétel földrajzi megoszlása ▪ üzletágankénti bevétel és tőkelekötés ▪ üzletágak versenyhelyezete, versenyelőnyei és jövőbeli lehetőségei ▪ Magyar Honvédség katonaijármű-beszállítója ▪ vannak világszabadalmak ▪ folyamatos fejlesztés és innovációk ▪ ISO/TS 16949, ISO 14001, AQAP 110
Richter Gedeon Rt.	▪ napi árfolyam alakulása (BÉT-en és Londonban) ▪ EBIT ▪ egy részvényre jutó osztalék saját részvények vásárlásának indoka ▪ budapesti árfolyam alakulása a BUX-hoz és a CETOP20-hoz képest; londoni jegyzés az FTSE Global Pharmaceuticals-hoz és az FTSEurofirst 300 Pharmaceuticals-hoz viszonyítva ▪ kapitalizáció az időszak végén	▪ bonuszrészvény-program minden dolgozó felé ▪ költségként elszámolt kutatás-fejlesztési kiadások ▪ költségként elszámolt törzskönyvezési díjak ▪ befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése ▪ készfizető kezesség	▪ a társaság tevékenységét rendszeresen figyelemmel kísérő elemzők listája ▪ vezető tisztségviselők életrajza	▪ árbevétel megoszlása régióként ▪ propagandaköltség ▪ nemzetközi jelenlét ▪ verseny jellemzése az egyes földrajzi piacokon és a cég előnyre tehető képességei ▪ referenciapatikák listája ▪ forgalomba hozatali engedélyek ▪ innovációs díj ▪ kutatás-fejlesztési kiadások összege és aránya ▪ szabadalmak (általánosságban) ▪ új termékbevezetések 2004-ben (régióként) ▪ 90-es évek eleje óta bevezetett termékek és ezek árbevételének aránya ▪ megvásárolt licencek ▪ ISO 14001, ISO 14971

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Synergon Rt.	- EBITDA - más honlapról behívva: volatilitás, P/E, kapitalizáció	- befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése - kockázatarányos diszkontráta (külföldi leányvállalatra) - mérlegen kívüli kötelezettségek	- stratégia (évszám nélkül) - versenyelőnyök - szegmens növekedése - néhány kockázat megemlítése	- üzletáganként árbevétel és eszköz-állomány - árbevétel földrajzi megoszlása - marketing- és reklámköltség - kiaknázható piaci trendek, üzletáganként bontva - minősített NATO-beszállításra alkalmas - ISO 9001 - egyres termékek minősítése - fejlesztés alatt álló néhány termék(ötlet)
TVK Rt.	- P/E, piaci kapitalizáció, volatilitás, EBIT, EBITDA, egy részvényre eső osztalék - EBIT és árbevétel aránya két versenytárhoz képest - legmagasabb és legalacsonyabb éves árfolyam, éves forgalom nagysága - árfolyam alakulása a BUX-hoz képest	- befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése - mérlegen kívüli kötelezettségek	- küldetés, jövőkép - egy nagy K+F-projekt költségei - aktuális események - néhány kockázati elem említése - vezető tisztségviselők életrajza	- ISO 9001, ISO 17025 - környezetközpontú irányítási rendszer - elért piaci részesedések - árbevétel földrajzi megoszlása - termékszegmensenként: árbevétel, befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése - reklámköltségek - dolgozók képzésére fordított idő és költség - hosszú távú beszerzési és szállítási szerződés
Zwack Unicum Rt.	- átlagárfolyam, záróárfolyam, forgalom nagysága, volatilitás - EBIT-hányad - osztalékfizetési arány	- következő két évre tervezett árbevétel és EBIT - befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése - garanciális kötelezettség - mérlegen kívüli tételek	- küldetés (de más megnevezéssel) - termékfókusz - néhány kockázati elem említése - következő két évre tervezett árbevétel és EBIT	- ISO 9001 - informatikai fejlesztések értéke - külföldi dealerek (konkrét értékesítési adatok nélkül) - termékek által elnyert szakmai díjak - vevő- és marketingköltségek

B kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Agrimill-Agrimex Rt.		befektetett eszközök bruttó értéke és halmozott értékcsökkenése	- aktuális események - néhány kockázati elem említése	- két védett márkanév - árbevétel földrajzi és tevékenységi megoszlása - marketingköltségek
BIF Rt.	társaság számára zárolt részvények	befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése		
Csepel Holding Rt.	egy részvényre jutó eredmény	- tárgyévben aktivált kutatás-fejlesztési költségek nagysága - befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése – hiányos táblázat	„küldetés”	- ISO 9001, ISO 14001 - egy dolgozóra jutó árbevétel és termelési érték - hirdetési költségek - árbevétel földrajzi megoszlása
Domus Rt.	egy részvényre jutó eredmény	- befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése - nincsenek mérlegen kívüli tételek		- egy vevőre jutó árbevétel százalékos változása - reklám- és propagandaköltség
econet.hu Rt.		- befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése - kutatás, kísérleti fejlesztés nem volt	- működési és nyilvántartási kockázatok részleteiben - három stratégiai szegmens	- hirdetési, reklám- és propagandaköltség - grid-technológia
EHEP Rt.	- egy részvényre jutó eredmény - részvények könyv szerinti értéke			
ELMŰ Rt.			- küldetés - minőségpolitika - néhány kockázati elem említése	- ISO 9001 - hálózati veszteség mértéke - minősített beszállítók
ÉMÁSZ Rt.			- küldetés - néhány kockázati elem említése	- ISO 9001 - hálózati veszteség mértéke - minősített beszállítók

B kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Forrás Rt.			- aktuális események - néhány kockázati tényező felületes említése	- ISO 9001 - Környezetközpontú Irányítási Rendszer kiépítése - két tevékenységi terület eredménye
FreeSoft Rt.	- záróárfolyam - egy részvényre jutó eredmény	„hozzáadott érték” - befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése	- küldetés, stratégiai célok - versenyelőnyt adó képességek (üzleti területenként) - néhány aktuális esemény	- ISO 9001 - nemzetközileg kiemelt ORACLE-partner
Gardénia Rt.	- egy részvényre jutó osztalék éves kötésszám, átlagár, forgalom, záróár, legmagasabb és legalacsonyabb ár - éves árfolyamváltozás összevetése a BUX-szal	befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése	- alapvető képesség megnevezése - néhány kockázati tényező említése	- kizárólagos disztribútori jogok - ISO 9001 - árbevétel megoszlása földrajzi régiók és értékesítési csatornák szerint - vevők száma - reklám, propaganda és piackutatás költsége
Humet Rt.		tárgyi eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése		- speciális alapanyag - belföldi árbevétel termékenkénti és külföldi árbevétel földrajzi megoszlása
Hungagent Rt.		- befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése - következő év eredményterve	- aktuális események - néhány kockázati elem említése - következő év eredményterve	- megszerzett termékminősítések - árbevétel földrajzi megoszlása - egy dolgozóra jutó árbevétel
Kartonpack Rt.		- befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése - felső vezetők opciós joggal rendelkeznek	aktuális események	- ISO 9001, ISO 14001 - egy dolgozóra eső árbevétel
Konzum Rt.		befektetett eszközök bruttó értéke és kumulált értékcsökkenése	aktuális események	- árbevétel megoszlása tevékenységek szerint - hirdetési és reklámköltség

B kategória	Tulajdonosi megtérülés	Értékorientált mutatószám	Stratégiai előnyök	Nem tárgyasult erőforrások
Novotrade Rt.	■ árfolyam-alakulás Budapes- ten és Németországban	■ befektetett eszközök brut- tó értéke és kumulált értékcsökkenése	■ üzletpolitikai koncepció	■ árbevétel megoszlása üzletáganként ■ hirdetési, reklám- és propagandaköltség
Pannon-Váltó Rt.		■ befektetett eszközök brut- tó értéke és kumulált értékcsökkenése		
Pannonflax Rt.	■ nyitó és záró, legkisebb és legmagasabb árfolyam ■ árfolyam havi alakulása összevetve három korábbi évvel		■ néhány kockázati tényező említése	■ K+F kiadások nagysága ■ bevezetett új termékek száma ■ Magyar Termék Nagydíj ■ ISO 9001, AQAP ■ árbevétel megoszlása értékesítési csator- nák szerint
Phylaxia Pharma Rt.	■ EBITDA		■ következő évi terv néhány sarokszáma ■ piac várható alakulása ■ újonnan megcélzott piaci szegmens	■ nem tanúsított minőségbiztosítási rend- szer ■ saját kutatók és egyetemi közös kutató- sok ■ külföldi eladási engedélyek beszerzése ■ külföldi árbevétel aránya
Quaestor Rt.			■ alapvető képességek meg- nevezése ■ jövőbeli fejlődési irányok	
Skoglund Holding Rt.	■ árfolyam időbeli alakulásá- nak görbéje	■ befektetett eszközök brut- tó értéke és kumulált értékcsökkenése	■ stratégiaváltás	
Székesfehérvári Hűtőipari Rt.		■ befektetett eszközök brut- tó értéke és kumulált értékcsökkenése ■ tárgyévben elszámolt K+F-költségek	■ kockázati tényezők megemlítése	■ ISO 9001, ISO 9002, HACCP, EFSIS ■ korszerű technológiák ■ árbevétel földrajzi és tevékenységenkénti megoszlása

V. Melléklet: A hipotézisek összefoglaló értékelése

A kategória	Tulajdonosi megtérülés	H1: Értékorientált mutatószám	H2: Nem tárgyasult erőforrások	H3: Stratégiai előnyök	Hő: Összefoglaló értékelés
Antenna Hungária Rt.	igen	nem	részben (3)	nem	nem
Borsodchem Rt.	igen	nem	igen (4)	nem	nem
Danubius Rt.	igen	nem	részben (3)	nem	nem
DÉMÁSZ Rt.	igen	nemleges	igen (6)	részben	nem
Egis Rt.	részben	nem	nem (2)	nem	nem
FHB Rt.	igen	részben	igen (4)	részben	igen
FOTEX Rt.	nem	nem	nem (1)	nem	nem
Globus Rt.	részben	nem	részben (3)	nem	nem
Graphisoft N.V.	nem	részben	nem (2)	nem	nem
Inter-Európa Bank Rt.	részben	nem	nem (1)	nem	nem
Linamar Rt.	nem	nem	nem (2)	részben	nem
Magyar Telekom Rt.	igen	részben	igen (4)	igen	igen
MOL Rt.	igen	részben	igen (5)	igen	igen
NABI Rt.	igen	nem	részben (3)	nem	nem
OTP Bank Rt.	igen	nem	igen (5)	igen	igen
Pannonplast Rt.	részben	nem	nem (2)	nem	nem
Rába Rt.	igen	nem	igen (4)	részben	nem
Richter Gedeon Rt.	igen	nem	részben (3)	részben	nem
Synergon Rt.	részben	nem	igen (4)	nem	nem
TVK Rt.	igen	nem	igen (4)	részben	nem
Zwack Unicum Rt.	részben	nem	nem (2)	részben	nem
B kategória					
Agrimill-Agrimpex Rt.	nem	nem	nem (1)	nem	nem
BIF Rt.	nem	nem	nem (0)	nem	nem
Csepel Holding Rt.	nem	nem	részben (3)	nem	nem
Domus Rt.	nem	nem	nem (1)	nem	nem
econet.hu Rt.	nem	nem	nem (2)	nem	nem
EHEP Rt.	nem	nem	nem (0)	nem	nem
ELMŰ Rt.	nem	nem	nem (2)	nem	nem
ÉMÁSZ Rt.	nem	nem	nem (2)	nem	nem
Forrás Rt.	nem	nem	nem (2)	nem	nem
FreeSoft Rt.	nem	nem	nem (2)	nem	nem
Gardénia Rt.	igen	nem	részben (3)	nem	nem
Humet Rt.	nem	nem	nem (2)	nem	nem
Hungagent Rt.	nem	nem	részben (3)	nem	nem
Kartonpack Rt.	nem	nem	nem (2)	nem	nem
Konzum Rt.	nem	nem	nem (1)	nem	nem
Novotrade Rt.	nem	nem	nem (1)	nem	nem
Pannon-Váltó Rt.	nem	nem	nem (0)	nem	nem
Pannonflax Rt.	részben	nem	részben (3)	nem	nem
Phylaxia Pharma Rt.	nem	nem	részben (3)	nem	nem
Quaestor Rt.	nem	nem	nem (0)	nem	nem
Skoglund Holding Rt.	nem	nem	nem (0)	nem	nem
Székesfehérvári Hűtőipari Rt.	nem	nem	nem (2)	nem	nem
Összegző értékelés		nem	nem	nem	nem