

Vezetés és Kontroll Tanszék

TÉZISGYŰJTEMÉNY

Tirnitz Tamás

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

című Ph.D. értekezéséhez

Témavezető:

Dr. Dobák Miklós, CSc
egyetemi tanár

© Tirnitz Tamás József

Tartalomjegyzék

| | |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tartalomjegyzék | 3 |
| Táblázatok jegyzéke | 3 |
| 1. Bevezetés | 4 |
| 2. Az értékorientált kiegészítő beszámolás értelmezése és a kutatási hipotézisek levezetése | 5 |
| 2.1 Az értékorientált kiegészítő beszámolás tartalmi elemei | 5 |
| 2.2 Kutatási hipotézisek levezetése és operacionalizálása | 8 |
| 3. Adatgyűjtés és kutatásmódszertan | 13 |
| 4. A hipotézisek kiértékelése | 17 |
| 4.1 H1: Értékorientált mutatószámok és felhasználásának bemutatása | 18 |
| 4.2 H2: Nem tárgyasult erőforrásokról való beszámolás | 18 |
| 4.3 H3: Stratégiai előnyök további elemeinek bemutatása | 20 |
| 5. Összefoglalás és további kutatási irányok megjelölése | 21 |
| Felhasznált források jegyzéke | 23 |
| Melléklet: A hipotézisek összefoglaló értékelése | 26 |
| A tézisgyűjtemény témájával kapcsolatos publikációim | 27 |

Táblázatok jegyzéke

| | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. táblázat: Értékorientált kiegészítő beszámoló javasolt tartalmi elemei | 7 |
| 2. táblázat: A vizsgált éves és gyorsjelentések megoszlása az alkalmazott számviteli szabályrendszer szerint | 16 |
| 3. táblázat: A nem tárgyasult erőforrások fajtánkénti említési gyakorisága | 19 |
| 4. táblázat: A vizsgált vállalatok megoszlása a nem tárgyasult erőforrások általuk bemutatott száma szerint | 19 |
| 5. táblázat: Stratégiával kapcsolatos információszolgáltatás az értékorientált kiegészítő beszámolás keretében | 20 |

1. Bevezetés

A bemutatandó kutatás során a controlling nézőpontjából vizsgáltam meg a Budapesti Értéktőzsdén jegyzett társaságok értékorientált kiegészítő beszámolási gyakorlatát, amely az értékorientált vállalatirányítási megközelítés egyik részterülete.

A tőzsdei cégek esetében az érintettek között kiemelt helye és szerepe van a tulajdonosoknak. Az ő érdekeik szerinti működést hivatott biztosítani az értékorientált vállalatirányítás, amelynek fókuszában a tulajdonosi érték(teremtés) áll. Ezt a vállalatirányítási felfogást nemcsak az angolszász irodalom ajánlja, hanem az általam végigtekintett, német nyelvű szakirodalom is jellemzően emellett érvel¹. Kivételt ez alól csupán az érdekeltek (tehát nemcsak a tulajdonosok) ún. implicit követeléseivel érvelő, és a szervezeti tőke létét állító megközelítés jelent². Eszerint az implicit követelések megléte növeli az érintettek kockázatát, kezelésük azonban szerződéses úton nem megoldható, ezért (lényegében) nem lehet ezeket számba venni. Emiatt nem alkalmazhatóak az értékorientált vállalatvezetés eszközei és módszerei. Helyettük azonban nem ajánl semmilyen más megoldást az irodalom. Az értékorientált vállalatirányítás irodalmának áttekintése alapján tehát nem adódik olyan következtetés, amely alapján a megvizsgált cégek esetében ne az értékorientált vállalatirányítás érvényesülését kellene értékelni.

Az értékorientált vállalatirányítás értelmében a tulajdonosi értékre fókuszálva kell megfogalmazni a társaság stratégiáját, gondoskodni kell ennek végrehajtásáról az operatív működés során, továbbá a változó javadalmazást is a (tulajdonosi) értékteremtéshez kell kapcsolni. A tőzsdei vállalatok 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 ún. értékorientált kiegészítő beszámolót is össze kell állítaniuk, amely alaposan és megbízhatóan tanúbizonyosságot ad a vállalatvezetés által követett értékorientáltságról.

¹ Egyebek között lásd WAGNER (1997), BÜHNER-TUSCHKE (1997), KÜRSTEN (2000) és ALBACH (2001).

² WENTGES (2000)

2. Az értékorientált kiegészítő beszámolás értelmezése és a kutatási hipotézisek levezetése

2.1 Az értékorientált kiegészítő beszámolás tartalmi elemei

Az értékorientált kiegészítő beszámolás – az értékorientált vállalatirányítás részeként – a meglévő és potenciális tulajdonosoknak szóló bemutatása annak, hogy a vezetés a céget a tulajdonosi értékre fókuszáltan vezeti. A szakirodalomban szereplő és kutatásom számára választott meghatározás szerint 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 előzetesen felismerhessék az értékteremtő befektetési lehetőségeket, és utólag ellenőrizhessék a megvalósult értékteremtést.³ (Ez az értelmezés sokat módosult az elmúlt tíz évben.) Feladata tehát az, hogy csökkentse az értékteremtéssel kapcsolatos aszimmetrikus informáltságot a vállalatvezetés és a tulajdonosok között.⁴

Fontos jellemzője, hogy a kiegészítő adatszolgáltatás önkéntes, vagyis azt sem jogszabály, sem pedig más, kötelező érvényű szabályozás nem írja elő. 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 Magyarországon az előbbi csak kis mértékben teszi kötelezővé az értékorientált információk közzétételét, ezért a saját kutatásomhoz alapvetően a tőzsdei közzétételi szabályok alapján való szűrésre volt szükség.

A szakirodalom – a vállalati gyakorlatból leszűrve⁵ – széles skáláját mutatja be azoknak az információknak, melyek nem hiányozhatnak az értékorientált kiegészítő

³ 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 például BAETGE-SOLMECKE (2006) 17.o. és HEUMANN (2006) 259.o. az értékorientált kiegészítő beszámolástól megköveteli a rendszerességet és a strukturáltságot is.

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

⁵ Az elmúlt időszakban számos empirikus felmérés készült az értékorientált kiegészítő beszámolás témakörében – jórészt a tőzsdén jegyzett vállalatok körében –, melyek közül a teljesség igénye nélkül említtem meg a következőket: FISCHER (2002), 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

beszámolásból. Ezeket a többletinformációkat csoportokba sorolhatjuk. A következő ábra a németországi empirikus vizsgálatokban leggyakrabban használt csoportosítást mutatja be, ezért azt tartottam célszerűnek, hogy saját kutatásomat is erre a modellre építsem fel.

Az értékorientált kiegészítő információk három csoportra oszthatók.⁶ 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). Ezt gyakran a változó javadalmazáshoz kapcsolódóan ismertetik a cégek. Végezetül a harmadik csoportba tartozó információk egyrészt leírják, hogy korábban miként sikerült kihasználni a kínálkozó lehetőségeket, másrészt pedig ismertetik a vállalat stratégiai céljait, alapvető képességeit és azt, hogy ezekből kiindulva milyen jövőbeli értékteremtés várható (stratégiai előnyök bemutatása).

| | |
|----------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Tulajdonosi megtérülés bemutatása</p> <p>(total return reporting)</p> | <ul style="list-style-type: none"> • 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 |
|----------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

(2003), KAJÜTER-ESSER (2007), KRENSEL-SIEMES-AFRA (2002), QUICK-KAYADELEN-FLASHAAR-BLOEDORN (2008), RUHWEDEL-SCHULTZE (2002).

⁶ WOLF (2003) 1090.o. és RUHWEDEL-SCHULTZE (2002) 604.o. Ugyanezt a tartalmat némileg más tagolásban tárgyalja ARBEITSKREIS (2002).

| | | |
|------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Értékteremtés bemutatása (value added reporting) | Értékorientált vállalat-irányítási eszközök alkalmazása | <ul style="list-style-type: none"> • 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 | <ul style="list-style-type: none"> • Értékteremtés indirekt kiszámítása |
| Stratégiai előnyök bemutatása (strategic advantage reporting) | Jövőorientált információk | <ul style="list-style-type: none"> • 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 | <ul style="list-style-type: none"> • A vállalat leíró bemutatása • Székhely • Igazgatósági és felügyelőbizottsági tagok felsorolása (életrajzzal) • Tulajdonosi szerkezet bemutatása • Tulajdonosok név szerinti felsorolása |
| | Érdekeltekre vonatkozó információk | <ul style="list-style-type: none"> • 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 | <ul style="list-style-type: none"> • Rendszeresen beszámolók • Sajtóközlemények • Aktualitások • Elemzői értékelések • Elemzői várakozások a vállalkozás helyzetének és eredményének jövőbeli alakulására vonatkozóan • Elemzőktől származó, becslésen alapuló EPS-előrejelzések |

1. táblázat: Értékorientált kiegészítő beszámoló javasolt tartalmi elemei⁷

Ha a bemutatott felsorolást összevetjük a BÉT-nek a tőzsdei információszolgáltatásról szóló előírásaival⁸, akkor számos hasonlóságot találunk a fenti elvárások, valamint a rendszeres és a soronkívüli tőzsdei tájékoztatási kötelezettség között. A különbségek elsősorban az értékteremtés és a stratégiai előnyök bemutatását érintik.

⁷ FISCHER-WENZEL (2002) 329.o. és ugyanígy FISCHER-KLÖPPER (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.

⁸ BÉT (2003) 41.o. kk., valamint 1. és 2. Melléklet.

Ezen különbségek közül egyet emelek ki, mert az a későbbiekben jelentős hatással lesz a hipotézisek megfogalmazására. A tőzsdei előírások nem foglalkoznak expliciten a vállalatok versenyképességében egyre nagyobb szerepet játszó ún. nem tárgyasult javakkal – pontosabban ezek közül azokkal, amelyek (jogsabályi 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 kiegészítettem a stratégiai előnyök bemutatását azzal, hogy ennek keretében a következő, nem tárgyasult erőforrásokról kell számot adnia a vizsgált vállalatoknak⁹:

- Innovációs tőke: termék-, szolgáltatás- és eljárás-innovációk
- Humán tőke: munkatársak tudása és képességei, légkör, tudásbázis
- Vevői tőke: vevőállomány és a benne rejlő potenciálok, márkanevek
- Beszállítói tőke: szűkös források biztosíthatósága
- Befektetői tőke: a saját és idegen tőke kedvező feltételekkel szerezhető meg
- Folyamattőke: működési és kommunikációs folyamatok
- Elhelyezkedési tőke: telephelyhez kötődő előnyök (közlekedés, adózás)

2.2 Kutatási hipotézisek levezetése és operacionalizálása

Az értékorientáltan vezetett tőzsdei társaságoknak – a számviteli beszámolási kötelezettségen és az annál bővebb, tőzsdei előírásokon túl – többletinformációkat kell szolgáltatniuk annak érdekében, hogy eleget tudjanak tenni az értékorientált kiegészítő

⁹ 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.

beszámolás követelményének. Ugyanakkor a bemutatott információszolgáltatási modellek csupán elméleti ajánlások és/vagy a vállalati gyakorlatból összegyűjtött minták, ezért a fent említett mutatószámok és egyéb információk az empirikus kutatáshoz sorvezetőül, iránymutatásul, nem pedig mereven teljesítendő elvárás-katalógusként szolgálnak.

A vállalatok már régóta számszerűsítik és bemutatják a tulajdonosi megtérülést, ráadásul ezek az adatok más forrásokból (elsődlegesen a tőzsdei jelentésből) is beszerezhetők, illetve jelentős részük az éves beszámolóból könnyen kiszámolható. A tulajdonosi megtérülésre vonatkozóan tehát eleve rendelkezésre állnak információk, így közzétételük döntő részben nem minősül önkéntes adatszolgáltatásnak¹⁰. Emiatt erre vonatkozóan nem is fogalmaztam meg hipotézist¹¹.

A nem tárgyiasult erőforrások növekvő szerepéről több kutatás is tanúskodik.¹² Míg a szakirodalmi modell ezeket a stratégiai előnyökről való beszámolás részének tekinti, addig kutatásomban célszerűnek láttam önálló hipotézist megfogalmazni ezekre vonatkozóan.

A fent bemutatott szakirodalmi modell és a kutatási hipotézisek összefüggése tehát a következő:

- Tulajdonosi megtérülés bemutatása (nincs hipotézis)
- Értékteremtés leírása (H1 hipotézis)
- Stratégiai előnyök ismertetése (H2 és H3 hipotézis)
- Értékorientált kiegészítő beszámolás átfogó értékelése (Hö hipotézis).

¹⁰ Az önkéntesség talán abban érhető tetten, hogy a cégek a tulajdonosaik (és más érdekeltjeik) számára összegyűjtik, és egy helyen teszik elérhetővé a tulajdonosi értékteremtésről szóló adatokat. Ez inkább gesztusnak minősíthető, semmint tartalmi információközlésnek.

¹¹ Magát az adatgyűjtést és az elemzést azonban a tulajdonosi megtérülésre vonatkozóan is elvégeztem (az eredményt lásd a Mellékletben). 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.

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 fókuszában a tulajdonosi értéket kifejező mutatószámok állnak. A szakirodalom hosszú távú mutatókat sorol ide: a jövőbeli cash flow-k jelenértékét, a cash value added-et és a market value added-et.¹³ Közülük legalább egyet használnia kell az értékorientált vállalatnak. Az ezen mutatószámmal kapcsolatos önkéntes adat-szolgáltatás 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, amelyek alapján a (jelenlegi vagy jövőbeli) tulajdonos maga kiszámolhatja az értékorientált mutatószám értékét.

Ehhez kapcsolódóan kell a vállalatoknak bemutatniuk azt is, hogy a konkrét mutatószámot miként használják fel a vállalat irányításában¹⁴. A tulajdonosok számára legfontosabb információ az, hogy az értékorientált mutatószám megjelenik-e a vezetők és/vagy az összes dolgozó javadalmazásában. Továbbá bemutatja azt is, hogy a munkatársak mely köre részesül ilyen juttatásban, és az ő bérükön belül mekkora arányt képvisel az értékorientált teljesítményhez kötött rész.

Az értékorientált mutatószámnak 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.

¹² Lásd többek között LÁZÁR (2002) és JUHÁSZ (2004)

¹³ A szakirodalomban tárgyalt ún. értékorientált mutatószámok köre ennél bővebb, bár fontos megjegyezni, hogy a különböző szerzők eltérő mutatószámokat minősítenek értékorientáltnak. Kutatásomban csak a többperiódusú számítások eredményét tekintem a tulajdonosi érték(teremtés) megbízható mérőszámának. Ugyanakkor e mutatók tartalma változhat, lásd a CFROI-mutató módosított tartalmát CRASSELLT-SCHREMPER (2001)-nél; sőt akár új mutatószámok is megjelenhetnek, lásd RAVETM-rendszer STRACK-VILLIS (2001)-nél, továbbá ERIC, illetve E_RICTM KESTEN (2006)-nál és KUNZ-PFEIFFER-SCHNEIDER (2007)-nél.

¹⁴ Lásd FISCHER-WENZEL-KÜHN (2001) 1210.o.

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

Ezen hipotézis értékeléséhez a nem tárgyasult erőforrásoknak a szakirodalomban tárgyalt legbővebb listája szolgált alapul (lásd 2.1 pont). Az önkéntes adatszolgáltatás vonatkozhat egyrészt ezen erőforrások (verbális vagy számszaki) bemutatására, másrészt annak közlésére, hogy az erőforrások egyikével 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 kutatásomhoz kiválasztott modellje szerint ehhez a hipotézishez kapcsolódnak a jövőorientált, a vállalati háttérre vonatkozó és a kiegészítő információk. A hipotézis operacionalizálásakor azonban azt is figyelembe kellett vennem, hogy a tőzsdei beszámolási kötelezettség kiterjed a vállalati háttér adatok egy részére, míg a kiegészítő információk más forrásból is beszerezhetők. Így a tőzsdei társaságok esetében az önkéntes beszámolás köre a szakirodalmi modellnél szűkebb:

- 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 vizsgáltam;
- 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 képességek témaköre sem, ezért a mindezekre vonatkozó beszámolást együtt vizsgáltam.

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 kezeltem.

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

Végezetül a három hipotézis összegzését és így az értékorientált kiegészítő beszámolás átfogó jellemzését tartalmazza a Hő hipotézis:

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

Az összegző hipotézis a H1, a H2 és a H3 hipotézist egyesíti. Vagyis 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 tárgyiasult erőforrások leírása és a stratégiai előnyök ismertetése.

3. Adatgyűjtés és kutatómódszertan

Empirikus kutatásomban – feltáró jelleggel – keresztmetszeti elemzést adok a BÉT-en jegyzett társaságok értékorientált kiegészítő beszámolásáról. A keresztmetszeti elemzést egyetlen időpontra, 2005. augusztusára vonatkozóan végeztem el. Az időpontválasztást az indokolja, hogy ekkor állt rendelkezésre egyaránt friss éves és féléves tőzsdei jelentés, továbbá ebben a hónapban nyílt lehetőségem a vizsgált társaságok honlapjainak végigtanulmányozására.

Az elemzéshez szükséges adatokat elsődleges adatgyűjtéssel szereztem meg. Az értékorientált kiegészítő beszámolás meghatározásában szerepel, hogy ennek az önkéntes adatközlésnek elérhetőnek kell lennie valamennyi jelenlegi és potenciális tulajdonos számára. Vagyis csak a bárki számára hozzáférhető közzétételi formák jöhetnek számításba. Ezek körét – a szakirodalmi ajánlásokból kiindulva – empirikus kutatásom számára az alábbiakban határoztam meg: (számveteli) éves beszámoló, tőzsdei éves és gyorsjelentés, továbbá a társaság honlapján található információk¹⁵. Ezeket alapul véve vizsgáltam meg a kutatási hipotéziseimet.

¹⁵ 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. Egy előzetesen elvégzett elemzés bizonyította, hogy a soronkívüli tájékoztatások figyelmen kívül hagyásával nem vesz el a kutatás szempontjából releváns információ.

A számviteli éves beszámolóban 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 jelentésnek¹⁶. Utóbbinak azonban ezen túlmenően tartalmaznia kell a tőzsdei szabályzat¹⁷ 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.”¹⁸ Ez a definíció tökéletesen fedi az értékorientált kiegészítő beszámolás fogalmát. Schulz¹⁹ 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 tekintettem 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.

Az adatgyűjtés úgy történt, hogy 2005. augusztusában letöltöttem a BÉT, illetve az ott jegyzett vállalatok honlapjáról a 2004. évi éves jelentést (vagy ennek hiányában

¹⁶ 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 eredménykimutatás 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).

¹⁷ Empirikus vizsgálatomhoz a BÉT (2003) szabályozása volt mérvadó, mert ez volt hatályban az elemzett beszámolók elkészültekor.

¹⁸ BÉT (2003) 41.o.

¹⁹ SCHULZ (1999) 189.o.

az éves beszámolót), valamint a 2005. első féléves gyorsjelentést. A hónap során végigvizsgáltam a cégek aktuális honlapját (8 vállalatnak ebben a hónapban nem volt elérhető honlapja), 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 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 értékorientált 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 értékorientáltságot összefogóan bemutató – beszámolót kerestem, hanem a honlap összes állományát végignézve gyűjtöttem össze az értékorientált kiegészítő beszámolás körébe tartozó adatokat és szöveges információkat.

A tőzsdei (vagy ennek hiányában a számviteli éves) jelentéseket elsősorban a társaságok honlapjáról mentettem le. Ennek indoka az, hogy a honlapokon szerepel mindaz, amit a cégek (önkéntesen) közzé kívánnak tenni magukról. Így több esetben előfordult, hogy adott cégtől nemcsak egyetlen jelentést tudtam elemezni – például a Danubius és a Rába esetében. 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. Gyorsjelentésből minden vállalathoz egy kapcsolódik. 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 négy-

féle beszámolót tartalmaz a tőzsdei jelentés. 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 vonatkozik a 2004. évi éves jelentésekre. Ennek ellenére számos vállalat készítette el és tette közzé már ez utóbbit az IFRS szerint is:

| 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)

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

Az elsődleges adatgyűjtés során külön gyűjtöttem a honlapokon és a jelentésekben talált releváns információkat. Majd ezeket közös adatbázisba vontam össze. Az összevonas első lépése a párhuzamosan szereplő adatok kiszűrése volt. A következő szakaszban a valóban önkéntes információközlést választottam el attól, amit a tőzsdei és/vagy a számviteli szabályok eleve kötelezővé tesznek a cégek számára:

- A tőzsdei jelentésben szerepelnie kell a vezető tisztségviselők megnevezésének²⁰, 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.
- Ugyancsak kötelező eleme a tőzsdei jelentésnek az alkalmazotti létszám²¹. Ezért önkéntes adatszolgáltatásként ennek részletezését fogadtam el (például a végzettség szerinti összetétel megadását), vagy valamilyen kibővített mutatószámot (például

²⁰ BÉT (2003) 71.o.

egy dolgozóra jutó árbevétel). 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 számának²². Önkéntesen szolgáltatott tartalom akkor kapcsolódik ehhez, ha a közlést kiegészítik a visszavásárlás céljával (vagy a visszavásárlásra felhatalmazó döntéssel, amelyből kiolvasható a jóváhagyott szándék). 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-GAAP kötelezően előírja az egy részvényre jutó eredmény (earnings per share) kimutatását. A tulajdonosi megtérülés ezen adata tehát csak a kizárólag a magyar számviteli szabályok szerint beszámoló cégek esetében minősül önkéntesnek.

Néhány további átrendezést követően jutottam el ahhoz a tisztított adattáblához, amely alapján a hipotézisek bevalását megvizsgáltam. Az elemzést egyaránt elvégeztem a vizsgált cégek összességére és vállalatonként is.

4. A hipotézisek kiértékelése

Az alábbi pontokban az egyes hipotézisek rövid értékelése következik.

²¹ BÉT (2003) 42.o. és 71.o.

²² BÉT (2003) 42.o.

4.1 H1: Értékorientált mutatószámok és felhasználásának bemutatása

A tőzsdén jegyzett vállalatok közül egyetlen egy sem mutatja be az értékorientált működéshez felhasznált mutatószámot, sem pedig nem adja meg az ennek kiszámításához szükséges kiegészítő információkat. Különösen szembeütő a valamennyi értékorientált mutatószámhoz szükséges átlagos tőke költség bemutatásának hiánya. A legalább részleges adatot szolgáltató egyetlen vállalat a Magyar Telekom volt, azonban az ő adatszolgáltatása is messze elmarad a választott modell szerint megköveteltől.

Emellett néhány vállalat megadja az adott időszakban ráfordításként elszámolt kutatás-fejlesztési költségeket vagy a piacra lépést elősegítő költségeket – ezekre a piaci hozzáadott érték meghatározásához van szükség. A befektetett eszközök bruttó értékének és kumulált értékcsökkenésének ismerete a cash value added kiszámítását segíti. Mindkét említett mutatóhoz felhasználhatók a jövőbeli lízingtartozások, illetve ezek tőkeértéke. Néhány esetben a diszkontált cash flow-számításhoz használható információkat hoznak nyilvánosságra a cégek: a mérlegen kívüli tételek (például a pénzügyi lízing-kötelezettségek és a pénzmozgással nem járó tételek nagyságát). Összességében azonban nincs egyetlen vállalat sem, amelyik a hipotézisben foglalt elvárásnak maradéktalanul eleget tesz, vagyis a bármelyik értékorientált mutató kiszámításához szükséges valamennyi kiegészítő információt közzé teszi.

A hipotézis értékeléséhez hozzátartozik még 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). Mivel a használt értékorientált mutatószámokról, illetve a kiszámításához szükséges kiegészítő információkat ők sem hozták nyilvánosságra, ezért egyetlen vállalat sem felelt meg a hipotézisben megfogalmazott elvárásnak. Emiatt a **H1 hipotézis** sem az egyes vállalatok, sem a teljes sokaság esetében **nem vált be**.

4.2 H2: Nem tárgyasult erőforrásokról való beszámolás

A vizsgált vállalatok körében a nem tárgyasult erőforrások valamennyi fajtájára vonatkozóan találtam említést. Legkevesebb példát a befektetői és az elhelyezkedési tőke jellemzésére hoztak fel a cégek (3-3 vállalat adott meg adatot ezekről).

Leggyakrabban a vevői tőkét jellemezték (34 cég, azaz 79%), amelyet a folyamati tőke (27 cég, 63%) követett. Az értékorientált kiegészítő beszámolás gyakorlata arra mutat, hogy a tőzsdén jegyzett vállalatok az ügyfeleknél és a belső működésnél kisebb jelentőséget tulajdonítanak az emberi erőforrásoknak. Ez olvasható ki a humán tőke említési gyakoriságából (13 cég, 30%), ami a gyakorisági sorrend harmadik helyére volt elegendő. Az alábbi táblázat részletesebben mutatja be a kapott eredményeket. Az egyes oszlopok azt mutatják, hogy hány vállalat közölt a nem tárgyasult erőforrások egyes kategóriáira vonatkozóan egy, kettő, három stb. adatot:

| Említett adatok száma | 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 | |

3. táblázat: A nem tárgyasult erőforrások fajtánkénti említési gyakorisága

Látható, hogy már egyetlen mutatószám (például az egy dolgozóra jutó árbevétel a humán tőkénél, az ISO-rendszer megléte a folyamati tőkénél, az árbevétel régiónkénti megoszlása vagy az elért piaci részesedés a vevői tőkénél stb.) megadását is önkéntes adatszolgáltatásnak tekintetem.

Mivel a vállalatok többsége a nem tárgyasult erőforrások többségéről nem szolgáltatott még egyetlen adatot sem, ezért a **H2 hipotézis nem vált be**. A kiértékelést elvégeztem az egyes cégek szintjén is (a részletes eredményeket lásd a Mellékletben). Ebben az elemzésben a hipotézist akkor fogadtam el, ha az erőforrások legalább feléről (azaz legkevesebb négy fajtájáról) legalább egy-egy adat szerepelt a honlapokon és/vagy a jelentésekben. Ennek a követelménynek 9 vállalat (21%, valamennyien az A kategóriából) felelt meg.

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

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

A táblázatból látszik, hogy öt vállalat (12%, mindannyian a B kategóriába tartoznak) a nem tárgyasult tőke egyetlen eleméről sem tesz említést. S általában is jelentős eltérés található a két tőzsdei kategória önkéntes adatszolgáltatási gyakorlata között.

4.3 H3: Stratégiai előnyök további elemeinek bemutatása

Az ide tartozó öt beszámolási elem vizsgálatának eredményei a következők:

| 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%) |
| Kockázatkezelés rendszerének bemutatása | 5 (24%) | 1 (5%) | 6 (14%) |
| Vállalatot elemzők listája | 5 (24%) | 0 (0%) | 5 (12%) |

5. 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 részletes, szakmai önéletrajza volt. A legritkábban említett elem pedig a legalább két évre vonatkozó, konkrét mutatószám-előrejelzés. Ez utóbbi esetben ritka volt a két évnél hosszabb előretekinés.

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.

A fenti 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 hipotézist el kellett vetnem.**

Ha a stratégiával kapcsolatos elemekről való beszámolást az egyes cégek szintjén vizsgáljuk, akkor ennél differenciáltabb eredményt kapunk (az egyedi értékelést lásd a mellékletben). Az A kategóriában 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. S egyetlen elemet sem adott meg hat cég (egy az A és öt a B kategóriából).

5. Összefoglalás és további kutatási irányok megjelölése

A kutatás során mindhárom hipotézist el kellett vetnem, ami azt jelenti, hogy a tőzsdei társaságok 2005. augusztusában nem tettek eleget az értékorientált kiegészítő beszámolással kapcsolatban megfogalmazott elvárásoknak. Vagyis 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 tárgyiasult erőforrásait; s
- nem tett közzé adatot a stratégiai előnyök bemutatásához tartozó többi elemhez kapcsolódóan.

Volt azonban négy jegyzett társaság (nem egészen 10%, lásd a Mellékletben), amelyek önkéntes értékorientált kiegészítő beszámolása többé-kevésbé megfelelőnek bizonyult. Mindegyiküket az A kategóriában jegyzik. Feltételezhető, hogy a kutatás során a honlapokon és a jelentésekben keresett információk többségével a társaságok egyébként rendelkeztek. A közzététel tehát minimális odafigyelést és többletráfordítást igényelt volna. További elemzés során, strukturált interjúkkal lehetne feltárni, hogy vajon milyen ok(ok) áll(nak) ennek hátterében.

Érdekes eredményeket hozhatnak az összehasonlító kutatások is. Egyfelől más országokban is végeztek hasonló kutatást (ott is elsősorban a tőzsdén jegyzett cégek között), így lehetőség nyílik a magyar és a külföldi eredmények összevetésére. Másrészt érdemes lenne azt is megvizsgálni, hogy az elmúlt évek során változott-e az önkéntes

beszámolás gyakorlata. A kutatás megismétlése és az itt leírt eredményekkel való összevetése longitudinális elemzésre adna alkalmat, ezzel téve dinamikussá az elemzést.

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 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 közzéteendő adatoknak. Ha a szűkebb körű önkéntes adatszolgáltatásnak nem tesznek eleget, vajon mitől remélhetjük, hogy a tágabb körűnek eleget fognak tenni?

Felhasznált források jegyzéke

- 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.
- 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.
- 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.
- BÜHNER, Rolf – TUSCHKE, Anja (1997): Zur Kritik am Shareholder Value - eine ökonomische Analyse, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 499-516.o.
- CRASSELT, Nils – SCHREMPER, Ralf (2001): Cash Flow Return on Investment und Cash Value Added, in: Die Betriebswirtschaft 271-274.o.
- FISCHER, Thomas M. (2002): 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 – BERGER, Thomas – RINNE, Mathias – SCHMIDT, Michael (2005): Risikoberichterstattung und Risikoprofile von HDAX-Unternehmen 2000 bis 2003, in: Finanz Betrieb 343-353.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.
- HEUMANN, Rainer (2006): Möglichkeiten zur praktischen Umsetzung eines Value Reporting in Geschäftsberichten, in: Zeitschrift für kapitalmarktorientierte Rechnungslegung 259-266.o.
- 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.
- KESTEN, Ralf (2006): ERIC: Noch ein Kennzahlenangebot zur Performancemessung im wertorientierten Controlling, in: controller magazin 123-129.o.
- KIVIKAS, Mart – WULF, Inge (2006): Wissensbilanzierung als Element des Value Reporting, in: Zeitschrift für Controlling und Management, Sonderheft 3, 42-60.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): ERICTM versus EVATM, in: Die Betriebswirtschaft, 259-277.o.
- KÜRSTEN, Wolfgang (2000): „Shareholder Value“ – Grundelemente und Schieflogen einer polit-ökonomischen Diskussion aus finanzierungstheoretischer Sicht, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 359-381.o.
- LÁZÁR László (2002): Értékek és mértékek. A vállalati erőforrás-felhasználás leképezése és elemzése hazai üzleti szervezetekben, PhD-értekezés, Budapest
- QUICK, Reiner – KAYADELEN, Engin – FLASHAAR-BLOEDORN, Martin (2008): Kennzahlengestütztes Value Added Reporting in der Geschäftsberichtpublizität der Eurostoxx-50-Unternehmen, in: Wirtschaftsprüfung 156-164.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.
- SCHULZ, Michael (1999): Aktienmarketing: Eine empirische Erhebung zu den Informationsbedürfnissen der Investoren und Analysten, Verlag Wissenschaft & Praxis, Sternenefels/Berlin
- STRACK, Rainer – VILLIS, Ulrich (2001): RAVETM: Die nächste Generation im Shareholder Value Management, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 67-83.o.
- SZÁMVITELI törvény: 2000. évi C. törvény a számvitelről
- WAGNER, Franz W. (1997): Shareholder Value: Eine neue Runde im Konflikt zwischen Kapitalmarkt und Unternehmensinteresse, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 473-498.o.
- WENTGES, Paul (2000): Eine Stakeholder-orientierte Analyse der Berücksichtigung des Risikos im Rahmen des Shareholder Value-Konzeptes, in: Die Betriebswirtschaft 199-209.o.
- WOLF, Klaus (2003): Anmerkungen zur Risikoberichterstattung vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklungen im Value Reporting, in: Deutsches Steuerrecht 1089-1095.o.

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 |
| | | nem | nem | nem | nem |

A tézisgyűjtemény témájával kapcsolatos publikációim

I. Magyar nyelven

A) Folyóiratban megjelent cikkek:

1. Gondolatok a döntésorientált költségelszámolásról - **Ipar-Gazdaság** 1994/7, 28-32.o. (társszerző Dr. Körmendi Lajos PhD. főiskolai tanár)
2. A BÉT-en jegyzett társaságok önkéntes stratégiai adatszolgáltatása – **Vezetéstudomány** 2010/1, 38-47.o.

B) Tudományos könyvben megjelent fejezet:

3. Nem tárgyasult erőforrások bemutatása a tőzsdén jegyzett társaságok önkéntes adatszolgáltatásában, in: Bartók István, Simon Judit (Szerk.): 60 éves a Közgazdaságtudományi Egyetem: A Jubileumi Tudományos Konferencia alkalmából készült tanulmányok: Gazdálkodástudományi Kar, 2., AULA, Budapest, 2008, 177-195.o.

II. Idegen nyelven

C) Konferencia-előadások, konferenciakötetben publikálva:

4. Perspektiven „guter” Corporate Governance in Deutschland und Ungarn – eine Medienanalyse, in: Lang (Szerk.): The End of Transformation? (ISBN 3-87988-929-5), Chemnitz, 2004, 63-76.o.
5. Managing of Intellectual Capital in Hungarian Universities – The Case of Corvinus University of Budapest, EIASM working paper, Hasselt, Belgium, 2008, in: http://www.eiasm.org/frontoffice/event_download.asp?item=DOWN&event_id=591 1-22 o. (társszerzők: Bodnár Viktória, Harangozó Tamás, Kováts Gergely, Révész Éva)
6. Managing intellectual capital in Hungarian universities – The case of Corvinus University of Budapest, ECIC working paper, Haarlem, The Netherlands (ISBN 978-1-906638-30-6 (CD)), 85-96.o. (társszerzők: Bodnár Viktória, Harangozó Tamás, Kováts Gergely, Révész Éva)