

Az értékteremtés megjelenése a tőzsdei beszámolóiban

Kell a tőzsdei beszámolóknak foglalkoznia az értékteremtéssel?

Az értékteremtés vállalatgazdasági szempontból talán a legfontosabb mércéje annak, hogy miként működött és gazdálkodott a szervezet. Akkor beszélünk értékteremtésről, ha a szervezet az időszak végére nemcsak megőrizte reáltőkét, vagyis cashflow-termelő képességét, de még ezen felüli hasznot is elért.

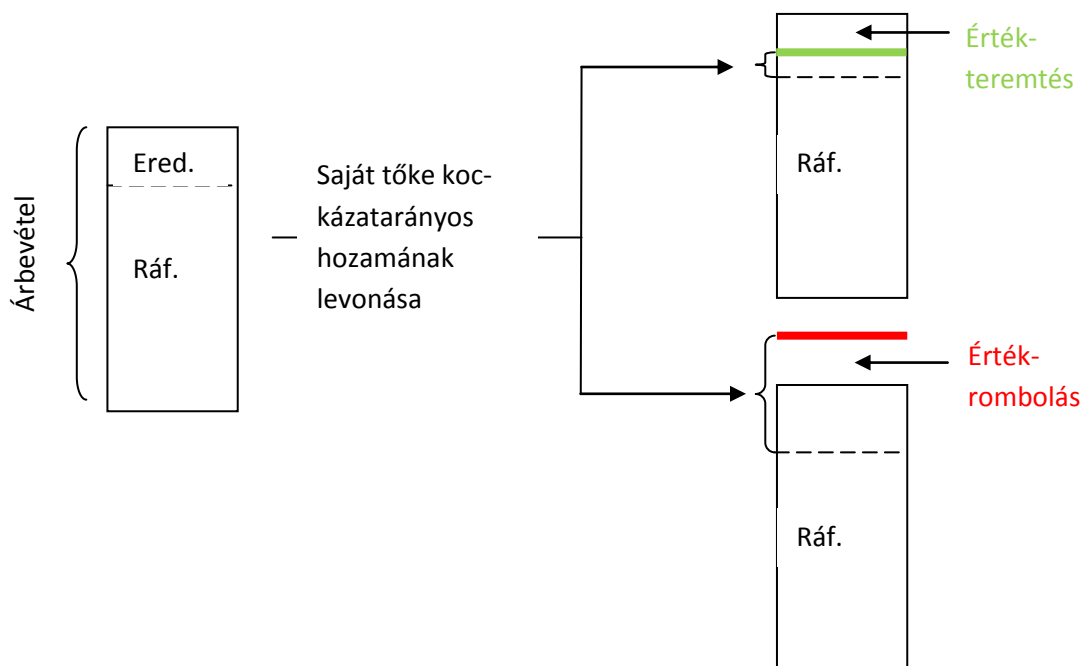
A közgazdaságtan az értéket az adott eszközből származó jövőbeli pénzáramokból vezeti le. A vállalat értékét például az általa a jövőben megtermelt szabad pénzáramokból (diszkontálással) határozzák meg. S ugyanígy számítható ki bármilyen eszköz (belső) értéke.

Az értékben egészen addig nem következik be változás, ameddig nem módosul a hozzá kötődő, jövőben várható pénzáramlások (aggregált) nagysága. Ha valamely időszak végére a jövőbeli cashflow-termelő képesség csökken, úgy értékrombolásról, ellenkező esetben pedig értékteremtésről beszélünk. A tőzsdén jegyzett cégek – meglévő és potenciális – tulajdonosait jogosan érdekli az a kérdés, hogy miként változott a vállalat értéke, vagyis az adott időszakban (negyedévben, félévben vagy évben) értékteremtés vagy értékrombolás történt. A továbbiakban csak az értékteremtésről lesz szó, de a leírt megállapítások – ellenkező előjellel – az értékrombolásra is érvényesek. Miközben az érték meghatározásához hosszú (akár végtelen) időtávot is alapul vehetnek, maga az értékteremtés mindig egy rövidebb (gyakran legfeljebb egyéves) időszakhoz kapcsolódik.

Az értékteremtés abban az értelemben tiszta kategória, hogy a szervezetben marad bent, vagyis az összes érintett igényeinek kielégítése (a számukra járó ellenszolgáltatás megfizetése) utáni mutatószámokról van szó. Ez érdeemben eltér a számviteli eredménykategóriáitól, mert ez utóbbiak nem veszik figyelembe a saját tőke után fizetendő, kockázatarányos hozamelvárást (a tárgyévben ténylegesen kifizetett osztalék csak véletlenszerűen egyezik meg ezzel az értékkel). Különösen szembeűnő ez az eltérés azokban az időszakokban, amelyek után nem kerül sor osztalékfizetésre. Hiába része tehát az eredménykimutatás – a számviteli éves beszámoló mellett – a tőzsdei beszámolóknak is, az értékteremtést ebből nem látják a tulajdonosok.

A számviteli eredmény és az értékteremtés kapcsolatát – leegyszerűsítve – mutatja be az 1. ábra. Miközben a számviteli beszámoló nyereséget mutat, a saját tőke használati díjának elszámolása után nem feltétlenül értékteremtést látunk. A veszteséges időszakban ennek megfelelően egyértelműen értékrombolás zajlott.

A számviteli beszámoló adataiból a befektetők nem jutnak hozzá minden olyan információhoz, amely az értékteremtés vagy értékrombolás kiszámításához szükséges. Így mindenekelőtt hiányzik a saját tőke utáni hozamelvárás nagysága; vagy ehelyett a szervezet bétafaktorának értéke. Az értékteremtés és részadatai tekintetében a szervezet vezetése rendszerint információelőnyvel bír, és ezt a többletinformációt a tőzsdei jelentésben vagy saját honlapján keresztül megoszthatja – az értékorientált kiegészítő beszámolás hívei szerint pedig meg kell osztania – az érintettekkel.



1. ábra: Számviteli eredmény és értékteremtés kapcsolata

Az értékorientált kiegészítő beszámolás részterületei

Értékorientált kiegészítő beszámolás alatt azoknak a múlt- és jövőorientált, pénzben és nem pénzben kifejezett, egy- vagy többértékű információknak az önkéntes közlését értjük, amelyekre a befektetőknek szükségük van ahhoz, hogy ex-ante felismerhessék az értékteremtő befektetési lehetőségeket, és ex-post ellenőrizhessék a megvalósult értékteremtést. Feladata pedig az, hogy csökkentse az értékteremtéssel kapcsolatos aszimmetrikus informáltságot a vállalatvezetés és a tulajdonosok között.

Fontos jellemzője ennek a kiegészítő beszámolásnak, hogy önkéntes, vagyis azt sem jogszabály, sem pedig más, kötelező érvényű szabályozás nem írja elő. A számviteli joganyag változása több országban bővülő adatszolgáltatást ír elő. Ez és a Nemzetközi Számviteli Standardok szerinti beszámolás alkalmazása (amely az Európai Unióban – tőzsdei vállalatok esetében is – csak a konszolidált beszámolásnál kötelező) csak némileg csökkentette az önkéntes adatszolgáltatás körét. A magyar számviteli és tőzsdei szabályozás például csak áttételesen írja elő az értékorientált információk közzétételét: a 2000. évi C. törvény 4.§-ának (3) bekezdése szerint ugyanis „A törvényben előírtakon túlmenő, további információkat kell a kiegészítő mellékletben megadni, amennyiben e törvény előírásainak alkalmazása, a számviteli alapelvek érvényesítése nem elegendő a megbízható és valós összképnek a mérlegben, az eredménykimutatásban történő bemutatásához.” Ez az általános előírás nem említi az értékteremtésnek vagy tényezőinek a bemutatását. Ezért az erre vonatkozó információkat joggal tekinthetjük önkéntesen nyilvánosságra hozottnak.

A szakirodalom – a vállalati gyakorlatból leszűrve – széles skáláját mutatja be azoknak az információknak, melyek nem hiányozhatnak az értékorientált kiegészítő beszámolásból. Ezeket a

többletinformációkat érdemes csoportba sorolni. A 2-4. ábra egy, az empirikus vizsgálatokban nagyon sokszor használt tagolást mutat be.

<p>Tulajdonosi megtérülés bemutatása (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
---	--

2. ábra: Az értékorientált kiegészítő beszámoló első tartalmi eleme: a tulajdonosi megtérülés bemutatása

<p>Értékteremtés bemutatása (value added reporting)</p>	<p>Értékorientált vállalatirányítási eszközök alkalmazása</p>	<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
	<p>Éves beszámolón alapuló eszköz</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Értékteremtés indirekt kiszámítása

3. ábra: Az értékorientált kiegészítő beszámoló második tartalmi eleme: az értékteremtésnek és tényezőinek mutatószámai

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"> • Rendszertelen beszámolók • Sajtóközlemények • Aktualitások • Elemzői értékelések • Elemzői várakozások a vállalkozás helyzetének és eredményének jövőbeli alakulására vonatkozóan • Elemzőktől származó, becslésen alapuló EPS-előrejelzések

4. ábra: Az értékorientált kiegészítő beszámoló harmadik tartalmi eleme: a stratégiai előnyöknek és ezeket megalapozó tényezőknek a bemutatása

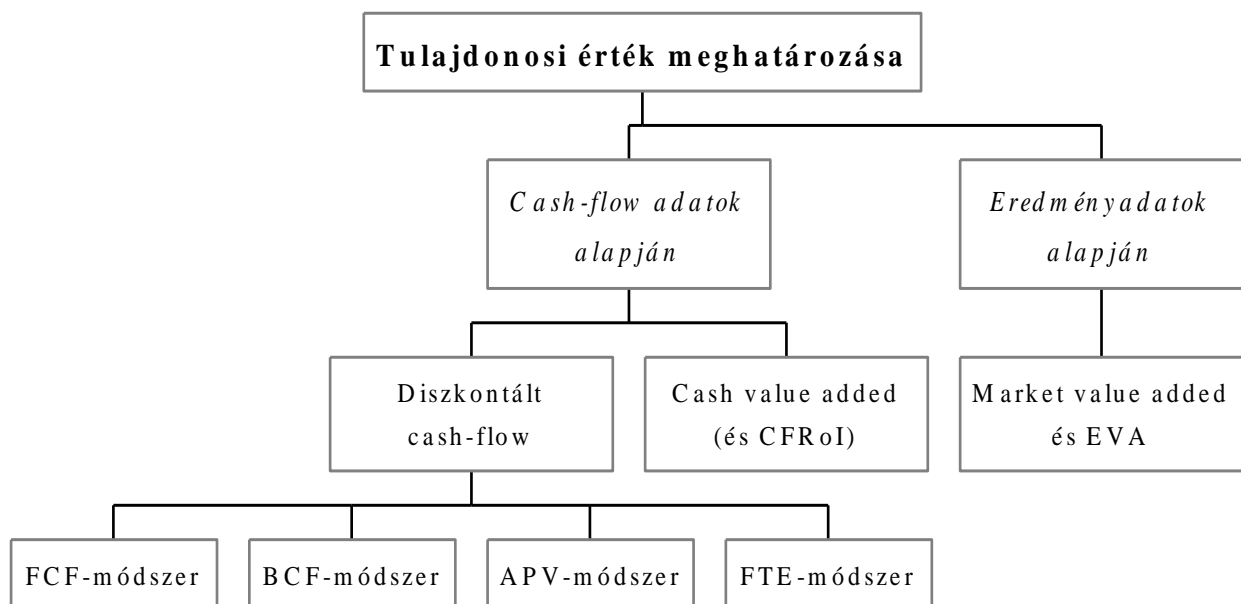
Az értékorientált kiegészítő információk tehát három csoportra oszthatók. Első részük a tulajdonosok számára biztosított hozamot írja le, vagyis múltorientált adatokat tartalmaz (tulajdonosi megtérülés bemutatása). Második részük a vállalatnál bevezetett értékorientált irányítás bemutatásán keresztül 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 kínálkozó lehetőségeket, másrészt pedig ismertetik a vállalat stratégiai céljait, alapvető képességeit és azt, hogy ezekből kiindulva milyen jövőbeli értékteremtés várható (stratégiai előnyök bemutatása). Bár mindhárom beszámolási terület szoros kapcsolatban áll az értékteremtéssel, maga az értékteremtés – mint konkrét mutatószám – és annak alkotóelemei a középő részben jelennek meg.

A szakirodalom nemcsak magának az értékteremtést mérő mutatószámnak (és alkotóelemeinek) a bemutatását tekinti a második tartalmi elem részének, hanem a szervezetnek azt is be kell mutatnia, hogy működése során ténylegesen használja és hogy mire használja ezt a mutatószámot. Tipikus felhasználási terület lehet a stratégiai akciók közötti választás, a teljesítményértékelés, a javadalmazás kiszámítása.

A tulajdonosi értékteremtést mérő mutatószámok

A tőzsdén jegyzett társaságoknak megkülönböztetett figyelemmel kell fordulniuk tulajdonosaik felé, hiszen éppen azért mentek tőzsdére, mert jelentős tulajdonosi hozzájárulásra kívántak szert tenni, és ezt befektetők széles körétől akarták bevonni. Ez a tulajdonosi fókuszáltság talán a legfontosabb eltérés a tőzsdén nem jegyzett társaságokhoz képest. Maga a tőzsdei jelentés is elsősorban a tulajdonosoknak készül. Éppen ezért jelen esetben a különböző érintettek – beszállítók, vevők, munkatársak, tulajdonosok, helyi közösség stb. – számára történő értékteremtés közül a tulajdonosi értékteremtést fogjuk vizsgálni.

A tulajdonosok számára teremtett értéket a tulajdonosi érték mutatószámai számszerűsítik. (Tulajdonosi értéken a tulajdonosok kezében levő részesedések összértékét értjük.) Nem egyetlen mutatót jelöl a szakirodalom ezzel a névvel, hanem több, egymással konkuráló értéket, amelyek eltérő feltételezésekből kiindulva és különböző módszertanokat alkalmazva számszerűsítik a tulajdonosi értéket, illetve a tulajdonosi értékteremtést. Ezekről ad áttekintést az 5. ábra:



5. ábra: A tulajdonosi érték kiszámítására szolgáló módszertanok

Az 5. ábrán szereplő módszerek segítségével az adott időszakra vonatkozó értékteremtést vagy -rombolást a következőképpen fejezhetjük ki:

- a diszkontált cashflow-számítással meghatározzuk a vállalat értékét a periódus elején és végén, és a kettő eltérése adja meg az értékváltozást;
- a CVA (cash value added) adja meg az időszaki értékváltozást;
- az EVA (economic value added) vonatkozik egyetlen időszakra.

Ezeket az értékeket nem találjuk meg a számviteli beszámolóban, és utóbbi adatai alapján nem is kalkulálhatóak. Szükség van az értékorientált kiegészítő beszámolásra (és azon belül az értékteremtés bemutatására) annak érdekében, hogy a tulajdonosok – bármelyik fenti számítási utat követik is – kiszámolhassák az értékteremtés konkrét nagyságát.

Példaként tekintsük a Cash value added vagyis a cash flow alapú hozzáadott érték kiszámítását. Ennek lépései a következők:

1. lépés:

CFRoI_(t) kifejezése a következő egyenletből:

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

2. lépés:

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

6. ábra: Cash value added kiszámításának lépései

A számítás elemeinek részletekbe menő ismertetésétől itt eltekintünk (az megtalálható a hivatkozott forrásokban). Ha a két lépéshez szükséges, részletes információigényt összevetjük a számviteli beszámoló adattartalmával, akkor – értékorientált kiegészítő beszámolásként – a következő többletinformációkra van szükségük a tulajdonosoknak:

– Számítási időtáv hossza (T), amely megegyezik a vállalat jelenlegi eszközállománya átlagos további élettartamával.

– Súlyozott átlagos tőkeöltség (k_(t)), amely önmagában is több összetevőből áll (idegen tőke piaci értéke, saját tőke piaci értéke, bétafaktor, kockázatmentes kamatláb stb.), és ezek az összetevők szintén nem találhatóak meg a számviteli beszámolóban.

– A bruttó beruházott összeg (BIB) 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-átstrukturizálás, fejlesztés, képzés, piacszerzés, márkaépítés és hasonló költségei).

– A bruttó cash flow (BCF) meghatározásához:

- adott időszakban kifizetett és egyben ráfordításként elszámolt bérleti és lízingdíjak (ha gyűjtésük nem külön eredmény soron történt),
- tényleges anyagfelhasználás LIFO- és FIFO-értékelése közötti eltérés,
- nettó likviditási pozícióból adódó inflációs nyereség vagy veszteség nagysága.

– A fiktív végérték számszerűsítéséhez:

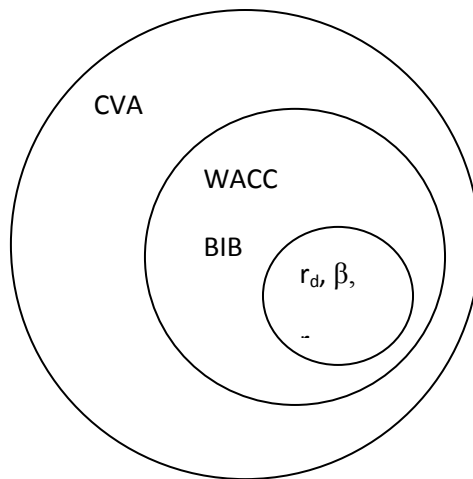
- a nem amortizálható befektetett eszközök és a forgóeszköz-állomány (jövőbeli) értéke a tervezési periódus végén, azaz a T. időpontban.

7. ábra: Cash value added kiszámításához szükséges többletinformációk

Hasonló lista állítható össze az értékteremtés másik két módszerrel történő meghatározásához szükséges többletinformációkról is.

A tulajdonosok és így az értékorientált kiegészítő beszámolás szemszögéből érdemes azt is látni, hogy ezek a többletinformációk több, egymásra épülő szinten helyezhetők el. A szervezet megteheti azt, hogy nyilvánosságra hozza a Cash value added-et, de semmilyen más, kapcsolódó adatot nem publikál. Ez az adat bár megadja a keresett értékteremtést, mégsem fogja maradéktalanul kielégíteni a (meglévő és potenciális) tulajdonosok információigényét. Hiszen egyetlen adat ismeretében lényegében azt a kérdést kell eldönteniük, hogy elhiszik-e vagy sem ezt a számot. Nincs lehetőségük azt validálni, ellenőrizni.

Éppen ezért a tulajdonosok számára hasznosabb az az önkéntes adatszolgáltatás, amely a CVA mellett (vagy akár helyette) megadja a súlyozott átlagos tőkeköltséget (k_t), a bruttó beruházott összeget (BIB) és a cashflow alapú tőkemegtérülést (CFROI). Ebből a háromból a tulajdonosok maguk is eljuthatnak a Cash value added-hez. A részletes(ebb) adatok ugyanakkor összevetéseket tesznek lehetővé, és ezzel javítják az informáltságot: a súlyozott átlagos tőkeköltség összevethető más hasonló szervezetek adatával, a bruttó beruházott összeg hozzámérhető a mérlegfőösszeghez stb. Még alaposabb információszolgáltatást jelent az, ha a fenti három mutatószám alkotóelemeit (is) tartalmazza az értékorientált kiegészítő adatszolgáltatás (ez lényegében megegyezik a fenti, tételes felsorolással). Az értékteremtéssel kapcsolatos, különböző részletezettségű adatokat egymásba ágyazott körökkel ábrázolhatjuk:



8. ábra: A Cash value added kiszámításához szükséges többletinformációk hierarchiába rendezése

Hasonló háromszintű ábra készíthető a diszkontált cashflow kiszámításán alapuló és a gazdasági hozzáadott értékkel számszerűsített értékteremtés kiszámításához szükséges többletadatokról is. Mindezek az adatok az értékorientált kiegészítő beszámolás részei, vagyis önkéntes adatszolgáltatást jelentenek.

Néhány empirikus eredmény

A 2-4. ábrán bemutatott, önkéntes adatszolgáltatást különböző időszakokra és országokra vonatkozóan empirikusan is vizsgálták. A Budapesti Értéktőzsdén jegyzett társaságok kapcsán is rendelkezésre állnak empirikus adatok. A 9. ábra a 2004-es éves beszámolók elemzésének eredményét mutatja be.

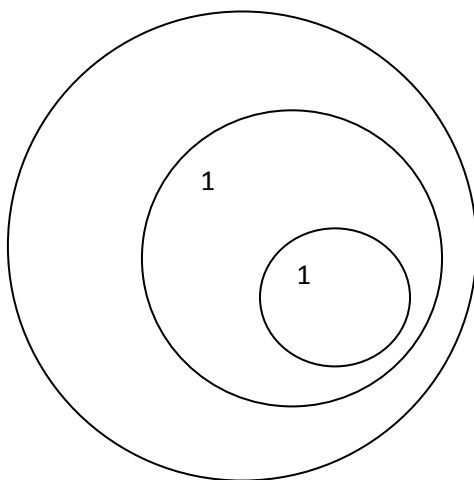
Társaság	Értékteremtés bemutatására szolgáló adatok
DÉMÁSZ (áramszolgáltató)	– az irányítás NEM a tulajdonosi érték alapján történik – a változó bérelemek NEM az értékorientált mutatókhoz kötődnek
FHB (bank)	– kétéves vezetői ingyenes részvényopció-juttatás
Graphisoft (szoftverház)	– vezetők által birtokolt részvényopciók értéke – opcióárazás inputadatai
Magyar Telekom (telekommunikáció)	– kockázatmentes kamatláb – csoportszintű, súlyozott átlagos tőkeköltség – hitelek súlyozott átlagos kamatlába – vezetői részvényopciós program
MOL (olajipar)	– hosszú távú ösztönzési program (részletes bemutatása)

9. ábra: Értékteremtés bemutatása a BÉT-en jegyzett társaságok 2004-es beszámolóiban

Látható, hogy az értékteremtés bemutatásának fókuszában az érték(orientált mutatószám) irányítási rendszerben betöltött szerepe áll. Az A kategóriában jegyzett 21 cégből négy adott meg erre vonatkozóan információt, hiszen a DÉMÁSZ tagadó tartalmú nyilatkozata bár érdemi információ, de

éppen az irányítási rendszerből való kimaradásról szól (a B kategóriában egyetlen társaság sem adott meg releváns adatot). S csupán egyetlen vállalat, a Magyar Telekom hozta nyilvánosságra a súlyozott átlagos tőkeköltségét és annak néhány részadatát. Ez bizonyosan összefügg azzal, hogy kizárólag ezt a társaságot jegyezték akkoriban a New York-i értéktőzsdén; hiszen a 9. ábrában szereplő adatok mindegyike a 20-F nyomtatványban szerepel.

Magát az értékteremtést egyetlen jegyzett társaság beszámolója sem tartalmazta, miként az annak kiszámításához szükséges többletinformációkat sem adták meg hiánytalanul (hiszen a súlyozott átlagos tőkeköltség csak egy része az értékorientált kiegészítő beszámolás keretében önkéntesen nyilvánosságra hozandó adatoknak). Az akkori felmérés szerint messze ez volt a legkevésbé kielégítő területe az értékorientált kiegészítő beszámolásnak. Ezt mutatja a 9. ábra adataival feltöltött körábra is:



10. ábra: Értékteremtés bemutatása a BÉT-en jegyzett társaságok tőzsdei jelentésében, 2004 (a körökben az oda tartozó információt szolgáló cégek száma látható, N=21)

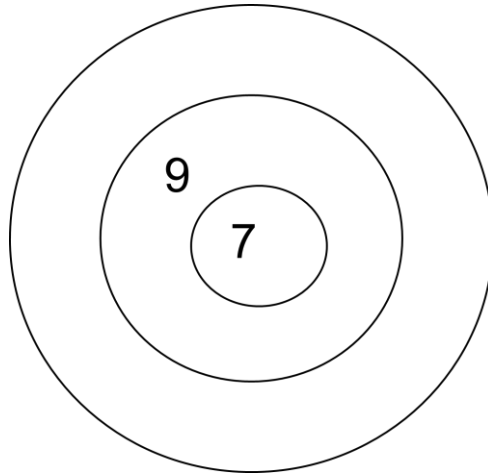
A megismételt, az A kategória cégeinek 2010-es tőzsdei jelentését elemző felmérés már bőségesebb önkéntes adatszolgáltatást tárt fel. A részletes adatokat a 11. ábra mutatja be:

Társaság	Értékteremtés bemutatására szolgáló adatok
Danubius (szállodaipar)	<ul style="list-style-type: none"> – Átlagos saját tőke költség (WACC) (Ezt a megnevezést a cég éves jelentéséből vettem át. Szakmai szempontból fogalmi zavarról van szó, hiszen a Danubius nemcsak saját tőkével finanszírozta működését.) – Idegen tőke átlagos kamatlába
EGIS (gyógyszeripar)	<ul style="list-style-type: none"> – Effektív kamatláb az értékpapírokból és a befektetési célú ingatlanból származó, jövőbeli cashflow-k diszkontálásához
Graphisoft Park (ingatlan-gazdálkodás)	<ul style="list-style-type: none"> – Hozamelvárás (diszkontráta) – Kötvények effektív kamatlába

	– Hitelek átlagos súlyozott kamatlába
Magyar Telekom (telekommunikáció)	– Adózás előtti átlagos tőkeköltség, mégpedig üzletágak és régiók szerint differenciálva – kétfajta idegen tőke kamatlábának súlyozott átlaga
MOL (olajipar)	– Súlyozott átlagos tőkeköltség többfajta hosszú lejáratú kötelezettségtípusra vonatkozóan – Dollár és forintra vonatkozóan alkalmazott súlyozott átlagos tőkeköltség – WACC külföldi leányvállalatok szerint differenciálva – Kockázatmentes kamatláb
Rába (járműipar)	– Kockázatmentes kamatláb – Értékteremtés aránya (egy ismeretlen vetítési alap %-ában)
Richter (gyógyszeripar)	– Jelenérték számításához alkalmazott WACC – Egyik eszközfajtánál alkalmazott WACC
Synergon (informatika)	– Adózás előtti szabad pénzáram diszkontálásához használt ráta (egyik leányvállalat esetében) – Kockázatmentes kamatláb
TVK (vegyipar)	– Átlagos diszkont kamatláb – Kockázatmentes kamatláb
Zwack (italgyártás)	– Diszkontráta

11. ábra: Értékteremtés bemutatása a BÉT-en jegyzett társaságok 2010-es beszámolóiban

A 2010-es tőzsdei jelentések alapján még mindig nem volt egyetlen olyan jegyzett cég sem, amely az értékteremtés összegét közzétette volna. Az értékorientált kiegészítő beszámolás fókuszába a súlyozott átlagos tőkeköltség került, a 11. ábrán szereplő tíz társaságból hét megadta ezt az adatot. Néhány esetben ez kiegészült további részletadatokkal is (pl. kockázatmentes kamatláb, idegen tőke átlagos kamatköltsége). Ez szignifikánsan bővebb önkéntes információszolgáltatást jelent, mint a 2004-es helyzet volt. Mindez jól látható a körábrán is:

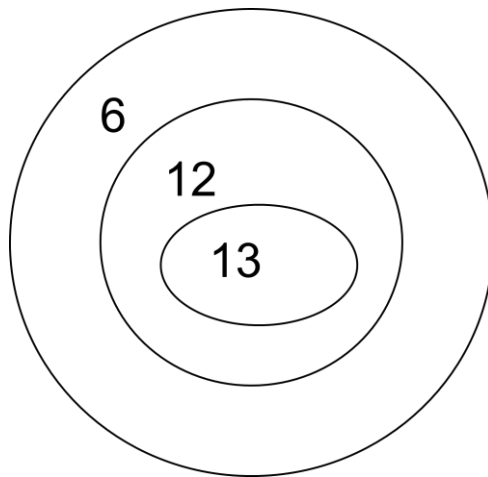


12. ábra: Értékteremtés bemutatása a BÉT-en jegyzett társaságok tőzsdei jelentésében, 2010 (a körökben az oda tartozó információt szolgáltató cégek száma látható, N=15)

A 2011-es tőzsdei jelentésekből ettől alig eltérő kép rajzolódik ki. Az egyetlen, említésre érdemes újdonság az, hogy az egyik jegyzett cég (a MOL) beszámolója tartalmazta a Hozzáadott érték – vállalatnál képződött érték – nagyságát (ez szintén szó szerinti átvétel az éves tőzsdei jelentésből), mégpedig négy évre visszamenően. Ezzel immár magyar vállalat is szerepel a legkülső körben.

A 2004-es és 2010-es „találatok” összevetéséből látszik továbbá, hogy az értékorientált kiegészítő beszámolás bővülésének „trendjével” szembenelve, szűkebb önkéntes adatszolgáltatást találunk a Magyar Telekomnál. Esetében ebben nincs változás 2011-ben sem. Ezekben az években már nem jegyezték a New York-i tőzsdén, így nem kellett elkészítenie a 20-F jelentést, és ezt önszorgalomból sem tette meg.

A magyar jegyzett társaságok önkéntes értékorientált kiegészítő beszámolását érdemes összevetni a BÉT 2011 őszi indult, ún. BETa szekciójában jegyzett cégek vonatkozó gyakorlatával is. Ebben a szekcióban neves európai vállalatok (pl. BMW, e.on, Fiat, Nokia, Siemens, Total stb.) részvényei érhetőek el és versenyeznek immár közvetlenül a magyar befektetők pénzéért. Ezek a vállalatok – 2010-es tőzsdei jelentéseik alapján – sokkal szélesebb körben élnek az önkéntes adatszolgáltatással. Az elemzésbe bevont 13 cég a következő gyakorisággal tett közzé a tulajdonosok számára hasznos és fontos, kiegészítő információkat:



13. ábra: Értékteremtés bemutatása a BETa szekcióban jegyzett társaságok tőzsdei jelentésében, 2010 (a körökben az oda tartozó információt szolgáltató cégek száma látható, N=13)

Az értékteremtés nagyságát közlő hat vállalkozás mindegyikének központja Németországban van (BASF, Bayer, BMW, Daimler, e.on és ThyssenKrupp), de nem mindegyik német cég tette közzé ezt az adatot (kivétel: Infineon és Siemens). Magát az értékteremtést nem azonos módszer szerint számolták ki és tették közzé a cégek; külön megemlítendő a Bayer, amely a CVA-t és a CFROI-t számolta ki és tette közzé. Mind a hatan alátámasztották az értékteremtés-adatot további, részletes információkkal: jellemzően a súlyozott átlagos tőkeköltséggel (középső körbe tartozó adat) és a kockázatmentes kamatláb nagyságával (belső körbe tartozó adat). A középső körből kimaradt, egyetlen vállalat a Telefonica spanyol távközlési cég, amely tehát nem hozta nyilvánosságra a súlyozott átlagos tőkeköltsége nagyságát.

Összefoglalás

A szervezetek teljesítményének nagyon hasznos mutatószáma az értékteremtés. Ez az adat nem szerepel az éves beszámolóban, és a tőzsdei adatszolgáltatási kötelezettség sem terjed ki rá. A cégeknek azonban lehetőségük van arra, hogy az értékorientált kiegészítő beszámolás keretében meghatározzák és önkéntesen közzétegyék ezt a teljesítményadatot.

Az értékteremtés kiszámítására többféle módszer áll rendelkezésre. Ezek egy része jövőbeli pénzáramlásokat diszkontál, másik részük pedig eredményadattal számol. Az értékteremtés iránt érdeklődők információigényét jobban szolgálja az, ha nemcsak egyetlen mutatószámot kapnak, hanem hozzáférhetővé teszik számukra az értékteremtés kiszámításához felhasznált részadatokat is. Az értékteremtés kiszámításának különböző módszertanaihoz eltérő részadatok tartoznak, ez utóbbiak közzététele azonban minden esetben az értékorientált kiegészítő beszámolás részeként történhet meg.

A magyar tőzsdén jegyzett, hazai cégek értékorientált kiegészítő beszámolója érdemben javul 2004 és 2011 között. A BETa szekcióban szereplő, külföldi vállalatok azonban ennek ellenére lényegesen bővebb és részletesebb értékorientált kiegészítő információkat tettek közzé. E tekintetben a lemaradás könnyen behozható lenne, amit nagyobb érdeklődéssel hálálnának meg a befektetők, s így ez növekvő forgalomhoz és emelkedő árfolyamokhoz vezethetne...

Felhasznált források

2000. ÉVI C. TÖRVÉNY A SZÁMVITELRŐL, [HTTP://NET.JOGTAR.HU/JR/GEN/HJEGY_DOC.CGI?DOCID=A0000100.TV](http://net.jogtar.hu/jr/gen/hjegy_doc.cgi?docid=A0000100.tv)

(LETÖLTVE: 2013. 09. 13.)

BAETGE, Jörg – SOLMECKE, Henrik (2006): Grundsätze und Konzeption des Value Reporting, in:
Zeitschrift für Controlling und Management, Sonderheft 3, 16-30.o.

COPELAND, Tom – KOLLER, Tim – MURRIN, Jack (1999): Vállalatértékelés, Panem–John Wiley & Sons,
Budapest

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. – WENZEL, Julia (2002): Value Reporting, in: Die Betriebswirtschaft 327-332.o.

KIVIKAS, Mart – WULF, Inge (2006): Wissensbilanzierung als Element des Value Reporting, in:
Zeitschrift für Controlling und Management, Sonderheft 3, 42-60.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.

TIRNITZ Tamás (2010): Értékorientált kiegészítő beszámolás a Budapesti Értéktőzsdén jegyzett
társaságok körében, PhD-disszertáció, Budapesti Corvinus Egyetem,
Budapest

TIRNITZ Tamás (2012): Do the crisis and/or the listing of non-domestic companies enhance the Value
reporting practice of domestic firms? – The case of BUD-SE, conference
paper, IABPAD Conference, Honolulu

WOLF, Klaus (2003): Anmerkungen zur Risikoberichterstattung vor dem Hintergrund der aktuellen
Entwicklungen im Value Reporting, in: Deutsches Steuerrecht 1089-1095.o.