

Budapesti Corvinus Egyetem  
Corvinus School of Management  
havi szakfolyóirata

Szerkesztőség és kiadóhivatal:  
1093 Budapest, Fővám tér 8.  
Telefon: 482-5527, 482-5528  
Fax: 482-5527  
<http://www.corvinus-mba.hu>

Felelős kiadó:  
Budapesti Corvinus Egyetem  
Corvinus School of Management

Szerkesztőbizottság:

Elnök: Wetzker, Konrad

Tagok:

Bánfi Tamás  
Chikán Attila  
Cser László  
Dobák Miklós  
Gálik Mihály  
Kerekes Sándor  
Mészáros Tamás  
Veress József

Tanácsadó testület:

Barakonyi Károly  
Bayer József  
Bélyácz Iván  
Bordáné Rabóczki Mária  
Csányi Sándor  
Delfmann, Werner  
Farkas Ferenc  
Gaál Zoltán  
Gubbström, Robert  
Hofmeister Tóth Ágnes  
Horváth Péter  
Kövesi János  
Kreuzer, Konrad  
Román Zoltán  
Szintay István  
Takács János  
Török Ádám  
Vastag Gyula  
Vecsenyi János

Főszerkesztő: Becsky Róbert  
[robert.becsky@uni-corvinus.hu](mailto:robert.becsky@uni-corvinus.hu)

Olvasószerkesztő: Nusser Tamás  
[tnusser@ibs-b.hu](mailto:tnusser@ibs-b.hu)

Szerkesztőségi titkár: Pettenkoffer Rita  
[rita.pettenkoffer@uni-corvinus.hu](mailto:rita.pettenkoffer@uni-corvinus.hu)

ISSN: 0133-0179

A kiadvány készült:  
az AS-Nyomda Kft. gondozásában

Előfizetés:

Előfizetésben terjeszti  
a Magyar Posta Rt. Hírlap Üzletág.  
Előfizethető közvetlen a kézbesítőknél, az  
ország bármely postáján, Budapesten  
a Hírlap Ügyfélszolgálati Irodákban  
és a Központi Hírlap Centrumnál  
(Budapest VIII., Orczy tér 1.  
Tel.: 06 1 477-6300 P. cím: Bp., 1900).  
További információ: 06 80 444-444  
E-mail: [hirlapelofizetes@posta.hu](mailto:hirlapelofizetes@posta.hu)

Előfizetési díj egy évre 9600 Ft  
Példányonkénti ár: 1000 Ft

Megjelenik havonta.

Egyes példányok megvásárolhatók  
a Szerkesztőségben és az Aula kiadó  
könyvesboltjában, Fővám tér 8.

Kéziratot nem őrzünk meg és nem  
küldünk vissza!

# VEZETÉSTUDOMÁNY

XLI. ÉVF., NOVEMBER

2010. 11. szám

## TARTALOM

CIKKEK, TANULMÁNYOK

- **BORDÁNÉ Rabóczki Mária**  
A társaságirányítási jelentés és a könyvvizsgáló szerepvállalása  
Új elem az európai pénzügyi beszámolási kultúrában 2
- **CSEPETI Ádám**  
A Miles és Snow-féle stratégiatipológia kutatási kérdései 15
- **FARKASNÉ Kurucz Zsuzsanna – LÓRÁND Balázs –  
– BALOGH Gábor**  
Kölcsönös előnyökön alapuló kapcsolatok kialakítása  
a felsőoktatási intézmények és a munkaadók között 31
- **ARANYOSSY Márta**  
Szorzószámok értékelés az információtechnológiai iparágakban 44
- **CZIKE Anna**  
Fedezeti stratégia a gyakorlatban 57

➤ **CIKKEK ANGOL NYELVŰ ÖSSZEFOGLALÓI**

Budapesti Corvinus Egyetem  
Corvinus School of Management  
havi szakfolyóirata

Published by  
Corvinus School of Management  
Corvinus University of Budapest

<http://www.corvinus-mba.hu>



School of Management

BORDÁNÉ Rabóczki Mária

# A TÁRSASÁGIRÁNYÍTÁSI JELENTÉS ÉS A KÖNYVVIZSGÁLÓ SZEREPVÁLLALÁSA ÚJ ELEM AZ EURÓPAI PÉNZÜGYI BESZÁMOLÁSI KULTÚRÁBAN

A nyitottság, az átláthatóság és az elszámoltathatóság napjaink egyre gyakrabban hangoztatott elvárásai a köz- és a privátszféra vállalataival szemben. Ezek az elvárások a társaságirányítás legáltalánosabban elfogadott alapelvei közé tartoznak, amelyek gyakorlati megvalósítása a társaságok által közzétett információkon keresztül biztosítható. A Vezetéstudományban a közelmúltban jelent meg egy cikk a BÉT-en jegyzett társaságok önkéntes stratégiai adatszolgáltatásának értékeléséről. Jelen cikk a tőzsdei vállalatok társaságirányításra vonatkozó kötelező és ajánlott közzétételéről nyújt nemzetközi és hazai áttekintést. Célja annak vizsgálata, hogy az irányítással megbízottak és a könyvvizsgáló hogyan jelentsenek „felelősen” a társaság által követett társaságirányítási gyakorlatról, és mire terjedjen ki a jelentés, hogy az a tulajdonosok mellett a társadalom mind szélesebb körét, a közérdeket, a „közjót” szolgálja.

*Kulcsszavak:* vállalatirányítás, könyvvizsgálat, felelősség

Az utóbbi években számos ország vezetett be jogszabályi követelményeket és/vagy jogi hatállyal nem bíró szabályozásokat, például ajánlásokat vagy kódexeket, a társaságirányítás területén. Ezek a jogi és egyéb szabályozások rávilágítanak az irányító testületek felelősségére, a független igazgatók kiemelt szerepére és az auditbizottság funkcióira. Kiterjednek a belső kontrollokra, a belső ellenőrzésre, a könyvvizsgálatra, a társaságirányításról szóló közzétételre, valamint az irányító testület(ek)<sup>1</sup>, a könyvvizsgálók és a tulajdonosok közötti kapcsolatokra.

Az európai társaságirányítási reformok során a közösségi irányelvekben megjelenő 2006. évi változtatások egyik legfontosabb eleme az éves társaságirányítási jelentés bevezetése a tőzsdén jegyzett társaságok éves pénzügyi beszámolója keretében.

A fenti szabályozások magukban foglalják az irányítással megbízottakkal szembeni elvárásokat a társaságirányításról szóló közzététellel kapcsolatosan, valamint a könyvvizsgálói közreműködés tartalmát. A könyvvizsgáló azáltal, hogy független véleményt nyújt a jelentésnek, vagy bizonyos elemeinek meghatározott standardoknak történő megfeleléséről, hozzáadott értéket képez az irányítás, és ezáltal a tulajdonosok és egyéb érdekeltek számára.

Az Európai Bizottság (Bizottság) a társaságirányítási jelentés bevezetésére vonatkozó követelménynek az irányelvekbe történő beépítésével megteremtette a szabályozási alapot ahhoz, hogy a társaságirányítási jelentés az európai pénzügyi beszámolási kultúra szerves részévé váljon.

Lényegesen hozzájárulhat a befektetők bizalmának helyreállításához, ha reális betekintést kapnak a társaság legmagasabb szinten történő szervezettségébe. A jelentés segíti a társaság üzleti tevékenységének, a társasági politikáknak és teljesítményeknek a környezeti és etikai standardok tükrében történő megmértetését.

A pénzügyi adatok mellett a nem pénzügyi információk közzétételének bővítése által erősíthető a tulajdonosok irányításbeli szerepe, és hozzájárulhat más érdekhordozók jogai védelmének biztosításához, valamint a társaságok társadalmi felelősségének növeléséhez.

## Koncepcionális háttér

A társasági jog magasán kvalifikált szakértőinek egy csoportja – High Level Group, vagy más néven Wintercsoport<sup>2</sup> – az Európai Bizottság megbízásából ajánlást fogalmazott meg a társasági törvény modernizálá-

sára és a társaságirányításra vonatkozóan. Jelentésüket „A társasági törvény modern szabályozási kerete Európában” címmel tette közzé a Bizottság (European Commission, 2002).

Az Európai Könyvvizsgálók Szövetsége (FEE)<sup>3</sup>, a széles értelemben vett számviteli szakma véleményének képviselőjeként a társaságirányítással kapcsolatos publikációiban a pénzügyi beszámolási és könyvvizsgálói szempontokra helyezi a hangsúlyt (FEE, 2002).

A Winter-csoport, a FEE, valamint az Európai Bizottság a témában megjelent közleményeikben (2002–2004) közös álláspontot képviselnek arra vonatkozóan, hogy a társaságirányítási rendszer fejlesztésének egyik kulcskérdése a közzétételi követelmények emelése. Javasolják, hogy legalább a jegyzett társaságok átfogó társaságirányítási jelentést tegyenek közzé az éves pénzügyi beszámolásuk keretében. A társaságirányítási jelentés terjedjen ki a társaság által alkalmazott társaságirányítási struktúra alapvető elemeinek és elveinek ismertetésére.

A Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet (OECD) jelentős szerepet tölt be a társaságirányítás fejlesztésében. Először 1999-ben, majd 2004-ben tette közzé a társaságirányítási alapelveket, amelyek nemzetközi méretekben viszonyítási alapként szolgálnak mind a szabályalkotók – a kormányok –, mind pedig a felhasználók – a társaságok – számára.

Figyelemmel a Winter-csoport ajánlásaira, az OECD-alapelvekre és egyéb nemzetközi ajánlásokra<sup>4</sup> a társaságirányítási jelentés tárgyát képező alapvető elemek a következőkben határozhatók meg:

- a közgyűlés működése, kizárólagos hatásköre, a részvénytulajdonosok jogai és a jogok gyakorlásának módja,
- az igazgatóság és az igazgatóság bizottságainak<sup>5</sup>, összetétele, működése és feladatai,
- a többségi részvénytulajdonosok,
- a többségi részvénytulajdonosok szavazati és ellenőrzési jogai, valamint főbb megállapodásaik,
- a többségi részvénytulajdonosok és a részvénytársaság közötti egyéb közvetlen és közvetett kapcsolatok,
- a kapcsolts felekre vonatkozó és a mérlegen kívüli lényeges gazdasági események,
- a kockázatkezelés és belsőkontroll-rendszerek főbb jellemzői,
- hivatkozás a társaság által alkalmazott nemzeti vagy egyéb társaságirányítási kódexre, illetve az azoktól történő eltérések magyarázata.

A jelentés elvi alapját tekintve két alapvető szemlélet különböztethető meg. Az egyik a leíró szemlélet,

amely megköveteli, hogy a társaság ismertesse az általa alkalmazott társaságirányítási struktúra elemeit, illetve a társaságra vonatkozó szabályozás – legtöbbször kódex szerint – az egyes elemekkel kapcsolatosan megfogalmazott elvek alkalmazását.

Jelentősen hozzájárul a társaságirányítási jelentés információtartalmának növeléséhez, ha a jelentés az előzőekben megnevezett alapvető elemek mellett a következőkre is kiterjed:

- a vállalati stratégia és megvalósításában az üzleti évben tett előrelépések ismertetése,
- az üzleti tevékenység erősségeinek ismertetése és a rendelkezésre álló erőforrások véleményezése a vállalati stratégia megvalósításához való hozzájárulás szempontjából,
- a vállalati teljesítményekben bekövetkezett lényeges változások és a változást kiváltó okok véleményezése,
- a főbb azonosított kockázatok és bizonytalanságok véleményezése,
- a kockázatok várható hatásainak kezeléséről alkotott vélemény ismertetése,
- a társaság üzleti teljesítményének növelése érdekében tett igazgatósági intézkedések ismertetése,
- a társaságnál működő audit-, javadalmazási és jelölőbizottságok tevékenységeinek ismertetése jelentéseik alapján.

A másik jelentési szemlélet a „megfelelni vagy magyarázni” (angolul: „comply or explain”) elven alapul. A „megfelelni vagy magyarázni” szemlélet lényege abban áll, hogy a társaság a rá vonatkozó társaságirányítási szabályozásnak történő megfelelést az erről szóló állítás közlésével fejezi ki. Amennyiben a megfelelés nem, vagy csak részben biztosított, vagy nem terjed ki a beszámolási időszak teljes idejére, ismertetni kell az eltéréseket és magyarázni kell az eltérések okát. A megfelelni vagy magyarázni szemlélet értelmében a kódex betartására adott válaszok értékelése a tulajdonosok feladata, az értékelés a szavazatuk kialakításának tartalmi összetevőjét kell, hogy képezze. Ez a szemlélet az európai elméleti és gyakorlati szakemberek teljes támogatását élvezi, és az EU-tagállamok képviselői konszenzusra jutottak a nemzeti szintű alkalmazásában.

Az Európai Társaságirányítási Fórum, amelynek létrehozása és működtetése szerves részét képezte az európai társaságirányítási reformnak, 2006-ban közleményben fejezte ki álláspontját a szemlélet támogatásáról<sup>6</sup>.

A Fórum álláspontja szerint e szemlélet jól illeszkedik az egyes nemzeti társaságirányítási keretrendszerekben fellelhető különbségekhez. A szemlélet alkal-

mazásában többéves gyakorlattal rendelkező országok<sup>7</sup> tapasztalatai igazolják, hogy ez a közelítésmód a jobb társaságirányítási gyakorlat irányába vezet, és hatékonyabb eszközöket nyújt a társaságirányítási gyakorlat értékeléséhez, mint a részletes, szabályalapú közelítés.

A „megfelelni vagy magyarázni” szemlélet hatékony alkalmazáshoz szükséges, hogy az egyes országok megteremtsék a megfelelő jogi vagy egyéb szabályozási alapot, a közzétett információk magas szintű átláthatóságát, és kialakítsák azt a mechanizmust, amelyen keresztül a tulajdonosok elszámoltatják az irányítással megbízottakat a szemlélet gyakorlati kivitelezése érdekében hozott döntéseikért és a jelentésük színvonaláért.

Nem ilyen egységesen pozitív a „leíró” jelentési szemlélet megítélése. A szemlélet előnyének tulajdonítható, hogy könnyen adaptálható az adott társaságra a tulajdonosok és más érdekeltek információs szükségleteinek kielégítésére. Az eddigi tapasztalatok alapján az is megállapítható, hogy ez a jelentési szemlélet nem szolgálja megfelelően a társaságirányítási állítások összehasonlíthatóságát, és nem nyújt arra lehetőséget, hogy a felhasználó megítélje a nyújtott információk teljességét. Egyet értünk azzal a széles körben elfogadott állásponttal, hogy jelentősen megnöveli a felhasználó tisztánlátását, ha a leíró ismertetést a megfelelni vagy magyarázni elven alapuló megfelelési nyilatkozat egészíti ki.

Véleményünk szerint növeli továbbá a társaságirányítási jelentés összehasonlíthatóságát a jelentés leíró részére vonatkozó egységes koncepcionális keret kidolgozása.

A legjobb gyakorlatokat felmutató országok tapasztalatait elemezve azt a következtetést vonjuk le, hogy a két szemlélet egymást kiegészítő alkalmazása vezethet a legjobb eredményre.

### Az európai uniós szabályozás

A társaságirányítási jelentés európai szintű jogi szabályozásában a 4. és 7. EK számviteli irányelvek 2006. évi módosításai kiemelkedő szerepet töltenek be.

A 4. és 7. számviteli irányelvek modernizációja szerves részét képezte az európai társaságirányítási reformnak. A 4. irányelv a meghatározott jogállású társaságok éves beszámolását, a 7. irányelv a társaságok konszolidált éves beszámolását szabályozza. A reform során született módosításokat a 2006/46/EK irányelv foglalja össze.

A modernizáció fő célja az európai társaságok által nyilvánosságra hozott pénzügyi és nem pénzügyi információk minőségének javítása, ezáltal a tulajdonosok és egyéb érdekhordozók bizalmának növelése, illetve a fentiek eredőjeként a társaságirányítás európai uni-

ós gyakorlatának fejlesztése. E cél megvalósításában kiemelkedő jelentőséggel bírnak az irányító testületi tagok kollektív felelősségének megerősítéséről, a kapcsolt felekkel folytatott tranzakciók és mérlegen kívüli megállapodások átláthatóságának növeléséről, valamint a társaság által alkalmazott társaságirányítási gyakorlat nyilvánosságra hozatalának javításáról szóló rendelkezések. Ezen cikk az utóbbi témára irányítja a figyelmet.

### A társaságirányítási jelentés előírt tartalma a 4. és 7. irányelvek módosítása alapján

A 4. irányelv 46a cikke értelmében a társaságirányítási jelentésnek legalább a következőkre kell kiterjednie.

- a) A társaságirányítási kódex megnevezése, amelynek alkalmazása vagy kötelező a társaság számára vagy saját döntése alapján alkalmazza; és/vagy a nemzeti törvényes követelményeket meghaladóan alkalmazott társaságirányítási gyakorlat ismertetése. Az alkalmazott társaságirányítási kódex, vagy az alkalmazott saját gyakorlat elérhetőségének megnevezése.
- b) A fentiekben megjelölt kódex követelményeitől való eltérések megnevezése és az eltérések indoklása, vagy amennyiben a társaság nem alkalmaz társaságirányítási kódexet, e ténynek a kijelentése és indoklása.
- c) A pénzügyi beszámolási folyamattal kapcsolatos belsőkontroll- és kockázatkezelési rendszerek fő jellemzőinek ismertetése.
- d) A cégvásárlásokról szóló uniós irányelvnek a részvénytőke-struktúrával kapcsolatos információi.<sup>8</sup>
- e) A közgyűlés lebonyolításáról és a részvénytulajdonosi jogok gyakorlásáról szóló információk, azon esetek kivételével, amikor ezek az információk teljességgel megtalálhatók a nemzeti jogszabályokban vagy rendelkezésekben.
- f) Az igazgatósági és a felügyelőbizottsági testületek és bizottságaik összetételének és működésének ismertetése.

A 7. irányelv módosulása értelmében a tőzsdei cégeknek az összevont (konszolidált) beszámoló elkészítési folyamatához kapcsolódóan ismertetni kell a csoport belsőkontroll- és kockázatkezelési rendszereinek főbb jellemzőit (36. cikk [2] bekezdése f pont).

A módosított 4. irányelv szerint a társaságirányítási jelentés elkészítése az éves pénzügyi beszámolás keretében tartozó feladat, és a jelentés az üzleti jelentés elkülönített részét képezi (46a [1] bekezdés).

A jogalkotási folyamatban komoly vitát váltott ki az a kérdés, hogy a társaságirányítási jelentés kötelezően részét képezze-e az üzleti jelentésnek. Ennek a kérdésnek főként a tagállamokban az üzleti jelentésre vonatkozó eltérő nemzeti könyvvizsgálati követelmények miatt volt nagy jelentősége.

A parlamenti viták azt eredményezték, hogy a tagállamok úgy is rendelkezhetnek, hogy a társaságok a társaságirányítási jelentést az üzleti jelentéstől elkülönítetten, önálló dokumentumként készítsék el, és azt az üzleti jelentéssel együtt a 4. irányelvben az üzleti jelentésre meghatározott módon tegyék közzé.<sup>9</sup> Abban az esetben, ha az üzleti jelentés megtalálható a társaság honlapján, akkor az abban elhelyezett utalással is megadható az információ a társaságirányítási jelentés nyilvános elérhetőségéről (4. irányelv 46a [2], 7. irányelv 36 [2]).

Az önálló dokumentumként történő közzététel nagyobb rugalmasságot biztosít a tagállamok számára, hogy a társaságirányítási jelentéssel kapcsolatos könyvvizsgálói szerepvállalást beleilleszthessék a kialakult könyvvizsgálati gyakorlatukba. A fentiekben körvonalazott irányelvi módosítások a társaságirányítási jelentés tartalmára meghatározott *minimumkövetelmények*. Az EU-tagállamok más tartalmú információk közzétételét is javasolhatnak, illetve megkövetelhetnek.

A társaságok önkéntes alapon szintén dönthetnek saját társaságirányítási rendszerük a fentiektől eltérő elemeinek közzétételéről. Növeli az átláthatóságot, ha a kötelező közzétételt meghaladóan, az előzőekben az alapvető elemeket meghaladóan javasolt információk, továbbá a társaság javadalmazási politikájának és gyakorlatának ismertetése is részét képezi a jelentésnek.

### A jog szerinti könyvvizsgáló szerepvállalása a társaságirányítási jelentéssel kapcsolatosan

Mielőtt a könyvvizsgáló feladatára térnénk, szükségesnek látjuk a pénzügyi kimutatások és az éves pénzügyi beszámoló fogalmának megkülönböztetését.

Az éves pénzügyi beszámoló (Annual Financial Report) fogalma a pénzügyi adatok mellett kiterjed a nem pénzügyi információkra is. A 4. és 7. irányelveknek és az átláthatósági követelményekről szóló 2004/109/EK irányelvnek megfelelően az éves pénzügyi beszámoló magában foglalja a könyvvizsgált pénzügyi kimutatásokat, az üzleti jelentést és a pénzügyi kimutatások készítéséért felelős személy nyilatkozatát, hogy a kimutatások az alkalmazandó számviteli törvénynek vagy standardoknak megfelelően készültek el és biztosítják a megbízható és valós kép tükrözését. A pénzügyi kimutatásokról szóló könyvvizsgálói jelentést az éves pénzügyi beszámolóval együtt kell közzétenni.

A nemzetközi szabályozások és gyakorlatok értelmében a pénzügyi kimutatások (Financial Statements) alatt a mérleget, az eredménykimutatást, a cash-flow kimutatást és a kiegészítő megjegyzéseket értjük. A magyar gyakorlatban a számviteli törvénynek megfelelően a pénzügyi kimutatások kifejezés helyett a beszámoló fogalmát használjuk. A cikkben a nemzetközi értelmezés szerinti szóhasználatot követjük.

A 4. és 7. irányelv értelmében az éves pénzügyi beszámoló egyes részeinek vizsgálata eltérő követelményt támaszt a könyvvizsgálóval szemben. A 4. irányelv 51. cikke a pénzügyi kimutatások teljes könyvvizsgálatát írja elő, míg az üzleti jelentés esetében az üzleti jelentés és ugyanazon év pénzügyi kimutatásai közötti összhang vizsgálata jelenti a könyvvizsgáló feladatát a jog szerinti könyvvizsgálat során. Ugyanezeket a követelményeket fogalmazza meg a könyvvizsgálóval szemben a könyvvizsgálói jelentésről szóló ISA700. sz. nemzetközi könyvvizsgálati standard<sup>10</sup>.

A hatályos 4. és 7. irányelvek speciális szerepet határoznak meg a jog szerinti könyvvizsgáló számára a társaságirányítási jelentés vonatkozásában. Ez a szerep attól függően eltérő, hogy a társaságirányítási jelentés részét képezi-e az üzleti jelentésnek, és ezáltal az éves pénzügyi beszámoló, vagy önálló dokumentumról van szó. Ha a jelentés részét képezi az üzleti jelentésnek, akkor a teljes üzleti jelentés és a pénzügyi kimutatások közötti összhang vizsgálata jelenti a jog szerinti könyvvizsgáló feladatát.

Amennyiben a társaságirányítási jelentés önálló dokumentum, a jog szerinti könyvvizsgáló felelőssége a pénzügyi kimutatásokkal való összhang vizsgálatánál a társaságirányítási jelentés két pontjára, a pénzügyi beszámolási folyamattal kapcsolatos belsőkontroll- és kockázatkezelési rendszerek főbb jellemzőinek ismertetésére és a cégvásárlásokról szóló EU-irányelv által megkövetelt információkra terjed ki. A jelentés egyéb pontjaival kapcsolatosan a jog szerinti könyvvizsgálóval szembeni követelmény, hogy ellenőrizze a pontokra adott válaszok meglétét (4. irányelv 46a cikk [2] bekezdés). Az utóbbiak a jog szerinti könyvvizsgálóval szemben az EU-jog alapján elvárt *minimális követelményeket* tükrözik. A tagállamok a nemzeti szabályozásukban a fentieknél szigorúbb követelményeket is meghatározhatnak.

Az európai gyakorlatban az elmúlt évtizedek során eltérően alakult az egyes tagállamokban a könyvvizsgáló szerepvállalása az üzleti jelentéssel kapcsolatosan. Néhány tagállam jóval tovább ment, mint az irányelvek ez irányú követelménye, és teljes könyvvizsgálat tárgyává tette az üzleti jelentést. Ilyen államok Dánia, Németország, Finnország, Svédország és a zártkörű társaságoknál Olaszország (FEE, 2000).

Ezekben az országokban, amennyiben a nemzeti szabályozás szerint a társaságirányítási jelentés részét képezi az üzleti jelentésnek, a társaságirányítási jelentésre teljes könyvvizsgálati követelmény vonatkozik. Amennyiben a jelentést önálló dokumentumként kezelik, akkor is valószínű a könyvvizsgálótól elvárt magasabb teljesítmény, mivel az üzleti jelentés könyvvizsgálata során szerzett többletinformáció birtokában a könyvvizsgáló nagyobb eséllyel rendelkezik, hogy felfedje a hiányosságokat a társaságirányítási jelentésben.

### **A 2007–2008. évi FEE-felmérés tapasztalatai – Az előrelépés dilemmái**

2007–2008-ban a FEE felmérést folytatott a tagállamok körében. A felmérés célja a tagállamok által alkalmazott társaságirányítási kódex közös elemeinek megállapítása, valamint a jog szerinti könyvvizsgáló szerepvállalásának értékelése (FEE, 2009).

Az első kérdéskörre adott válaszok alapján megállapítható, hogy az eltérő jogi rendszerek, intézményi keretek és hagyományok ellenére jelentős konvergenciát mutatnak a társaságirányítási kódexekben foglalt elemek. A második kérdéskörre adott válaszok vizsgálata alapján megállapítható, hogy számos tagországban a könyvvizsgáló szerepvállalása a nemzeti szabályozások alapján jóval meghaladja a 4. és 7. irányelv követelményeit.

Vegyük Németország példáját. Németországban 2008-ig a tőzsdei vállalatok esetében az igazgatóság és a felügyelőbizottság tagjainak az éves pénzügyi beszámoló részét képező ún. megfelelési nyilatkozatban („glossy” report) kellett kifejeznie a Kódexnek való megfelelést vagy magyarázni az eltéréseket. A nyilatkozat maga nem képezte részét sem a pénzügyi kimutatásoknak, sem az üzleti jelentésnek, és nem volt tárgya a jog szerinti könyvvizsgálatnak. A jog szerinti könyvvizsgálat szerepe arra szorítkozott, hogy a könyvvizsgáló a jelentésében igazolta a megfelelési nyilatkozat fizikai meglétét és annak elérhetőségét az érdekeltek számára.

A 2009-től bevezetett jogszabály kibővítette a jelentés tartalmát a megfelelni vagy magyarázni szemlélet alkalmazására és az EK-irányelvnek megfelelő egyéb információkra vonatkozó követelményekkel. A társaságok dönthetnek, hogy a jelentést önálló dokumentumként, vagy az üzleti jelentés részeként készítik el. A Német Kereskedelmi Törvény értelmében a cégvásárlásról és a pénzügyi beszámolási folyamattal kapcsolatos belsőkontroll- és kockázatkezelési rendszerek fő jellemzőiről szóló információk az üzleti jelentés,

vagy a kiegészítő melléklet részét kell, hogy képezzék. Ily módon ezek az információk a teljes könyvvizsgálat tárgyát képezik. Ugyanez vonatkozik az igazgatóság és a felügyelőbizottság összetételére, amelyről szóló információk a kiegészítő mellékletben megjelennek.

Dániában jogszabályváltozás következtében a 2008. szeptember 1. után kezdődő üzleti évekre vonatkozóan már nem áll fenn az üzleti jelentés teljes könyvvizsgálati követelménye és a társaságok itt is választhatnak a társaságirányítási jelentés közzétételének módjáról.

A pénzügyi beszámolási folyamattal kapcsolatos belsőkontroll- és kockázatkezelési rendszerek fő jellemzőinek megfeleléségéről szóló auditvélemény azonban a társaság honlapján történő közzétételi mód esetén is, részét képezi a pénzügyi kimutatásokról szóló auditjelentésnek.

Az FEE-felmérés tapasztalatai szerint megállapítható továbbá, hogy a társaságirányítási jelentéssel kapcsolatos könyvvizsgálói közreműködés változatos képet mutat a tagállamokban, és számos vitatott kérdés övezi a témát. Ilyenek például a következők:

- Milyen szintű bizonyosságot kell nyújtani a jog szerinti könyvvizsgálónak a társaságirányítási jelentéshez, vagy annak egyes állításaihoz?
- Milyen formában jelentsen a könyvvizsgáló a társaságirányítási állításokról?
- Nem teremt-e ez a feladat egy újabb ellentmondást a könyvvizsgálóval szembeni elvárások és azok teljesíthetősége között, nem növeli-e az úgynevezett elvárási rést?
- Vajon a jog szerinti könyvvizsgáló rendelkezik-e megfelelő képzettséggel, tudással és tapasztalattal a feladat elvégzéséhez?

A fenti kérdésekről a szakma által általánosan elfogadott válaszokkal még nem rendelkezünk. Nincs kialakult álláspont arról, hogy a könyvvizsgáló milyen fokú bizonyosságot nyújtson, ha nyújthat egyáltalán bizonyosságot a társaságirányítási jelentéssel vagy annak egyes állításaival kapcsolatban.<sup>11</sup>

### **Mérlegelendő tényezők a könyvvizsgálói szerepvállaláshoz**

A jelentés egyes állításai jelentősen eltérő típusú információkat tartalmaznak. Vizsgáljuk meg azokat a főbb tényezőket, amelyek figyelembevételére irányít mutatókat az információk e vonatkozású megkülönböztetéséhez.

Az európai legjobb gyakorlatok tanulmányozása alapján a következő szempontok figyelembevételét tartjuk kiemelten fontosnak. Az egyik szempont annak vizsgálata, hogy vajon objektív vagy szubjektív állításról van-e szó. A jelentés bizonyos állításai szubjektívek, amelyek igazolására valószínűen nem képes a könyvvizsgáló. Ilyenek pl. a jövőbeli vagy stratégiai információk. Az említett esetben nagy a valószínűsége annak, hogy a könyvvizsgáló nem rendelkezik a bizonyosság nyújtásához szükséges megfelelő kritériumokkal. A bizonyossági megbízások nemzetközi keretelvi értelmében a bizonyosság nyújtásához azok a kritériumok megfelelőek, amelyek rendelkeznek a relevancia, a teljesség, a megbízhatóság, a semlegesség és az érthetőség minőségi jellemzőkkel (IAASB,<sup>12</sup> 2007, Paragraph 36). A fentiek alapján nagy valószínűséggel állíthatjuk, hogy a könyvvizsgáló nem képes véleményt formálni a társaság stratégiájának megfelelőségéről.

Nagymértékben támogatja egy adott társaságirányítási állítás objektív megítélhetőségét, ha az állítás egy általánosan elismert keretrendszerre épül. Ez az eset áll fenn pl. a belsőkontroll-rendszerek hatékonyságáról tett állítások esetében, mivel rendelkezésre áll a nemzetközileg elfogadott COSO-ERM<sup>13</sup> keretrendszer.

A bizonyosságnövelés költség-hatékonysága szintén fontos mérlegelendő tényező. Valószínű, hogy költség-hatékonyabb lesz az auditor bevonása a vizsgálatba a széles értelemben vett, operatív, megfelelési és pénzügyi kontrollokra kiterjedő hatékonysági vizsgálathoz képest, amennyiben a pénzügyi beszámolóhoz kapcsolódó belső kontrollokra szűkítjük le a vizsgálatot. Az utóbbi esetben az auditornak ugyanis a vizsgálatok egy részét a pénzügyi kimutatások könyvvizsgálatához is teljesítenie kell<sup>14</sup>.

Az adatok hozzáférhetősége is befolyásoló szempont. A legtöbb országban a kódex magában foglalja a közgyűlésre vonatkozó értesítések kiküldésének a közgyűlést megelőzően minimális idejével kapcsolatos elvárását. A periódus betartását a rendelkezésükre álló információk alapján a tulajdonosok ugyanúgy tudják ellenőrizni, mint a könyvvizsgáló. Ésszerűbb, ha közvetlenül ők teljesítik ezt a feladatot.

Végül fontosnak vélem azon szempont figyelembevételét, hogy vajon mennyire esik közel az alkalmazandó könyvvizsgálati eljárás a pénzügyi kimutatások vizsgálatánál általánosan alkalmazott módszerekhez. Minél nagyobb az átfedés, annál nagyobb a valószínűsége, hogy a könyvvizsgáló bevonása hozzáadott értéket teremt. Ilyen terület lehet az igazgatók javadalmazásáról szóló közzétételek vizsgálata, különös tekintettel a beszámolási időszaki tényleges javadalmazásokra. Ez utóbbi terület vizsgálatánál az auditor használhatja

a pénzügyi kimutatásoknál is alkalmazott teszteléseket. A jövőre vonatkozó javadalmazási politikák megítélése viszont más természetű feladatot jelent, amelynek teljesítésére valószínűen nem a könyvvizsgáló a legalkalmasabb személy.

A könyvvizsgáló szerepvállalását elősegíti a vizsgált szakterület szükséges jogi és egyéb szabályozásainak megteremtése, és a könyvvizsgáló munkáját módszertanilag támogató speciális standardok és útmutatók kidolgozása és folyamatos fejlesztése.

A könyvvizsgáló ezen szerepvállalása az ún. egyéb bizonyosságot nyújtó könyvvizsgálói megbízásokhoz tartozik. Ilyenek még a környezetvédelemre, a fenntarthatóságra, az információs és a belsőkontroll-rendszerekre vonatkozó megbízások. A fenti feladatok elvégzéséhez általános útmutatóként szolgálhat az IAASB által 2004-ben kibocsátott, a múltbeli pénzügyi információkon kívüli egyéb megbízásokkal kapcsolatos bizonyosság nyújtásáról szóló nemzetközi könyvvizsgálati standard (ISAE, 3000). A bizonyosságot nyújtó megbízásokra vonatkozó IAASB-keretelvek szintén rendelkezésre állnak.

Módszertani szempontból jelentős munkát igényel a társaságirányítási állításokkal kapcsolatos könyvvizsgálói bizonyossági feladatoknak az IAASB-keretelveknek történő megfeleltetése és az ISAE 3000 útmutatásainak a társaságirányítási állításhoz nyújtott bizonyosság megszerzéséhez történő konkrét alkalmazása, ami a pénzügyi kimutatások könyvvizsgálatától eltérő, sajátos könyvvizsgálati eljárások kidolgozását jelenti.

Jelenleg nem elérhető olyan nemzetközi standard, továbbá útmutató, amely a társaságirányítási jelentés vonatkozásában átfogó szabályozást vagy útmutatót nyújtana a könyvvizsgálónak a társaságirányítási jelentéssel kapcsolatos feladatainak teljesítéséhez. Szükségesnek véljük a társaságirányítási állításokhoz kapcsolódó könyvvizsgálói bizonyosság nyújtását elősegítő nemzetközi standard vagy útmutató kidolgozását.

Nemzeti szinten léteznek ilyen standardok vagy útmutatók. Németországban például már kidolgozták a Német Társaságirányítási Kódexnek a jog szerinti könyvvizsgálatra gyakorolt hatásáról szóló könyvvizsgálati standardot. Az Egyesült Királyságban a könyvvizsgálót útmutató segíti az Egyesített Kódex kiválasztott cikkeivel kapcsolatos feladatai megoldásában. A tagállamok többségében azonban jelentős előrelépésre van szükség a fenti területeken. Ehhez az evolúciós szemlélet látszik a legmegfelelőbbnek.

Az evolúciós szemlélet értelmében az egyes társaságirányítási állítások objektív megítélését elősegítő

kritériumok és módszertani útmutatások kifejlesztésével párhuzamosan vállal a könyvvizsgáló egyre nagyobb szerepet és felelősséget a társaságirányítási állításokhoz nyújtott bizonyosság tekintetében.

Az Egyesült Királyságban kialakult gyakorlat előremutató szerepet tölt be az Európai Unióban. Ennek értékelése és a tapasztalatok levonása hozzájárul az európai legjobb gyakorlatok kialakításához és fejlesztéséhez. A következők a fenti gyakorlatba nyújtanak rövid betekintést.

## **Társaságirányítási jelentés az Egyesült Királyságban – könyvvizsgálói közreműködés**

Az Egyesült Királyságban a társaságirányítás szabályozási hátterét tekintve a Pénzügyi Beszámolási Tanács (FRC) által kibocsátott Társaságirányítási Egyesített Kódex (Kódex),<sup>15</sup> a Pénzügyi Szolgáltatások Felügyelete (FSA) által kibocsátott szabályzatok (Tőzdeszabályzat, Közzétételi és Átláthatósági Szabályzat), valamint a 2006. évi társasági törvény töltenek be kiemelkedő szerepet. Jelen cikkben a Kódexre és a Tőzdeszabályzatra irányítjuk a figyelmünket.

### ***A társaságirányítási kódex***

A Kódex cikkei minden tőzsdei társaságra vonatkoznak,<sup>16</sup> de a Kódex előírásainak való megfelelés nem kötelező jellegű. A Tőzdeszabályzat viszont előírja a megfelelésről szóló jelentés nyilvánosságra hozását. Abban az esetben, ha a társaság arról tájékoztat jelentésében, hogy nem felelt meg a Kódex bizonyos pontjainak, nem kell számolnia szankcióval, azon túl, hogy a jelentést nyilvánosságra kell hoznia.

A Kódex első része a társaságirányítási struktúra legfontosabb elemeinek fő és támogató elveit tartalmazza, és magába foglalja az egyes elemekkel kapcsolatos követelmények cikkek formájában történő megfogalmazását. A második rész az intézményi részvénytulajdonosokkal kapcsolatban megfogalmazott követelményeket fejt ki fő és támogató elvek formájában. A Kódex függelékként tartalmazza a teljesítményértékelésen alapuló javadalmazás tervezésének szabályait, a független igazgatók kötelezettségeiről szóló útmutatót és a társaságirányítási közzétételi követelményeket.

### ***A Tőzdeszabályzat követelményei a tőzsdei társaságokkal szemben***

A Tőzdeszabályzat szerint a társaságoknak az éves pénzügyi beszámolás keretében az üzleti jelentés részeként társaságirányítási jelentést kell készíteniük. A jelentés első részében ismertetniük kell, hogy az

Egyesített Kódexben meghatározott fő elveket hogyan alkalmazta a beszámolási időszakban a társaság. Ezáltal biztosítják a lehetőséget a tulajdonosok és egyéb érdekhordozók részére, hogy értékelhessék az elvek konkrét alkalmazását.

A társaságirányítási jelentés második részének tartalmaznia kell azt az állítást, amely szerint a társaság a beszámolási időszakban megfelelt a Kódex első részében meghatározott cikkeknek. Amennyiben nem felelt meg minden említett cikk követelményének, vagy nem alkalmazta azokat a beszámolási időszak teljes tartamában, meg kell jelölni azokat a cikkeket, amelyek esetében eltért a követelményektől. E cikkek esetében ismertetni kell az eltéréseket, és meg kell magyarázni az eltérések okát.

A Tőzdeszabályzat szerint az igazgatóknak a jelentésben nyilatkozniuk kell a vállalkozás folytatása elvének érvényesüléséről.<sup>17</sup> A vállalkozás folytatásának elve a pénzügyi kimutatások összeállításának alapvető számviteli elvét képezi („Going Concern”). A beszámoló elkészítésekor abból a feltételezésből kell kiindulni, hogy a gazdálkodó a belátható jövőben fenn tudja tartani működését, folytatni tudja tevékenységét, nem várható a működés beszüntetése vagy bármilyen okból történő jelentős csökkenése. A gazdasági válság körülményei között a vállalkozás folytatásának elve és a fizetéképtelenség kockázata még fokozottabb jelentőséget nyer. Az Egyesült Királyságban az FRC 2009-ben külön útmutatót bocsátott ki az igazgatók számára az értékelés elvégzéséhez (FRC, 2009). Az állítást érvekkel kell alátámasztani, vagy szükség esetén ki kell fejteni az elvet negatívan érintő tényezőket.

A társaságirányítási jelentésnek tartalmaznia kell továbbá az igazgatósági testület és a felső vezetők munkájának javadalmazásával kapcsolatos irányelvek és gyakorlat ismertetését. Az alábbiakban a javadalmazási gyakorlat ismertetésére vonatkozó követelmények közül azok kiemelése látható, amelyekkel kapcsolatosan könyvvizsgálói kötelezettség is felmerül. Ilyenek:

- A vizsgált időszakra vonatkozó javadalmazás minden elemének összegszerű meghatározása és a részvényopcióban történő díjazás ismertetése név szerinti bontásban.
- A részvényopción kívüli, hosszú távú ösztönzési rendszer részleteinek ismertetése név szerint.
- A nyugdíjjavadalmazási megállapodás értelmében az igazgatók számára a vizsgált időszakban teljesített kifizetések és vállalt kötelezettségek részleteinek ismertetése név szerint.

### **A könyvvizsgálóval szembeni követelmények**

A Tőzsdeszabályzat értelmében a tőzsdei társaságoknak biztosítaniuk kell, hogy a társaságirányítási egyes elemeit a könyvvizsgáló a nyilvánosságra hozatalt megelőzően felülvizsgálja.

A Könyvvizsgálati Gyakorlati Bizottság (APB) útmutatást nyújt az auditorok számára az FRC, FSA szabályozások és a 2006. évi társasági törvény értelmében a társaságirányítási állítások vizsgálatával kapcsolatosan meghatározott feladataik ellátásához (The Auditing Practice Board, 2009). E cikk a Tőzsdeszabályzat által meghatározott könyvvizsgálói feladatokra szorítkozik. Az igazgatóknak a vállalkozás folytatásának elvéről szóló nyilatkozatával kapcsolatosan a könyvvizsgáló megvizsgálja, hogy fennáll-e a megfelelés a pénzügyi kimutatások könyvvizsgálata során szerzett ismeret és az igazgatósági nyilatkozat tartalma között. A megfelelés hiánya esetén a könyvvizsgáló mérlegeli ennek a ténynek a könyvvizsgálói véleményben történő kifejezésre juttatását. Amennyiben a közlés szükségessége mellett dönt, megjegyzését a vélemény egyéb megjegyzések részében jeleníti meg.

A társaságirányítási elvek alkalmazásáról szóló állítások esetében a könyvvizsgáló feladata és felelőssége a pénzügyi kimutatásokkal való összhang megítélésére terjed ki.

A Kódex cikkeit illetően a Tőzsdeszabályzat kilenc cikkel (C1.1, C2.1, C3.1, C3.2, C3.3, C3.4, C3.5, C3.6 és C3.7) kapcsolatosan ír elő könyvvizsgálói közreműködést. A cikkek tartalma az 1. sz. mellékletben látható.

Az említett cikkek alapján tett igazgatói állításokat a Kódexnek történő megfelelési szempontból vizsgálja a könyvvizsgáló, és a kivételek elve alapján jelent róla. Amennyiben a megfelelés nem biztosított, és a társaság nem pótolta a hiányokat a könyvvizsgáló meglegedésére, a könyvvizsgálónak a megfelelés hiányát a pénzügyi kimutatásokról szóló jelentésében a vélemény rész egyéb megjegyzéseként rögzítenie kell. A könyvvizsgálónak azt kell ellenőriznie, hogy az adott válaszok megfelelnek-e a cikkek követelményeinek. Az nem képezi feladatát, hogy felülvizsgálja, értékeli, vagy megjegyzést fűzzön a társaság azon döntéséhez, hogy eltér a Kódex bizonyos cikkétől. A tulajdonosok és más érdekhordozók feladatát képezi, hogy értékeljék az eltéréseket és az eltérésekre adott magyarázatokat.

A tőzsdei társaságokkal szembeni követelmények bemutatásánál kiemeltük a javadalmazási gyakorlat ismertetésével kapcsolatos azon követelményeket, amelyek teljesülését a Tőzsdeszabályzat értelmében vizsgálnia kell a könyvvizsgálónak. Amennyiben az ott említett követelmények bármelyike esetében hiányzik a megfelelés, a könyvvizsgáló ezen meg-

jegyzése részét kell, hogy képezze a pénzügyi kimutatásokról szóló jelentése véleményszakaszának. A javadalmazással kapcsolatos egyéb követelmények alapján tett vezetői állítások esetében a pénzügyi kimutatásokkal való összhang megítélése képezi a könyvvizsgáló feladatát.

### **A társaságirányítási jelentés magyar gyakorlata**

#### **Szabályozási keret**

A társaságirányítás kérdéseit legátfogóbban a gazdasági társaságokról szóló 2006. évi IV. törvény (Gt.) és a felelős társaságirányítási ajánlások szabályozzák. A téma pénzügyi beszámolási és könyvvizsgálati kérdéseit illetően a számvitelről és a könyvvizgálatról szóló törvények jelentik a jogszabályi hátteret.

A Gt. 312. § értelmében az igazgatóság felelőségét képezi, hogy nyilvános részvénytársaságok esetében a számviteli törvény szerinti beszámolóval együtt terjessze elő a felelős társaságirányítási jelentést az éves rendes közgyűlésen. Amennyiben a társaságnál felügyelőbizottság működik, jóváhagyásával kell a jelentést a közgyűlés elé terjeszteni. A felelős társaságirányítási jelentés tartalmát a törvény a következőkben határozza meg: „A jelentésben az igazgatóság összefoglalja a részvénytársaság által az előző üzleti évben követett felelős társaságirányítási gyakorlatot és nyilatkozik arról, hogy milyen eltérésekkel alkalmazta a Budapesti Értéktőzsde felelős társaságirányítási ajánlásait.”

A Budapesti Értéktőzsde Részvénytársaság (BÉT) a tőzsdei társaságok számára 2004-ben közzé tette a „Felelős vállalatirányítási ajánlások”-at. Az átdolgozott és kibővített Felelős társaságirányítási ajánlások 2008. május 16-tól léptek hatályba (BÉT, 2008).

Az Ajánlások betartása, a nemzetközi gyakorlathoz hasonlóan, nem kötelező a tőzsdei társaságok számára, azok az ajánlott követendő gyakorlatra tesznek javaslatot. A tőzsdei szabályzatban rögzített kötelezettséggé annak a tájékoztatásnak és nyilatkozatnak elkészítése és közzététele válik, amelyben a tőzsdei vállalatok bemutatják a saját irányítási gyakorlatukat, és összevetik azt az ajánlásokkal.

Mivel a 2004. évi Ajánlások a közzétételre vonatkozóan teljességgel nélkülözték a leíró szemléletet, ily módon a 2006–2007. években a tőzsdei vállalatok nem teljesítették a Gt. vonatkozó paragrafusát. A néhány pontos igen-nem válasza és az eltérések, sokszor

formális és ellentmondásos, magyarázatára szorítókozó nyilatkozat messze esett a 4. és 7. irányelvek 2006. évi változásaiban a jelentéssel szemben megfogalmazott követelményektől.<sup>18</sup>

A 2008. évi Ajánlások, különösen a felelős társaságirányítási jelentés tartalmára meghatározott követelmények, jelentős előrelépést jelentettek a fentiek tekintetében.

A számviteli törvény (Sztv.) 2008. évi változásai a társaságirányítási jelentés tartalma vonatkozásában teljesítették a 4. és 7. számú irányelv minimumkövetelményeit. Az Sztv. szerint a vállalkozónak a társaságirányítási nyilatkozatát az üzleti jelentésében kell közzétennie. A jogszabályi követelményeken túlmenően alkalmazott vállalatirányítási gyakorlatának bemutatása tekintetében a társaság döntésétől függően az üzleti jelentésben történő elhelyezésen kívül más módon is biztosíthatja a hozzáférhetőséget a nyilvánosság számára (pl. a társaság honlapján).

Az Sztv. azáltal, hogy a társaságirányítási nyilatkozatot az üzleti jelentés részeként határozza meg, a jog szerinti könyvvizsgáló feladatát a nyilatkozat és a pénzügyi kimutatások közötti összhang vizsgálatában jelöli meg. A jogszabályi követelményeken túlmenően ismertetett gyakorlattal kapcsolatosan a Sztv. nem határoz meg könyvvizsgálói feladatot.

### ***A magyar és az egyesült királysági eredmények összevetése néhány kiemelt ponton***

Elvégeztük az előzőekben áttekintett egyesült királysági 2008. évi Egyesített Kódex azon cikkeinek a Gt. és az Sztv. paragrafusaiival, valamint a Felelős társaságirányítási ajánlások tartalmilag megfelelő pontjaival való összehasonlítását, amelyek esetében az Egyesült Királyság Tőzsdei Szabályzata előírja a közzététel előtti könyvvizsgálói közreműködést. Az összehasonlítás az 1. mellékletben látható.

Az összehasonlítás célja, hogy a könyvvizsgálati szempontból kiemelt cikkek esetében rámutassunk a magyar szabályozástól való eltérésekre. Az így szerzett tapasztalatok e körülhatárolt, de jelentőségében kiemelt, társaságirányítási területen hozzájárulhatnak a legjobb gyakorlathoz való közeledéshez. Az összehasonlítás alapján a következő megállapításokat tesszük:

A tulajdonosok felé történő széles körű elszámoltatási célkitűzés támogatása érdekében az Egyesített Kódex követelménye szerint az üzleti jelentésben az igazgatóságnak ki kell fejeznie felelősségét a pénzügyi

kimutatások elkészítéséért, valamint meg kell jelennie egy állításnak, amelyben a könyvvizsgáló kifejezi a saját jelentési kötelezettségét (C1.1 cikk).

A 4. és 7. irányelvek 2006. évi változásai a pénzügyi és egyéb beszámolás minőségének emelése céljából meghatározták az irányító testületi tagok egyetemleges felelősségét a pénzügyi kimutatások elkészítéséért és közzétételéért. Ezen felelősségnek a társaságirányítási jelentésben történő kifejezése azonban nem jelenik meg követelményként az irányelvekben, és az irányelvek fenti követelményeit adaptáló Sztv-ben sem.<sup>19</sup> A felelősség meghatározása a szabályozásban jelentős előrelépést jelent a társaságirányítási szemszögéből, de a jelentésben történő kinyilvánítása még inkább alátámasztja a vállalat első embereinek elszámoltathatóságát.

Az Egyesült Királyságban a kódex másik, a számvitelhez szorosan kötődő követelménye a vállalkozás folytatása elv értékelése (C12). Az ottani gyakorlatban ez az elv a kódexen kívül a számviteli standardok, a társasági törvény és a tőzsdeszabályzat fontos elemét képezi. 2009-ben az igazgatók számára az FRC által kibocsátott útmutató szintetizálja a fent említett szabályozások fenti elvvel kapcsolatos követelményeit, és jelentős segítséget nyújt az igazgatóknak az értékelés elvégzéséhez. A magyar jogi és egyéb szabályozásokban nem jelenik meg az igazgatósággal szemben a vállalkozás folytatása elv érvényesüléséről, illetve az érvényesülést negatívan érintő tényezőkről történő igazgatói nyilatkozat iránti követelmény. Maga az alapelv természetesen az Sztv. alapvető elvét képezi.

Hazánkban az utóbbi évtizedekben a számvittel kapcsolatos szemlélet jelentős, pozitív irányú változása következett be, de még mindig sokan úgy vélekednek, hogy a pénzügyi beszámolás készítésének alapvető elve csak a pénzügyi-számviteli vezető figyelmébe tartozik. Holott az igazgatóknak a vállalkozásfolytatás elv és a hozzá kapcsolódó likviditási kockázat értékeléséről tett megfelelő közzététele a vállalkozás létehez kapcsolódik, amely a piac minden szereplőjét érinti. Az is megállapítható, hogy az igazgatók fenti feladatait segítő, útmutatók kidolgozását a széles értelemben vett számviteli szakma adósságai között kell számon tartani.

A társaságirányítási jelentés és a számviteli beszámoló készítésének közelítésével kapcsolatosan megjegyezzük, hogy a jelenlegi tőzsdei és számviteli szabályozás eltérő határidőt határoz meg a társaságirányítási jelentés és a számviteli beszámoló közzétételére. Véleményem szerint az azonos közzétételi határidő jobban elősegítené, hogy a társaságirányítási jelentés szerves részét képezze a pénzügyi beszámolás teljes folyamatának.

Az összehasonlításban szereplő egyéb kódexcikkek az auditbizottsággal, illetve annak feladataival kap-

csolatosak. Ezen a területen a Gt. és a 2008. évi BÉT-ajánlások hatályba lépésével jelentős előrelépés történt. A tőzsdei társaságok társaságirányításról szóló jelentéseit tanulmányozva azonban megállapítható, hogy a megfelelni vagy magyarázni elv alkalmazásában további jelentős előrelépésre van szükség.<sup>20</sup>

## Összefoglaló megállapítások

A nemzetközi tapasztalatok tanulmányozása alapján levonható a következtetés, amely szerint a nemzeti társaságirányítási kódexek és a társaságirányítással kapcsolatos közzétételi követelmények színvonala lényeges hatást gyakorol a társaságirányítás nemzeti fejlődésére.

A társaságok részéről pedig egy olyan irányítási szemléletre van szükség, amelyben a Kódex cikkeinek történő egyszerű megfeleléssel szemben egyre nagyobb figyelmet fordítanak a legjobb gyakorlat megvalósítására.

A társaságirányítási jelentés bevezetése a társaságok által közzétett adatok tartalmának bővítésén keresztül növeli a társaságok működésének átláthatóságát, és kiterjeszti az irányítással megbízottaknak a tulajdonosok felé történő elszámoltathatóságát.

A jelentés segíti a társaság üzleti tevékenységének, a társasági politikának és teljesítményeknek a környezeti és etikai standardok tükrében történő megmértetését.

A jelentés elvi alapjaként a leíró és a „megfelelni vagy magyarázni” szemléletek egymást kiegészítő alkalmazását emelem ki. A jelentés leíró részére vonatkozóan fontos közösségi szintű feladatnak vélem az egységes koncepcionális keret kidolgozását, a „megfelelni vagy magyarázni” elvet illetően pedig a megfelelő iránymutatás nyújtását az egységesen támogatott elv nemzeti alkalmazásához.

A jelentéssel kapcsolatos könyvvizsgálói szerepvállalás a társaságirányítási állítások objektív megítélését elősegítő kritériumok megteremtésével és a könyvvizsgáló munkáját módszertanilag támogató speciális standardok és útmutatók kidolgozásával fokozatosan bővíthető. Arra a kérdésre, hogy milyen szintű bizonyosságot nyújthat a könyvvizsgáló, nem létezik általános érvényű, helyes válasz. A konkrét szerepvállalás mindig a vizsgálandó társaságirányítási információ természetétől függ.

A vállalati bukások és a gazdasági válság tapasztalatai megerősítették, hogy a jó társaságirányítás lényegét az elvek alkotják, az etikai elveket is beleértve és hangsúlyozva. A társaságoknak az irányítási gyakorlatuk formálásánál és a társaságirányítási jelentésük elkészítésénél a ódex cikkek által közvetíteni kívánt elvekre, a cikkek szellemére, nem a betűjére kell fókuszálniuk. Az utóbbi követelmény vonatkozik a könyvvizsgálóra is, aki a jelentést felülvizsgálja.

## Lábjegyzet

- <sup>1</sup> A nemzetközi gyakorlatban az irányító testület jelentése az alkalmazott irányítási modell típusától függően eltérést mutat. Az angolszász gyakorlatra jellemző egyszintű (egységes) irányítási modell alkalmazása esetén az igazgatósági testület látja el az irányítási feladatokat. Kétszintű irányítási modell esetén az igazgatóság és a felügyelő bizottság együtt tölti be az irányítással megbízottak funkcióit. Az utóbbi modell használata a kontinentális európai országokra, pl. Németország, Ausztria, Svájc, Magyarország és mások gyakorlatát jellemzi.
- <sup>2</sup> Jaap Winter töltötte be a szakértői bizottság elnöki tisztségét.
- <sup>3</sup> Federation des Expert Comptables Européens – Federation of European Accountants.
- <sup>4</sup> Ilyenek: ICGN Globális Társaságirányítási alapelvek (ICGN: Nemzetközi Társaságirányítási Hálózat); Brit Nemzetközösségi Társaságirányítási Irányelvek.
- <sup>5</sup> A nemzetközi gyakorlatot alapul véve az igazgatósági testületek leggyakrabban alkalmazott bizottságait az audit-, a javadalmazási és a jelölőbizottságok jelentik. Az európai szabályozás értelmében az auditbizottság tagjai választhatók akár az igazgatóság, akár a felügyelő bizottság tagjaiból.
- <sup>6</sup> Statement of the European Corporate Governance Forum on The comply -or- explain principle (22/02/2006).
- <sup>7</sup> Ilyen országok pl.: Egyesült Királyság, Írország és Hollandia.
- <sup>8</sup> A 2004/25/EK irányelv 10. cikk (1) bekezdésének c), d), f), h) és i), pontjai magukba foglalják a jelentős közvetlen és közvetett részvénytulajdonlás és a különleges ellenőrzési jogok ismertetését. Közölni kell a szavazási jogok esetleges korlátozását, amely esetekben a részvényekhez kapcsolódó pénzügyi jogosultság elválik a részvénytulajdonos személyétől, az igazgatósági tagok megválasztásának és felmentésének szabályait és a társasági szerződés módosítását, valamint az igazgatósági tagok felhatalmazását, különösen, ha az a részvények kibocsátására, illetve visszavásárlására is kiterjed.
- <sup>9</sup> A 47. cikk értelmében a tagállamok törvényei határozhatják meg az üzleti jelentés közzétételének módját.
- <sup>10</sup> ISA: International Standard on Auditing.
- <sup>11</sup> A könyvvizsgálati standardok értelmében különbséget teszünk a kellő és a korlátozott bizonyosságot nyújtó megbízások között. A könyvvizsgálói jelentés szövegezését illetően az előbbit a pozitív kifejezési formában, az utóbbit a negatív kifejezési formában megfogalmazott következtetés jellemzi.
- <sup>12</sup> Nemzetközi Könyvvizsgálati és Bizonyossági Standard Bizottság.
- <sup>13</sup> Committee of Sponsoring Organisations – Enterprise Risk Management.
- <sup>14</sup> Bővebb kifejtés: Bordáné Rabóczki Mária, 2008.
- <sup>15</sup> Hatályban van: FRC, 2008: The Combined Code on Corporate Governance, June. Az újabb átdolgozott változat megjelenését 2010-re tervezik.
- <sup>16</sup> Bizonyos cikkek esetében felmentést nyújtanak azoknak a tőzsdén jegyzett vállalatoknak, amelyek nem tartoznak a 350 legnagyobb tőzsdei vállalat körébe (FTSE 350). Ezek a vállalatok saját belátásuk szerint dönthetnek, hogy esetükben milyen jelentőséggel bír az adott cikk alkalmazása. A 350 legnagyobb vállalat adja a londoni tőzsdei vállalatok piaci értékének 95%-át.
- <sup>17</sup> Ezt a nyilatkozatot az Egyesített Kódex C2.1 cikke alapján is meg kell tenni.
- <sup>18</sup> Az irányelvi követelmények adaptálására a tagállamoknak a publikálástól számítva két év állt rendelkezésre.

- <sup>19</sup> Az átláthatósági követelményekről szóló 2004/109/EK irányelv szerint az éves pénzügyi beszámoló magában kell, hogy foglalja a pénzügyi kimutatások készítéséért felelős személy nyilatkozatát, hogy a kimutatások az alkalmazandó számviteli törvénynek vagy standardoknak megfelelően készültek el, és biztosítják a megbízható és valós kép tükrözését, de a nyilatkozatnak a társaságirányítási jelentésben belüli megjelenítését ez az irányelv sem konkretizálja.
- <sup>20</sup> A 2009. évi EU-tagországokra irányuló RiskMetrics Group nemzetközi felmérés eredménye a magyar Felelős társaságirányítási ajánlások tartalmát ugyan kismértékben, de az európai tagországok átlagos szintje alá helyezi, és a megfelelni vagy magyarítani elv alapján a társaságok által adott magyarázatok színvonalát alacsonynak és nagyon általánosnak ítéli. A felmérés szerint az Ajánlások nem nyújtanak útmutatást abban a tekintetben, hogy mit kell tartalmazni egy megfelelő magyarázatnak (RiskMetrics Group, 2009).
- <sup>21</sup> Kisebbségi cégek, melyek nem tartoznak a 350 legnagyobb tőzsdei cég (FTSE 350) körébe, a beszámolási évet megelőző év során.
- <sup>22</sup> Ez a cikk átfedésben van az FSA vonatkozó szabályozásával.
- <sup>23</sup> Integritás alatt itt az éves beszámoló adatainak teljességét, pontosságát és valóságát értjük.

## Felhasznált irodalom

*Bordáné Rabóczki M.* (2008): Kockázatkezelés és belső kontroll-rendszerek – első vonalban a társaságirányítási visszaélések elleni védelemben. In: *Vezetéstudomány*, 2008. 39. évf. 2. sz. p. 24–37.

*Budapesti Értéktőzsde Rt.* (2004): Felelős vállalatirányítási ajánlások. Budapest

*Cadbury Committee* (1992): Report of the Committee on the Financial Aspect of Corporate Governance

*Corporate Governance Principles for Annual Reporting in the Commonwealth.* (2003): CACG Guidelines

*COSO* (2004): Enterprise Risk Management – Integrated Framework. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission

*European Commission* (2002): A Modern Regulatory

Framework for Company Law in Europe, Winter Group Report, November

*European Commission* (2003): Communication on Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward Brussels, 21 May

*FEE* (2000): The Auditors Report in Europe

*FEE* (2002): The Role of Accounting and Auditing in Europe. May

*FEE* (2006): Financial Reporting: Convergence, Equivalence and Mutual Recognition. March

*FEE* (2009): Discussion Paper for Auditor’s Role Regarding Providing Assurance on Corporate Governance Statements

*FRC* (2008): The Combined Code on Corporate Governance. June

*FRC* (2008): Guidance on Audit Committees. October

*FRC* (2009): Going Concern and Liquidity Risk: Guidance for Directors of UK Companies 2009

*FRC* (2009): 2009 Review of the Combined Code: Final Report. December

*FSA Handbook* (2009): <http://fsahandbook.info>

*IAASB* (2007): International Framework for Assurance Engagements

*ICAEW* (2003): Guidance for audit committees – Evaluating your auditors. The Institute of Chartered Accountants in England & Wales, May

*RiskMetrics Group* (2009): Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance: int the Member States

*Statement of the European Corporate Governance Forum on the comply-or-explain principle* (22/02/2006)

*The Auditing Practice Board* (2009): Developments in Corporate Governance Affecting the Responsibilities of Auditors of UK Companies, December

*Weil, Gotshal & Manges LLP* (2002): Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States

*1. melléklet*

### Az egyesült királysági 2008. évi Egyesített Kódex és a vonatkozó magyar szabályozások összehasonlítása Könyvvizsgálati szempontból kiemelt pontok

Egyesült Királyság		Magyarország	
2008. évi Társaságirányítási Egyesített Kódex cikkei		2006. IV. törvény a gazdasági társaságokról (Gt.) 2000. évi C. törv. a számvitelről (Sztv.)	Felelős társaságirányítási ajánlások, 2008
C1.1	Az üzleti jelentésben az igazgatóságnak ki kell fejeznie a pénzügyi kimutatások készítéséért vállalt felelősségét, és meg kell jelennie egy állításnak, amelyben a könyvvizsgáló kifejezi jelentési kötelezettségét.	A Gt. nem tartalmaz ilyen paragrafust. Sztv. 8. § (5) előírja az igazgatósági és felügyelőbizottsági testületek tagjának kollektív felelősségét, de erről a kötelezettségükről nem kell nyilatkozniuk.	A felelősség kinyilvánításával kapcsolatos elvárás nem jelenik meg az ajánlásokban.
C1.2	Az igazgatóságnak nyilatkoznia kell, hogy a gazdálkodásban érvényesül a vállalkozás folytatásának elve. Az állítást érvekkel kell alátámasztani, vagy szükség esetén ki kell fejteni a vállalkozás folytatásának elvét negatívan érintő tényezőket.	Egyik törvény sem tartalmaz ilyen követelményt.	A követelmény nem jelenik meg az ajánlásokban.

	<i>2008. évi Társaságirányítási Egyesített Kódex cikkei</i>	<i>2006. IV. törvény a gazdasági társaságokról (Gt.) 2000. évi C. törv. a számvitelről (Sztv.)</i>	<i>Felelős társaságirányítási ajánlások, 2008</i>
C2.1	Az igazgatóságnak legalább évenként felül kell vizsgálnia a vállalatcsoport belsőkontroll rendszereinek hatékonyságát, beleértve a pénzügyi, működési és megfelelési kontroll elemeket, illetve a kockázatkezelési rendszereket, és jelentenie kell a részvénytulajdonosoknak, hogy ezt a feladatot elvégezték.	A törvények nem tartalmazznak ilyen követelményt.	Konkrét megfogalmazásban ugyan nem, de tartalmában megjelenik ez a követelmény (2.8.1. – 2.8.12.).
C3.1	Az igazgatóságnak létre kell hoznia egy legalább három tagból, vagy kisebb tőzsdei cégek esetében <sup>21</sup> , két tagból álló auditbizottságot. A kisebb társaságok igazgatósági elnökei tagjai lehetnek az auditbizottságoknak, de az elnöki pozíciót nem tölthetik be. A bizottság tagjai függetlenek legyenek, ne töltsenek be végrehajtott vezetői feladatot. Az igazgatóság bizonyosodjon meg arról, hogy az auditbizottság legalább egy tagja megfelelő pénzügyi tapasztalattal rendelkezik <sup>22</sup> .	A Gt. 311. § (1) bekezdése értelmében a nyilvánosan működő részvénytársaságoknál legalább háromtagú auditbizottságot kell létrehozni, amelynek tagjait a közgyűlés az igazgatótanács, illetve ahol felügyelőbizottság működik, a felügyelőbizottság független tagjai közül választja.	3.1.: Az igazgatóság, illetve a felügyelőbizottság tagjaiból, minimum három, többségben független tagból célszerű létrehozni független bizottságokat, köztük az auditbizottságot. 3.2.2.: Az utóbbi tagjai megfelelő pénzügyi és számviteli képességgel, szakértelemmel és tapasztalattal kell, hogy rendelkezzenek.
C3.2	Az auditbizottság feladatait és felelősségét írásban rögzíteni kell, amely terjedjen ki az alábbiakra:	A Gt. 311. § (2) bekezdése tartalmazza az auditbizottság hatáskörét, de nincs utalás a hatáskörök írásbeli rögzítési kötelezettségére.	A 3.1.5. pont alapján az auditbizottság ügyrendjének tartalmaznia kell a hatás- és feladatköröket.
	• Az éves beszámoló integritásának <sup>23</sup> és a pénzügyi teljesítményekkel kapcsolatos megállapításoknak a nyomon követése és az éves beszámolóban található lényeges megítélések felülvizsgálata.	A Gt. 311. § (2) a) szerint az auditbizottságnak feladata a számviteli törvény szerinti beszámoló véleményezése.	Nem tartalmaz ilyen konkrét feladatot.
	• A belső pénzügyi kontrollok felülvizsgálata, kivéve, ha egy külön kockázati bizottság, vagy maga az igazgatóság foglalkozik a felülvizsgálattal.	A Gt. 311. § (2) bekezdése nem nevesít ilyen feladatot. A 311. § (3) bekezdése értelmében az alapszabály további feladatokat utalhat az auditbizottság hatáskörébe.	A 3.2.1. pont szerint az auditbizottság felülyeli a kockázatkezelés hatékonyságát és a belsőkontroll-rendszer működését.
	• A vállalati belső ellenőrzési funkció hatékonyságának nyomon követése és felülvizsgálata.	zEgyik törvény sem tartalmaz ilyen követelményt.	A 3.2.1. pont alapján az auditbizottság felülyeli a belső ellenőrzési tevékenységet.
	• A könyvvizsgáló megválasztásával, újraválasztásával, megbízási feltételeinek meghatározásával, javadalmazásával, illetve visszahívásával kapcsolatos javaslatétel az igazgatóság számára.	Gt. 311. § (2) b): javaslatétel a könyvvizsgáló személyére és díjazására, c): a könyvvizsgálóval megkötendő szerződés előkészítése, az alapszabály felhatalmazása alapján a részvénytársaság képviselőjében a szerződés aláírása.	2.9.1.: Általános ajánlás a külső tanácsadás (audit) igénybevételenek folyamataira.
	• A könyvvizsgálói függetlenség és objektivitás feltételeinek, illetve a könyvvizsgálat hatékonyságának nyomon követése és felülvizsgálata, az Egyesült Királyság szakmai és jogszabályi követelményeire tekintettel.	Gt. 311. § (2) d): a könyvvizsgálóval szembeni szakmai követelmények és összeférhetlenségi előírások érvényre juttatásának figyelemmel kísérése, az együttműködéssel kapcsolatos teendők ellátása, valamint – szükség esetén – az igazgatóság és/vagy felügyelőbizottság számára intézkedések megtételére való javaslatétel.	3.2.4.: A bizottság írásos nyilatkozatot kér a könyvvizsgáló jelölttől, amelyben feltárja az összeférhetlenséget okozó személyes kapcsolatokat, illetve a társaságtól kapott megbízásokat. 3.2.3. Az auditbizottság pontos és részletes tájékoztatást kap a független könyvvizsgáló munkaprogramjáról; és megkapja a könyvvizsgálat során feltárt problémákra vonatkozó auditjelentést.

2008. évi Társaságirányítási Egyesített Kódex cikkei	2006. IV. törvény a gazdasági társaságokról (Gt.) 2000. évi C. törv. a számvitelről (Sztv.)	Felelős társaságirányítási ajánlások, 2008
<ul style="list-style-type: none"> <li>A könyvvizsgáló által ellátandó nem könyvvizsgálói szolgáltatások nyújtására vonatkozó megbízási politika kialakítása és alkalmazása a nem könyvvizsgálói szolgáltatásokra vonatkozó etikai irányelvek figyelembevételével, valamint a szükségesnek vélt intézkedésekről szóló javaslat kialakítása és jelentése az igazgatóság számára.</li> </ul>	Egyik törvény sem tartalmaz hasonló követelményt.	A 2.9.2. és 2.9.3. ajánlások részben lefedik a követelményt.
C3.3 Az igazgatóság által az auditbizottságra delegált feladatokat és felelősséget írásban kell meghatározni, és az üzleti jelentés elkülönített részében az igazgatóságnak ismertetni kell az auditbizottság munkáját, különös tekintettel a delegált feladatok és felelősség teljesítésére.	A törvények nem tartalmazzak ilyen konkrét követelményt.	A 3.1.5. pont tartalmazza az írásbeliség követelményét a feladatok és a hatáskör tekintetében (ügyrend). Az auditbizottság munkájáról történő üzleti jelentéssel kapcsolatos követelmény nem jelenik meg az ajánlásokban.
C3.4 Az auditbizottság vizsgálja felül a cég bármely alkalmazottjának bizalmas felvetését a pénzügyi beszámolás lehetséges tévedéseivel vagy más üggyel kapcsolatban. Az auditbizottságnak biztosítani kell, hogy intézkedéseket tegyenek ilyen felvetések megfelelő és független vizsgálatára és a vizsgálat eredményének megfelelő kezelésére.	A törvények nem tartalmazzak ilyen konkrét követelményt. Gt. 311. § (2) Az auditbizottság feladata: e) pont: a pénzügyi beszámolási rendszer működésének értékelése és javaslattevés a szükséges intézkedésekre; f) pont: az igazgatóság és/vagy felügyelőbizottság munkájának segítése, a pénzügyi beszámolási rendszer megfelelő ellenőrzése érdekében.	Nincs ilyen ajánlás.
C3.5 Az auditbizottságnak nyomon kell követnie és felül kell vizsgálnia a belső ellenőrzési tevékenységek hatékonyságát. Amennyiben a belső ellenőrzési funkció betöltése nem biztosított, az auditbizottságnak évenként felül kell vizsgálnia, hogy vajon a körülmények változása indokolja-e a független belső ellenőrzési funkció megalapítását, és erről javaslatot kell készítenie az igazgatóság számára. Az üzleti jelentés elkülönített részében magyarázatot kell adni a belső ellenőrzési funkció hiányának okairól.	Gt. 311. § (2): Az auditbizottság hatáskörének megjelölésénél nincs konkrét utalás a belső ellenőrzésre.	Az üzleti jelentésre vonatkozó követelmény kivételével a 2.8.6. pont tartalmazza az említett feladatokat.
C3.6 Az auditbizottságnak elsődleges felelősségét képezi, hogy javaslatot készítsen a külső könyvvizsgáló megválasztására, újraválasztására és visszahívására. Amennyiben az igazgatóság nem ért egyet ezzel a javaslattal, az üzleti vagy más jelentésnek tartalmaznia kell az auditbizottság javaslatát, és meg kell határozni az igazgatóság eltérő véleményének okait.	A Gt. 311. § (2) b) részben lefedi az említetteket. Az igazgatóság eltérő véleményének esetére nincs szabályozás.	Csak a 2.9.1. ajánlást említhetjük.
C3.7 Az üzleti jelentésnek magyarázatot kell nyújtania a tulajdonosok számára a könyvvizsgáló függetlensége és objektivitása biztosításáról abban az esetben, ha a könyvvizsgáló nem könyvvizsgálói szolgáltatást is nyújt.	A törvények nem tartalmazzak ilyen konkrét követelményt. Gt. 40. § (2): A könyvvizsgáló nem nyújthat a társaság részére olyan szolgáltatást, amely a választott könyvvizsgálói közérdekvédelmi feladata tárgyilagossá és független módon történő ellátását veszélyezteti. Külön törvény határozza meg a társaság könyvvizsgálója által végezhető kiegészítő tevékenységek körét, a szolgáltatásnyújtás feltételeit és korlátait. <sup>23</sup>	Nincs ilyen ajánlás.

Cikk beérkezett: 2010. 3. hó

Lektori vélemény alapján véglegesítve: 2010. 6. hó

CSEPETI Ádám

# A MILES ÉS SNOW-FÉLE STRATÉGIATIPOLÓGIA KUTATÁSI KÉRDÉSEI

Jelen dolgozat a Miles és Snow (1978) által kidolgozott stratégiai tipológiával kapcsolatos legjelentősebb kutatások megállapításait igyekszik összefoglalni. A szerző az elmúlt három évtized Miles és Snow-i kutatásaiban leginkább érintett területek alapján osztályozza a feldolgozott cikkeket, majd részletesen ismerteti a Kutató, Elemző, Védekező és Reagáló stratégiát követő vállalatokra vonatkozó marketing- és teljesítményimplikációkat. A vizsgálatok korlátainak és hiányosságainak feltárását követően a Miles és Snow-i stratégiai típusok aktuális elméleti, kutatás-módszertani és gyakorlati kihívásainak, valamint alulkutatott aspektusainak bemutatásával a cikk útmutatást kínál a stratégiai menedzsment leendő kutatóinak is.

**Kulcsszavak:** stratégiai menedzsment, Raymond Miles, Charles Snow, stratégiatípusok, teljesítményvizsgálatok

A stratégiai menedzsment-diszciplína akadémiai képviselőinek sokáig nem sikerült kidolgozni olyan elméleti kereteket, amelyek alkalmasak lettek volna a vállalatok által követett stratégiák osztályozására. Azonban a XX. század utolsó harmadában számos jelentős stratégiai tipológia született, melyek közül külön említést érdemelnek Miles és Snow (1978), Mintzberg (1979) és Porter (1980) munkái. Az inkább belső orientációval rendelkező, a vállalatok szervezeti konfigurációjára fókuszáló mintzbergi, illetve a cégek versenyelőny-forrásaira nagy hangsúlyt fektető, inkább külső, versenytárs-orientációval jellemezhető porteri tipológiával szemben Raymond Miles és Charles Snow (továbbiakban gyakran M&S) tipológiája a szervezetet mint komplex rendszert kezelő, átfogó természetével emelkedik ki.

Az egyre inkább turbulens környezeti változásokkal szembesülő vállalkozások számára a környezeti alkalmazkodás kulcsfontosságú lett. Ennek megfelelően a Miles és Snow-féle stratégiai tipológia a szervezetek környezeti alkalmazkodását állítja a fókuszába, s egyaránt részletesen tárgyalja a külső és belső környezeti alkalmazkodási folyamatokat. Továbbá igyekszik megtalálni az egyensúlyt abban a kérdésben is, hogy a vállalati stratégiát a menedzserek („managerial choice”),

vagy inkább a környezeti feltételek („environmental determinism”) határozzák meg erőteljesebben (Hrebiniak – Joyce, 1985).

## Az adaptív ciklus mint a tipológia központi konstrukciója

A szerzők által kidolgozott tipológia központi elméleti konstrukciója az ún. alkalmazkodási ciklus („adaptive cycle”), mely folyamat során a vállalatoknak három problémára kell adekvát választ adni (Miles – Snow, 1978). A *vállalkozói probléma* („entrepreneurial problem – product/market domain”) esetében a szervezetnek definiálni kell azokat a termékeket és szolgáltatásokat, amelyeket gyártani, illetve értékesíteni kíván, továbbá meg kell határozni a kiszolgáló piaci szegmenseket. A *műszaki probléma* („engineering problem”) során a vállalatoknak egy működőképes rendszert kell kifejleszteni a termékek és szolgáltatások előállítására, értékesítésére. Ez elsősorban a termelési és elosztási technológia kiválasztását foglalja magában, de ide kapcsolódhat még számos üzleti tevékenység – pl. K+F, logisztika, marketingkommunikáció – megtervezése is. Az alkalmazkodási ciklus harmadik eleme az ún. *adminisztratív probléma*, amelynek

keretében a szervezetnek olyan működési mechanizmusokat szükséges kifejleszteni, melyek biztosítják a vállalkozói és tervezési szakaszban kifejlesztett rendszerek zavartalan, hatékony működését. Ez elsősorban a szervezeti-magatartás-diszciplína jól ismert konstrukcióinak – formalizáció, centralizáció, specializáció, kontrollmechanizmusok stb. – gyakorlati megvalósítási feladatát jelenti a menedzserek számára.

Természetesen az adaptív ciklus – mint ahogy arra a terminológia is utal – nem tekinthető egy statikus fogalomnak. A külső és belső környezeti tényezők változásának függvényében a szervezeteknek folyamatosan újabb megoldásokat kell kínálni a vállalkozói, tervezési és adminisztratív probléma bizonyos aspektusaira. Mit jelent ez? Azt, hogy adott esetben a cégeknek változtatni kell a termékkínálaton, módosítani kell a gyártási folyamatokat, vagy éppen át kell szabni a szervezeti struktúrát. Tehát az alkalmazkodási folyamatban rejlő változtatási motívum egyfelől jelentős dinamikus jelleget kölcsönöz a M&S-féle stratégiai tipológiának. Másfelől azonban az alkalmazkodási folyamat állandó képlékeny természete nem jelenti azt, hogy a vállalatok nem alakítanának ki meglehetősen jól azonosítható adaptációs mintákat. Miles és Snow kontextusában ezeket – az alkalmazkodási ciklus három problémájára megoldási alternatívát kínáló konzisztens, magatartási formákat – nevezhetjük stratégiáknak.

### Miles és Snow üzletstratégia-típusai

Az egyetemi tankönyvkiadók piacát az alkalmazkodási ciklus alapján vizsgáló legelső kutatásukat követően a szerzőpáros négy stratégiai típust azonosított. Ezek voltak (Miles – Snow, 1978): „*Prospectors*”, „*Defenders*”, „*Analyzers*”, „*Reactors*”. A magyar menedzsment-szakirodalom Chikán (2006) alapján a következő terminológiákat alkalmazza az egyes M&S-i stratégiai típusokra: *Kutatók* („*Prospectors*”), *Védők* („*Defenders*”), *Elemzők* („*Analyzers*”) és *Reagálók* („*Reactor*”). A továbbiakban a szerző javasolja a Védők típus elnevezésének Védekezőkre történő módosítását, s e cikk következő szakaszaiban konzekvensen ezt a terminológiát kívánja használni. A következő bekezdésekben a Miles és Snow által azonosított stratégiai típusok profiljainak rövid ismertetésére kerül sor.

*Kutatók* („*Prospectors*”): A Kutató vállalatok olyan stratégiát követnek, amely folyamatosan törekszik új termékekkel, új fogyasztói szegmensekkel kapcsolatos lehetőségek felkutatására és kiaknázására. Tudatosan keresik a változó környezeti feltételek által felkínált alternatívákat, sőt sokszor proaktív módon ők maguk idézik elő azokat. A kutató cégek élen járnak a K+F-

ben és a termékinnovációban, valamint kerülnek az egyetlen gyártási és disztribúciós technológia melletti elkötelezettséget. Folyamatos fejlesztéseiknek kevésbé hierarchikus szervezeti mechanizmusok adnak keretet, melyeket az informális, a decentralizáció és az alacsony ellenőrzés jellemeznek.

*Védekezők* („*Defenders*”): A Kutatókkal ellentétben a Védekező stratégiával rendelkező vállalatok egy stabil termékpiaci szegmens hosszú távú kiszolgálására törekednek. A Védekezők termékkínálata általában szűk, viszont standardizált gyártási folyamataiknak köszönhetően adott esetben meglehetősen széles fogyasztói csoportot képesek kiszolgálni. Termelési és elosztási technológiájuk elsődleges fókuszusa a maximális költséghatékonyság, amely legtöbbször egyetlen domináns technológiai folyamat tökéletesre fejlesztésének eredménye. Az adminisztratív probléma megoldása során a Védekezők a termelés és az elosztás maximális hatékonyságát kívánják biztosítani, így a formális struktúrák és folyamatok, a centralizált döntéshozatal és a munkafolyamatok szigorú ellenőrzése jellemzi a hasonló stratégiával rendelkező szervezeteket.

*Elemzők* („*Analyzers*”): Az Elemzők a Védekezők és a Kutatók között, mint e két végponttal jellemezhető képzeletbeli stratégiai alkalmazkodási kontinuum közbülső részén helyezkednek el. A Kutatók és a Védekezők erősségeinek optimális kombinációjára törekedve az Elemzők egyszerre kívánják biztosítani a költséghatékonyságot és kiaknázni a termékinnovációban rejlő lehetőségeket. Ennek megfelelően párhuzamosan igyekeznek megtartani hagyományos mag („*core*”) piacaikat és kifejleszteni újakat. Ehhez a kettősséghez illeszkednek technológiai folyamataik is, az Elemzők általában két alaptchnológiával dolgoznak, így biztosítva egyszerre a rugalmasságot és a stabilitást. Az Elemzők szervezeti jellemzőit illetően meglehetősen heterogén a kép. Általában a Védekezőkhöz képest csekélyebb mértékű formalitás és kontroll, míg a Kutatókhoz képest kevésbé decentralizált döntéshozatal jellemzi őket. E duális jelleg sok Elemző esetében egy mátrixstruktúrát eredményez.

*Reagálók* („*Reactors*”): Az előző három stratégiai típussal ellentétben a Reagálók nem képesek kialakítani egy jól azonosítható, a környezeti alkalmazkodáshoz szükséges magatartási mintát. Így nem rendelkeznek egy világos, jól artikulált stratégiával. Ennek következtében a Reagálókra a permanens instabilitás és bizonytalanság állapota jellemző leginkább, változtatásra szinte csak legvégső esetben, a külső és belső környezeti tényezők kényszerítése folytán képesek. Miles és Snow szerint alapvetően három indoka lehet annak, hogy egy vállalat Reagáló: 1) a felső vezetés nem képes megfogalmazni egy világos stratégiát, 2) a

**A Miles és Snow-féle stratégiai kutatások osztályozása**

szervezeti struktúra és folyamatok nem megfelelően illeszkednek a követni kívánt stratégiához, 3) a turbulens környezeti változások ellenére a topmenedzsment ragaszkodik a „status quo”-hoz, és konzerválja az elmaradt technológiát, szervezeti struktúrát, valamint a hanyatló piacok kiszolgálását.

Az eredeti, mindössze húsz egyetemi tankönyvkiadó vállalkozásra kiterjedő kutatást a szerzők kiterjesztették, s a későbbiekben még további három iparág – élelmiszer-feldolgozás, elektronika és egészségügy – cégeit vonták be a vizsgálatba (Miles – Snow, 1978). Az eredmények a fenti stratégiai típusok egyértelmű azonosíthatóságára utaltak. Azonban cikkében Walker és Ruekert (1987) kitűnő logikai érveléssel és elméleti megalapozással kombináltak a M&S-i, valamint a porteri stratégiai tipológiákat. Ennek eredményeképp a versenyelőny típusa alapján a Védekezőket két csoportra osztották, Alacsony Költségű Védekezőkre és Differenciáló Védekezőkre. Az első profilja gyakorlatilag megegyezik az eredeti Védekezőkével, míg a Differenciáló Védekezőkre egy rendkívül szűk, stabil fogyasztói szegmens, jó minőségű termékekkel és addicionális szolgáltatásokkal történő kiszolgálása jellemző. A következő évek vizsgálataiban a Védekező stratégiák fenti két típusának azonosítása és relevanciájának biztosítása egyértelműen sikeresnek bizonyult, így a későbbi kutatásokba a szofisztikáltabb megállapítások érdekében számos alkalommal építették be őket (Slater – Olson, 2000, 2001; Slater et al., 2005, 2006).

**A Miles és Snow-i stratégiai tipológia kutatásainak osztályozása**

A Miles és Snow-i kutatások alapvetően négy kutatási terület köré csoportosíthatók. 1) Megkülönböztethetünk ún. profilalkotó, profilbővítő kutatásokat, amelyek célja a Kutató, Elemző, Védekező és Reagáló vállalatok jellemzőinek minél pontosabb leírása. 2) A külső környezeti alkalmazkodást fókuszba helyező tanulmányok arra a kérdésre keresik a választ, hogy mennyire jellemzőek és hogyan viselkednek az egyes M&S-i stratégiai típusok különböző iparági környezeti feltételek esetén. 3) A belső környezeti alkalmazkodást, stratégiai implementációt vizsgáló tanulmányok a vállalatok különböző szervezeti jellemzői (formalizáció, centralizáció, specializáció, kontrollmechanizmusok, vezetési stílus stb.) és a követett M&S-i üzleti stratégiatípus közötti illeszkedést vizsgálják. 4) Továbbá megkülönböztetünk módszertani, „review” és „gondolatébresztő” munkákat. Az 1. táblázat a szerző által feldolgozott tanulmányok osztályozását szemlélteti. Számos kutatás érint egyszerre több területet, ezek értelemszerűen több csoportba is besorolhatók.

Kutatási terület	Tanulmányok
Profilalkotó, profilbővítő	• Miles – Snow (1978)
	• Snow – Hrebiniak (1980)
	• Hambrick (1983)
	• McDaniel – Kolari (1987)
	• Conant et al. (1990)
	• Shotell – Zajac (1990)
	• Narver – Slater (1993)
	• Dvir et al. (1993)
	• Matsuno – Mentzer (2000)
	• Slater – Olson (2000)
	• Slater – Olson (2001)
	• Vorhies – Morgan (2003)
	• Olson et al. (2005)
	• Desarbo et al. (2006)
• Kabanoff – Brown (2008)	
Külső környezeti alkalmazkodás	• Miles – Snow (1978)
	• Snow – Hrebiniak (1980)
	• Hambrick (1983)
	• McKee et al. (1989)
	• Dvir et al. (1993)
	• Matsuno – Mentzer (2000)
	• Desarbo et al. (2006)
A stratégia implementálása – Belső környezeti illeszkedés	• Slater – Olson (2000)
	• Slater – Olson (2001)
	• Vorhies – Morgan (2003)
	• Olson et al. (2005)
	• Kabanoff – Brown (2008)
Módszertan vagy review	• Walker – Ruekert (1987)
	• Conant et al. (1990)
	• Shortell – Zajac (1990)
	• Zahra – Pierce (1990)
	• Hambrick (2003)

Az 1. táblázatban feltüntetett, a Miles és Snow-i stratégiai tipológia más-más aspektusaival foglalkozó kutatások természetesen a legkülönbözőbb menedzsmentdiszciplínák – termelés-menedzsment, marketing, logisztika, HR, szervezeti magatartás stb. – perspektívájából vizsgálták a Kutató, Elemző, Védekező és Reagáló vállalatok jellemzőit. E cikkben elsősorban a M&S-i tipológia legfontosabb marketingvonatkozásaira kíván a szerző figyelmet fordítani.

**VEZETÉSTUDOMÁNY**

## A Miles és Snow-féle stratégiai típusokkal kapcsolatos empirikus kutatások marketingvonatkozásai

A marketing – mint a szervezet környezeti alkalmazkodásában kiemelt szerepet játszó, a vállalat határain átívelő – funkció (Achrol – Kotler, 1999) számtalan esetben került a M&S-i stratégiai típusok jellemzőit vizsgáló kutatások középpontjába. Ugyanis az olyan stratégiai és taktikai szintű marketingtevékenységek – mint például márkaépítés, piackutatás, lojalitásépítés, termékfejlesztés, disztribúciós csatorna megszervezése, kompetitív árazás, frontvonalbeli alkalmazottak képzése, kormányzati lobbitevékenység stb. (McKee et al., 1989) – magas szintű megtervezése és végrehajtása elengedhetetlen feltétele nemcsak a külső, hanem a belső környezeti alkalmazkodásnak, s így a kiemelkedő üzleti teljesítménynek is. A következőkben a szerző által feldolgozott kutatások marketingimplicációjának rövid bemutatására kerül sor. A kutatásokban érintett marketingkonstrukciókat a szerző alapvetően három vizsgálati körre osztotta, így a marketingvonatkozások ismertetése is e séma szerint történik.

### A Miles és Snow-i típusok stratégiai és taktikai szintű marketingtevékenységeinek s piaci orientációjának vizsgálata

McKee et al. (1989) a fentebb említett nyolc taktikai szintű marketingtevékenység intenzitásán keresztül vizsgálták a M&S-féle stratégiai típusokat. Arra a megállapításra jutottak, hogy az egyes stratégiai típusok alkalmazkodóképessége és az általuk végzett marketingtevékenységek intenzitása, illetve fontossága között pozitív szignifikáns kapcsolat mutatható ki, amely a környezeti bizonytalanság, illetve a piac ingadozásának mértékétől függetlenül is meglehetősen erőteljes.

Tizenegy stratégiamarketing-tevékenység intenzitása alapján Slater és Olson (2001) faktor-, illetve klaszterelemzést követően a vizsgált 208 SBU marketingstratégiáit négy csoportra osztották („Aggressive Marketers”, „Mass Marketers”, „Marketing Minimizers”, „Value Marketers”). Megállapították, hogy amennyiben az azonosított marketingstratégiák és a Miles és Snow-i üzleti stratégiatípusok között megfelelő az illeszkedés (Kutató – Agresszív, Elemző – Tömeg, Költségalapú Védekező – Minimalizáló és Differenciáló Védekező – Értékteremtő), akkor kiemelkedő üzleti teljesítmény realizálható.

A tipológia relevanciájának biztosítása érdekében Slater és Narver (1993) is a klaszterelemzést használta. A M&S-i és a porteri elméleti keretek mixelésével a szerzőpáros négy klaszterképző (proaktivitás, diffe-

renciálás, alacsony költségorientáció és piaci fókusz), valamint három validációs (új termékek fontossága, új termék-felelősség és sikerességi ráta) változó alapján megerősítette a Kutató, Elemző és Védekező vállalati stratégiák relevanciáját az amerikai faipari nagyvállalatok körében, és sokat pontosította profiljaik leírásában is. Továbbá a tanulmány részletesen elemzi az egyes stratégiai típusok jellemvonásait (piaci orientáció, humán erőforrás-menedzsment, relatív költség szint, SBU autonómiája) és a jövedelmezőség közötti sztochasztikus kapcsolat irányát és erősségét is.

A banki stratégiai marketing által leggyakrabban használt elemek vizsgálatát követően McDaniel és Kolari (1987) igen részletes és kimerítő leírást ad a M&S-i stratégiai típusokról. A szerzők a marketingstratégia implementálása és végrehajtása során végzett tevékenységek jellemzői között – az egyes M&S-i stratégiákat követő vállalatok esetében – tapasztalt eltérések ismeretében a Kutató, Védekező és Elemző vállalatok piaci orientációjára fogalmazzak meg következtetéseket. A piaci orientáció mérését explicit formában nem is tartalmazó kutatás szerint a piaci orientáció és a marketinggel összefüggésben lévő tevékenységek intenzitása területén szignifikáns különbség figyelhető meg a Kutatók, az Elemzők és a Védekezők között. A leginkább piacorientált vállalatoknak a Kutatók tekinthetők, őket követik az Elemzők, míg a Védekezők legkevésbé a marketing-erőforrásaik és -képességeik segítségével érik el stratégiai céljaikat.

Matsuno és Mentzer (2000) is hasonló gondolatmenet alapján építette fel kutatása. A szerzőpáros nagy érdeme, hogy sikeresen kapcsolták össze a marketing- és a stratégiai szakirodalom elmúlt évtizedeinek két kiemelkedő kutatási területét, a piaci orientációt és a Miles and Snow-i stratégiai tipológiát. A piaci orientáció és az üzleti teljesítmény közötti kapcsolatot potenciálisan befolyásoló környezeti tényezőkre vonatkozó kutatások eddig igen vegyes eredményeket hoztak (Slater – Narver, 1994). A Kohli – Jaworski-féle (1993) többtételű piacorientációs skála kiegészítésével, módosításával, valamint a M&S-féle stratégiatípusok moderátorváltzóként történő modellbe illesztésével Matsuno és Mentzer azt vizsgálta, hogy az egyes stratégiai típusok befolyásolják-e a vállalatok piaci orientációja és üzleti teljesítménye közötti kapcsolat erősségét. Az eredmények értelmében a piaci orientáció és az üzleti teljesítmény közötti pozitív kapcsolat az egyes M&S-i stratégiatípusok között nem bizonyult monotonnak (pl. az Elemzők nem számíthatnak szignifikáns teljesítménynövekedésre, amennyiben emelik piacorientált tevékenységeik intenzitását), tehát a stratégiatípus befolyásolta a piaci orientáció és a teljesítmény közötti kapcsolat szorosságát.

### ***A különböző M&S-i stratégiai típusok marketing-képességeinek és egyéb kompetenciáinak feltárását célzó kutatások***

A Miles and Snow-i stratégiai tipológiával foglalkozó kezdeti kutatások kiemelt figyelmet fordítottak az egyes típusok profiljainak minél pontosabb leírására. Snow és Hrebiniak (1980) a félvezetőgyártó, légi közlekedési, műanyag- és autóiipari vállalatok által birtokolt megkülönböztető képességek alapján igyekezett részletes képet festeni az egyes stratégiatípusokról. Kutatásuk igazolta M&S korábbi feltevéseit, ugyanis a Kutató és Védekező vállalatokat nagyjából szignifikánsan ellentétes megkülönböztető képességek jellemezték (Kutatók – általános menedzsment, pénzügyi menedzsment, termékfejlesztés, marketing és értékesítés, illetve Védekezők – általános menedzsment, pénzügyi menedzsment, termelés-menedzsment és alkalmazott műszaki menedzsment), míg a Reagálók valóban nem mutattak egyértelmű, konzisztens kompetenciamintát. A kutatás hiányossága, hogy nem tudott egyértelmű kompetencialeírást kínálni az Elemző vállalatok stratégiájára, ugyanis mindössze annyit állapít meg, hogy valóban a Kutatók és a Védekezők képességeit ötvözik, de hogy pontosan melyeket és milyen mértékben, arra nagyon homályos választ adnak a kutatók.

Néhány évvel később a M&S-féle tipológia egyik legtöbbet idézett kutatója, Donald Hambrick (1983) a fentebbi, meglehetősen általános és tág menedzsmentkompetenciákhoz képest részletesebben definiált képességek, tevékenységek és attribútumok vizsgálata alapján próbálta meg leírni elsősorban a Kutatók és a Védekezők között tapasztalt különbségeket. A marketingfunkcióval kapcsolatos feladatokra, jellemzőkre nagy hangsúlyt fektető vizsgálat szerint a Kutatók a Védekezőkhöz képest szignifikánsan többet fordítanak marketingre, termék K+F-re, és gyakran szereznek versenyelőnyt addicionális szolgáltatások kínálatával, míg a Védekezőkre többek között az alacsonyabb közvetlen költségek, a magasabb lekötött eszközarány és vertikális integráció volt jellemző. A stratégiai tipológia marketingvonatkozásaival kapcsolatos érdekes eredménynek számít, hogy Hambrick egy korábbi kutatásában (1981) nem tudott kimutatni szignifikáns különbséget a Védekező és Kutató vállalatok piacfelderítési/piackutatási tevékenységének gyakorisága és intenzitása között, így a megfigyelhető különbségeket az iparági sajátosságokkal és a felső vezetők személyiségével próbálta magyarázni.

A különböző stratégiatípusokat követő vállalatokra leginkább jellemző marketing-képességeket és -tevékenységeket leginkább részletezett, specifikált formában ismertető kutatásnak mindenképpen

Conant et al. (1990) tanulmánya számít. A szerzők varianciaelemzéssel és páros összehasonlításokkal hűz taktikai szintű marketingtevékenység fontosságát, intenzitását vizsgálták a Kutató, Védekező, Elemző és Reagáló stratégiát követő vállalkozások esetében. A kutatást követően a szerzők kijelentették, hogy hiába tekinthetők a marketing úttörőinek a Kutató vállalatok – hiszen a vizsgált hűz marketingtevékenységből 15-ben is felülmúlták a Védekezőket, az Elemzőket és a Reagálókat (igaz, sok esetben ezek a különbségek nem bizonyultak szignifikánsnak) –, ez nem eredményezett számukra a Védekezőkét és az Elemzőkét meghaladó pénzügyi teljesítményt. A Reagálók teljesítményét viszont jelentősen meghaladta mindhárom egyéb stratégiát követő vállalat.

A M&S-i stratégiai tipológia távol-keleti relevanciáját tesztelték kivételes vizsgálatukban Desarbo et al. (2005), akik Conant et al. (1990) tanulmányához nagyon hasonló marketing-képességek – piacfelderítési, vevőszerzési, tartós beszállítói kapcsolatépítési, vevőmegtartási és értékesítési csatorna megszervezési képességek – alapján kívánták meghatározni az amerikai, japán és kínai Kutató, Elemző, Védekező és Reagáló vállalatok profilját. A kutatás megállapította, hogy a Kutató cégek marketingdominanciája korántsem egyértelmű, sőt a Védekező vállalatok, de néhány esetben még a Reagálók is kiemelkedő marketingkompetenciákat képesek felmutatni.

Az egyes M&S-féle stratégiai típusok marketing-profiljának kialakításában jelentős hozzáadott értéket képvisel Dvir et al. (1993) kutatása is, akik a high-tech szektorban működő Kutató, Elemző és Védekező vállalatok technológiai alkalmazkodása és üzleti teljesítménye közötti kapcsolatot vizsgálták. A kutatás szükségességét igazolta az a felismerés, hogy a marketingnek – mint a vállalat és a környezete közötti „párbeszédért” felelős funkciónak – egyik kulcsfeladatává vált, hogy a rendelkezésre álló eszközökkel (piackutatás, a technológiák fogyasztói elfogadásának támogatása, termékinnovációk optimális árazása stb.) elősegítse az alkalmazkodást a turbulens ütemben változó technológiai környezethez. A technológiai innovációk figyelemmel kísérése és átvétele alapján a Kutatók (permanens technológiai monitoring és fejlesztés – sokszor mérsékelt hatékonysággal), a Védekezők (fókuszált, mérsékelt, már bizonyított technológiák átvétele – magas hatékonyság) és az Elemzők (egyensúly – a Kutatók sikeresebb technológiai innovációinak követése) között fontos jellemvonásbeli különbségek figyelhetők meg, melyek adott esetben az egyes stratégiai típusok közötti és típusokon belüli teljesítménykülönbségeket is indokolhatnak.

***A marketing szerepe a stratégia implementálásában és a belső környezeti alkalmazkodásban, valamint a marketingfunkció szervezeti jellemzőinek bemutatása az egyes M&S-i stratégiai típusokban***

A korábban már említett Walker – Ruekert (1987) szerzőpáros gondolatébresztő jellegű cikke hatalmas lökést adott a Miles és Snow-féle stratégiai tipológiát vizsgáló kutatásoknak. Ugyanis a tanulmány a jövő kutatói számára az egyes potenciális kutatási területekkel, vizsgálati dimenziókkal (pl. funkciók közötti koordináció, szinergia és konfliktusok, ellenőrzési és jutalmazási rendszerek, funkcionális kompetenciák, erőforrás-allokáció, szervezeti struktúra, valamint marketingprogramok) kapcsolatban, nagyszámú kutatási javaslatot kínált. Az elsősorban vezetés-szervezési, szervezetelméleti változókra vonatkozó proposíciók publikálása nagy szerepet játszott abban, hogy megindultak a M&S-i stratégia típusok implementálását vizsgáló, a belső szervezeti jellemzők megfelelő illeszkedésére fókuszáló kutatások. Meg kell jegyezni, hogy a kutatások e szervezeti orientációjú hullámának előidézésében nagy érdemei voltak Zahra és Pierce (1990) közös visszatekintésének és métaelemzésének is.

A teherszállítási iparág vállalkozásainak marketing-szervezeti és marketingtevékenységi jellemzőinek vizsgálata során Vorhies és Morgan (2003) a M&S-i üzleti stratégiák sikeres implementálásához szükséges belső környezeti, szervezeti illeszkedést állítottak figyelme fókuszába. A konfigurációelméletből építkező kutatás fő megállapítása, hogy az egyes üzleti stratégiai típusok ideális szervezeti profiljától való eltérés a hatásszűrés és/vagy hatékonyság típusú teljesítménymutatók csökkenéséhez vezet. A fenti kutatást Olson et al. (2005) azzal egészítették ki, hogy a belső környezeti illeszkedés vizsgálatához – a marketing mint vállalati funkció szervezeti sajátosságain túl – modelljükbe építettek még egy magyarázó változót, a stratégiai magatartási orientációt. A számos szekunder és terciér iparágat átfogó kutatás következtetése, hogy a M&S-i stratégiai típusok implementálása csak akkor eredményez optimális üzleti teljesítményt, ha a marketing-szervezeti jellemzők illeszkedésén túl a vállalatok képesek megtalálni a megfelelő egyensúlyt a számukra releváns magatartási orientációk között is.

Ugyancsak Zahra és Pierce (1990) – többek között az adminisztratív probléma tudatosabb vizsgálatát szorgalmazó – felhívásának köszönhetően foglalkozik részletesen az eladás-menedzsment marketing-szervezeti jellemzőivel és azok üzleti teljesítményre gyakorolt hatásával Slater és Olson (2000). A kutatópáros öt változó – az eladási stratégia típusa, az eladási tevékenység internalizálása vagy kiszervezése, az eladási funkció felügyelete, az eladószemélyzet ellenőrzési

mechanizmusa, valamint az alkalmazott kompenzáció jellege – alapján írja le a Kutató, Elemző, Alacsony Költségű Védekező és Differenciáló Védekező M&S-i stratégiát követő vállalatok eladás-menedzsmenttel kapcsolatos magatartási jellemzőit.

Slater et al. (2006) a stratégia kialakításának szervezeti folyamatait (küldetés és célok tisztázása, stratégiai helyzet elemzése, stratégiai alternatívák értékelése és a tervezési folyamat) és a M&S-féle üzleti stratégia típusok illeszkedésének teljesítményvonatkozásait vizsgálták. Kutatásuk alapján elmondható, hogy a marketingnek a stratégia kialakítási folyamat összes lépésénél kiemelt szerepet kell betöltenie, továbbá a legerősebb kapcsolat a piaci célok megfelelő artikulálása és az üzleti teljesítmény között a Kutatók esetében volt feljegyezhető.

Az adminisztratív probléma individuális szintjét tanulmányozta Hambrick (1982). A felsővezetői teamek vizsgálatát követően kijelentette, hogy a Védekező és Kutató vállalatok menedzsereinek stratégiai tudatossága között nem mutatkozik szignifikáns kapcsolat. E tekintetben a vizsgált kórházak, felsőoktatási intézmények és biztosítók közti különbségeket leginkább a stratégia váltás kényszere, illetve a menedzserek személyisége és az iparági specifikumok okozták. Hiánypótló kutatásukban Kabanoff és Brown (2008) a topmenedzserek stratégiai ismereteit, tudását vizsgálták, és megállapították, hogy a marketinghez kapcsolódó menedzserei szakértelem elsősorban a Kutatók, az Elemzők és a Differenciáló Védekezők esetében bizonyultak elengedhetetlenek a kiemelkedő üzleti teljesítményhez. A fentebb említett stratégiai típusok esetében e kogníciók azonban nem jelentik ugyanazon tevékenységek kiemelt kezelését. Van például, ahol a termékinnováció, és van, ahol a vevőkiszolgálás minősége bizonyult dominánsnak.

A marketingvonatkozások ismertetését követően a szerző a Miles és Snow-féle üzleti stratégia típusok teljesítményértékelésére kíván figyelmet fordítani.

***A Miles és Snow-i stratégiai típusokat követő vállalatok üzleti teljesítménye***

A M&S-i tipológia gyakorlati relevanciájával kapcsolatban elmondható, hogy a menedzsmentsadalom érdeklődésének középpontjában egyértelműen az egyes stratégiai típusokat követő vállalatok által mutatott üzleti teljesítmény alakulása áll. A stratégiaimenedzsment-diszciplínában az üzleti teljesítményt a vállalatok hosszú távú külső és belső környezeti alkalmazkodása alapján ítélik meg (Chakravarthy, 1981). Elméletben egy vállalat környezeti alkalmazkodása számos aspektus szerint értékelhető. Ezek a következők lehetnek (Chakravarthy, 1986):

- 1) Milyen mértékben illeszkedik a vállalati stratégia az iparági szerkezet és a versenykontextus jellemzőihez?
- 2) A vállalat szervezeti struktúrája hogyan illeszkedik a környezethez, valamint a választott stratégiához?
- 3) A vállalat vezetési rendszere mennyiben passzol a stratégiához és a szervezeti környezethez?
- 4) A vezetési stílus és mechanizmusok milyen mértékben vannak a stratégiai kontextusra szabva?

A stratégiai irodalom a vállalatok üzleti teljesítményének meghatározására általában olyan különböző mutatószámokat, konstrukciókat, fogalmakat használ, amelyek a következő négy elméleti kategória valamelyikébe jól illeszkednek (Walker – Ruekert, 1987, Kaplan – Norton, 1996).

- *Hatásosság („Effectiveness”)*: A vállalat termékeinek és programjainak sikeressége a fő piaci versenytársakhoz viszonyítva. A hatásosságot leggyakrabban olyan mutatószámokkal igyekeznek mérni, mint az értékesítési árbevétel, a piaci részesedés, az értékesítési árbevétel vagy a piaci részesedés százalékos változása.
- *Hatékonyág („Efficiency”)*: A hatékonyság a vállalatok jövedelmezőségét igyekeznek megragadni és számszerűsíteni. Minden hatékonysági mutató valamilyen módon a vállalat által generált outputokhoz felhasznált input erőforrások arányát méri. A leggyakrabban használt hatékonysági mutatószámok a vállalati pénzügyek irodalmából jól ismertek: befektetett tőke-arányos megtérülés (ROI), eszközarányos megtérülés (ROA), saját tőke arányos megtérülés (ROE), lekötött-tőke arányos megtérülés (ROCE), befektetésarányos cash flow (CFOI) stb. Érdemes megjegyezni, hogy az elmúlt két évtized során a legkülönfélébb vezetés- és szervezéstudományi diszciplínák (marketing, HR-menedzsment, logisztika stb.) igyekeztek stratégiai hozzáadott értéküket kvantitatív formában igazolni. Az elsősorban a befektetők érdekeit prioritásként kezelő hatékonysági teljesítményindikátorok közül ily módon emelkedett ki a részvényesi érték („Shareholder Value”), amely hamar a stratégiák és taktikai szintű programok értékelésének egyik legelterjedtebb eszköze lett (Day – Fahey, 1988; Srivastava et al., 1999; Doyle, 2000).
- *Alkalmazkodóképesség („Adaptability”)*: A cégek válaszképessége az állandóan változó külső és belső környezeti tényezőkre. Az alkalmazkodóképesség számos módon értékelhető, legelter-

jedtebb mutatószámok: új termékek sikeres piaci bevezetése a fő versenytársakhoz viszonyítva, az új termékek által generált forgalom százalékos részesedése az értékesítési árbevételben stb.

- *Innovativitás („Innovativity”)*: Bár az innováció meghatározása továbbra is sok tekintetben a téma klasszikusa, Schumpeter termelésorientált megközelítésén alapszik, a szerző a cikk marketingfókuszára való tekintettel inkább a Peter Drucker-féle fogyasztói perspektívát hangsúlyozza. E szerint az innovativitás olyan piaci lehetőségek gyors vállalati kiaknázása, mint pl. a demográfiai változások, a szemléletváltozás, az ipar szerkezeti változásai, a váratlan események stb. (Drucker, 1985).

Az első két mutatócsoport (a hatásosság és a hatékonyság) alapvetően a szervezetek által követett üzleti stratégiák szigorú értelemben vett múltbeli teljesítményét értékeli, hiszen a már megvalósult folyamatok kvantitatív mutatószámokban kifejezett piaci és pénzügyi eredményeit vizsgálja. Ezzel szemben az alkalmazkodóképesség és az innovativitás a vállalkozások múltbeli piaci működésének értékelésén túl igyekeznek iránymutatást adni a szervezetek várható jövőbeli stratégiai potenciáljáról is. A fentebb említett teljesítménymutató csoportok a szerző véleménye szerint meglehetősen jól illeszkednek a Kaplan – Norton-féle Balance Scorecard mutatószámrendszer különböző konstrukcióihoz. Ugyanis megállapítható, hogy a hatásosság és a hatékonyság elsősorban a pénzügyi és működési dimenzióval, míg az alkalmazkodóképesség és az innovativitás a vevői, illetve tanulási perspektívával mutat párhuzamot.

Fontos leszögezni, hogy természetesen az egyes teljesítményindikátor csoportok alakulása egymástól nem független. Érdemes például arra gondolni, hogy a kiemelkedő alkalmazkodás és innovativitás a legtöbbször növekvő árbevételhez, magasabb piaci részesedéshez, tehát kiemelkedő hatásossági teljesítményhez vezet. A Miles és Snow-féle stratégiai tipológia vizsgálatára irányuló kutatások döntően a hatásosság és hatékonyság dimenziókra fókuszálva értékelik az egyes stratégiai típusok üzleti teljesítményét. Ennek megfelelően a szerző is e két teljesítménydimenzió értékelésére kíván nagyobb hangsúlyt fektetni. Az előbbi egyszerűsítésnek nyújt megfelelő elméleti alapot a hazai marketing-szakirodalom is, amely marketinghatékonyságon a marketingráfördítések – általában az értékesítési árbevétel százalékos arányában kifejezett – megtérülését, míg marketinghatásosságon a kitűzött marketingcél hosszú távú hatásfokát – legtöbbször a megfelelő piaci pozíció elérését – érti, és kezeli kiemelt prioritásként (Bauer – Berács, 2006).

A fentiekből is jól látható, hogy a környezeti alkalmazkodás alapján meghatározott üzleti teljesítmény egy olyan többdimenziós konstrukció, amelynek alakulását számos tényező befolyásolja (Chakravarthy, 1986; Walker – Ruekert, 1987; Kaplan – Norton, 1996). A következőkben ezen, elsősorban a teljesítmény mérésével kapcsolatos, tényezők rövid ismertetésére kerül sor.

- *A teljesítményértékelés szintje:* Jelentősen befolyásolja a teljesítménymutatók megválasztását és alakulását, hogy a teljesítményt vállalati, stratégiai üzleti egységi vagy funkcionális szinten végezzük.
- *A választott stratégia típusa:* Különösen fontos szempont a M&S-féle stratégiai típusok teljesítményértékelésekor, hiszen a különböző típusok eltérő hangsúlyt fektetnek a hatásosságra és a hatékonyságra. A Kutatók inkább a hatásosságra, a Védekezők inkább a hatékonyságra fókuszálnak (Hambrick, 1983), míg az Elemzők igyekeznek fenntartani az egyensúlyt a két teljesítménydimenzió között.
- *A teljesítménymérés időhorizontja:* Természetesen korántsem semleges, hogy a rövid vagy hosszú távú teljesítményt kívánjuk-e értékelni, hiszen a különböző időhorizontok más-más teljesítményindikátorokat indokolnak, és nagymértékben determinálják is azokat. Érdemes arra gondolni, hogy a magas piaci részesedés elérése rövidtávon legtöbbször magas befektetéseket igényel, amely csökkenti a jövedelmezőségi mutatók értékét.
- *Szubjektív vs. objektív teljesítménymutatók:* Természetesen elképzelhető, hogy a szubjektív, menedzseri értékítéleten alapuló teljesítménymutatók eltérnek az objektív forrásokban (mérleg, eredménykimutatás, cash flow-kimutatás stb.) nyilvántartott teljesítményindikátoroktól. Bár számos kutatás bizonyította, hogy a vállalati vezetők teljesítménnyel kapcsolatos szubjektív megítélése és az objektív mutatók közötti eltérés nem bizonyul szignifikánsnak (Morgan – Kaleka – Katsiekas, 2004).
- *Érintettek (Stakeholders):* Kiknek szól elsősorban a teljesítményértékelés? Más teljesítménykritériumok foglalkoztatják a befektetőket, a menedzsereket, a munkavállalókat, az adóhatóságot, a kormányzatot, a helyi közösségeket, a civil szervezeteket, a szakszervezeteket, a környezetvédőket és még sok egyéb szervezetet.
- *A vizsgált iparág vagy az összehasonlított iparágak szerkezeti, technológiai versenyintenzitási stb. jellemzői:* Bizonyos iparágak markánsan eltérő karakterrel rendelkeznek, így ilyen esetekben a leginkább iparág-specifikus teljesítménymutatók alkalmazása indokolt.

A tipológia megalkotását követően Miles és Snow a négy stratégiai típus valamelyikét követő vállalatok teljesítményére vonatkozóan két jelentős állítást, feltételezést fogalmazott meg:

- 1) A Kutató, Védekező és Elemző vállalatok teljesítménye mindig – azaz tetszőleges környezeti feltételek esetén – felülmúlja a Reagálókét.
- 2) A Kutató, Védekező és Elemző stratégiát követő vállalatok teljesítménye nagy átlagban közel azonos, bármely stratégiai típus eredményezhet kiemelkedő üzleti teljesítményt, amennyiben a stratégiai implementáció megfelelő volt.

Ugyan a későbbi kutatások az egyes M&S-i stratégiai típusok teljesítményvonatkozásainak számos más aspektusát is vizsgálták, a fenti két állítás elemzése legalább implicit formában szinte az összes tanulmány során előkerült (2. táblázat).

### Amit tudunk

A Miles és Snow-féle stratégiai típusok marketing- és teljesítményvonatkozásainak rövid ismertetését követően érdemes néhány pontban összefoglalni, hogy a különböző kutatási területeket vizsgáló tanulmányok meglehetősen heterogén eredményei ellenére milyen általános megállapításokat tehetünk a tipológiáról. Szükséges leszögezni, hogy a következőkben megfogalmazott állítások nem tekinthetők teljes mértékű, örök igazságoknak, csupán az eddigi kutatások során legtöbbször bizonyított hipotéziseket tükrözik. A M&S-i kutatások leginkább vitatott kérdéseivel (iparági környezetfüggőség, közel azonos teljesítmény stb.) kapcsolatos elmentmondásos kutatási eredmények értelemszerűen nem tekinthetők általános megállapításoknak.

- 1) A M&S-i stratégiai tipológia relevánsnak, működőképesnek és stabilnak bizonyult elsősorban az Egyesült Államok piacán, de néhány alkalommal más országok vállalatai körében is azonosították.
- 2) Az Alacsony Költségű és Differenciáló Védekezők közötti különbségtétel indokolt és empirikusan igazolt.
- 3) A marketingtevékenységekre, termék-, illetve szolgáltatásinnovációkra a Kutatók és a Differenciáló Védekezők fordítják a legnagyobb hangsúlyt, míg az Alacsony Költségű Védekezők a termelés és elosztás maximális költséghatékonyságának biztosítására törekednek.
- 4) A Kutató vállalatok esetében a hatásossági, míg a Védekezőkében a hatékonysági teljesítményindikátorok élveznek prioritást. Az Elemzők mindkét teljesítménymutató esetében egy átlag feletti szintet céloznak meg.

**A Miles és Snow-féle üzletstratégia-típusok teljesítményvonatközzései**

Szerzők	Vizsgált iparágak	Hatásossági teljesítményindikátor	Hatékonyági teljesítményindikátor	Azonosított, illetve elemzett stratégiai típusok	Főbb eredmények
Snow – Hrebiniak (1980)	Félvezetőgyártó, légi közlekedési, műanyag- és autóiipari vállalatok	Nincs	Pénzügyi teljesítmény: összes jövedelem és az összes eszköz aránya, valószínűleg ROA	Kutatók, Elemzők, Védekezők, Reagálók	Kompetitív iparágakban a Kutatók, Elemzők, a Védekezők üzleti teljesítménye meghaladja a Reagálókat, viszont regulatív környezetben ennek a fordítottja áll fenn
Hambrick (1983)	Az elsősorban termelő-gyártó vállalatokat tartalmazó PIMS adatbázis alapján, a cégek iparágait érett/növekvő, illetve innovatív/nem innovatív kategóriákba rendezve	Piaci részesedés változása	Befektetett-tőke arányos megtérülés (ROI) és befektetésarányos pénzáram (Cash flow on investment – CFOI)	Kutatók és Védekezők	Hatékonyági teljesítménymutatók esetében (ROI, CFOI) a Védekezők, míg hatásossági teljesítményindikátoroknál a Kutatók mutatnak magasabb eredményt
McKee – Varadarajan – Pride (1989)	Bankszektor, bankbetétek piaca	Piaci részesedés százalékos változása	Eszközarányos, illetve befektetett tőkearányos megtérülés (ROA és ROE)	Kutatók, Elemzők, Védekezők	A piaci volatilitás mértéke moderálja a stratégia és a teljesítmény közötti kapcsolatot. Enyhén volatilis piacokon U alakú teljesítménygörbe és az Elemzők ROA és ROI alapján jobban teljesítenek. Negatív volatilitással jellemezhető piacokon a védekezők a piaci részesedés alapján teljesítenek kiemelkedően, míg a kutatók magas volatilitású piacokon sem hatásossági, sem hatékonysági alapon nem múlták felül a Védekezőket és az Elemzőket
Shortell – Zajac (1989)	Kórházak	Nem megfelelően definiált	Nem megfelelően definiált	Kutatók, Elemzők, Védekezők	Felfedezhető szignifikáns különbség a Kutató, Védekező, Elemző és Reagáló vállalatok teljesítménye között
Conant – Mokwa – Varadarajan (1990)	Egészségmegőrző szervezetek (HMO)	Nincs	A vállalat általános profitabilitása, valamint a befektetett tőke megtérülése (ROI)	Kutatók, Elemzők, Védekezők, Reagálók	Bár kiemelkedő marketingképességekkel rendelkeznek a Kutatók, teljesítményük nem különbözik szignifikánsan a Védekezőkétől és az Elemzőkétől, de mindhárom „stabil” stratégiai típus üzleti teljesítménye felülmúlja a Reagálókat
Dvir – Segev – Shenhar (1993)	Számítástechnika és elektronika	Megrendelések generálása rövid távon, hosszú távon új üzleti lehetőségek teremtése, a hosszú távú prosperitáshoz szükséges tudományos és technológiai képességek megléte	Rövid távú jövedelmezőségi szint: A pénzügyi célok teljesülésének általános értékelése	Kutatók, Elemzők, Védekezők	A technológiai monitoring intenzitása, valamint az új alkalmazások bevezetése teljesítménybeli különbségeket indukál az egyes M&S-i stratégiai típusokon belül és között is. A közölcselességgel ellentétben a technológiai alkalmazkodás nem a Kutatók, hanem a Védekezők teljesítményét javíthatja leginkább hosszú és rövid távon egyaránt

Szerzők	Vizsgált iparágak	Hatásossági teljesítményindikátor	Hatékonyági teljesítményindikátor	Azonosított, illetve elemzett stratégiai típusok	Főbb eredmények
Slater – Narver (1993)	Fa- és bútorigar	Nincs	Eszközarányos megtérülés (ROA) a fő versenytársakhoz képest	Kutatók, Elemzők, Védekezők	Kutatók esetében az innováció és a jövedelmezőség között pozitív, míg a piaci növekedés és a profitabilitás között kissé ellentmondásos, negatív kapcsolat figyelhető meg. Az Elemzők viszonylag alacsony költséggel és magas hatékonysággal működnek, míg a Védekezők csak akkor lehetnek kiemelkedően jövedelmezők, ha az állandó folyamatinnovációra és a TQM-re nagy hangsúlyt fektetnek
Matsuno – Mentzer (2000)	Számos iparág termelő-gyártó vállalatait tartalmazó, heterogén minta	Piaci részesedés növekedési üteme az előző évhez, az értékesítés növekedési üteme a fő versenytársakhoz képest, illetve az új termékek értékesítésének részesedése az éves forgalomból (%)	Befektetett-tőke arányos megtérülés (ROI)	Kutatók, Elemzők, Védekezők	A M&S-i stratégiai típusok szignifikánsan moderálják a piaci orientáció és az üzleti teljesítmény közötti kapcsolatot, ROI tekintetében a Védekezők felülmúlják az Elemzőket és a Kutatókat, míg piaci teljesítményben a Kutatók eredménye bizonyult a legmagasabbnak
Slater – Olson (2000)	24 szűkebb-tágabb iparág termelő-gyártó vállalatait tartalmazó, heterogén minta	Piaci teljesítmény: Piaci részesedés és értékesítés növekedési üteme a legfőbb versenytársához, ill. a realizált értékesítési volumen és elért piaci részesedés a célokhoz viszonyítva	Jövedelmezőség: Profitabilitás a legfőbb versenytársához és a kitűzött célokhoz képest – nincs konkretizálva a teljesítményindikátor	Kutatók, Elemzők, Alacsony Költségű Védekezők, Differenciáló Védekezők és Reagálók	Az egyes stratégiai típusokon belüli teljesítménykülönbségeket vizsgálja és azonosítja az eladási stratégia azon aspektusait, amelyek az egyes típusok kiemelkedően teljesítő vállalataira jellemzőek
Slater – Olson (2001)	Rendkívül tág, termelő és szolgáltató vállalatokat egyaránt tartalmazó heterogén minta	Piaci teljesítmény: Értékesítési árbevétel és piaci részesedés	Jövedelmezőség: Befektetett-tőke arányos megtérülés (ROI)	Kutatók, Elemzők, Alacsony Költségű Védekezők, Differenciáló Védekezők	Inkább az egyes stratégiai típusokon belüli különbségeket vizsgálta. Kiemelkedő teljesítmény akkor realizálható, ha az üzleti stratégia (K, E, AKV, DV) és a marketingstratégia (Agresszív, Tömeg, Minimalizáló, Érték) illeszkedése optimális
Vorhies – Morgan (2003)	Teherszállítás	Marketinghatásosság: A piaci részesedés növekedési ütemével, az értékesítés növekedésével, ill. a piaci pozícióval kapcsolatos célok megvalósulása	Marketinghatékonyág: Marketing és értékesítési ráfordítások aránya a vállalat üzemi eredményéhez	Kutatók, Elemzők, Védekezők	Az egyes stratégiai típuson belüli teljesítménykülönbségeket vizsgálta. Amennyiben jól illeszkednek a marketing-szervezet jellemzői az üzleti stratégiához, akkor kiemelkedő a hatásosság a Kutatók, az Elemzők és a Védekezők esetében, illetve magas hatékonyság a Kutatóknál és a Védekezőknél
Olson – Slater – Hult (2005)	Rendkívül tág, termelő és szolgáltató vállalatokat egyaránt tartalmazó heterogén minta	Általános menedzseri teljesítményértékelés: A vállalat általános üzleti teljesítménye mennyiben felelt meg az elvárásoknak és hogyan alakult a főbb versenytársakéhoz képest, valamint mennyire volt elégedett ezzel a felső vezetés		Kutatók, Elemzők, Alacsony Költségű és Differenciáló Védekezők	Elsősorban az egyes stratégiai típusokon belüli teljesítménykülönbségeket próbálta magyarázni. Csak akkor realizálható optimális teljesítmény, ha a stratégiai típus, a marketingfunkció strukturális jellemzői és a stratégiai orientáció megfelelően illeszkednek. Az illeszkedés és a teljesítmény között szignifikáns kapcsolat az Alacsony Költségű Védekezők (belső/költség-orientáció) esetében mutatható ki

Szerzők	Vizsgált iparágak	Hatásossági teljesítményindikátor	Hatékonyági teljesítményindikátor	Azonosított, illetve elemzett stratégiai típusok	Főbb eredmények
Desarbo et al. (2005)	Rendkívül tág, elsősorban termelő vállalatokat tartalmazó heterogén minta – gyógyszeripar, szórakoztatóelektronika, telekommunikációs berendezések, félvezetők, informatika, gépgyártás stb.	Relatív piaci részesedés, értékesítési árbevétel növekedési üteme, értékesítési árbevétel a kitűzött célhoz képest, általános vevőmegtartás, kulcsvevők megtartása	Profit, ROA, ROI, ROIPEC (Az elmúlt 3 üzleti év átlagos befektetett-tőke-arányos megtérülése), ROI alakulása a kitűzött célhoz képest és átlagos haszonkulcs	Kutatók, Elemzők, Védekezők, Reagálók és adott esetben ezek hibrid klaszterei	A kiemelkedő marketing-képességekkel rendelkező Védekezők és a tudatosan, felelősségteljesen fejlesztő Kutatók a hatásossági és hatékonysági indikátorok alapján egyaránt felülmúlják a többieket.
Slater – Olson – Hult (2006)	Rendkívül tág, termelő és szolgáltató vállalatokat egyaránt tartalmazó heterogén minta	Objektív és szubjektív hatásossági teljesítménymutatók: Piaci részesedés és értékesítési árbevétel alakulása az elmúlt évben és a legfőbb versenytársához képest	Nincs	Kutató, Elemző, Alacsony Költségű és Differenciáló Védekezők	A stratégialakítási képesség és az üzleti teljesítmény közötti kapcsolatot a M&S-i stratégiai típusok moderálják. A stratégialakítási képesség bizonyos aspektusai eltérő mértékű és irányú üzleti teljesítményváltozást okozhatnak az egyes M&S-i típusokban
Kabanoff – Brown (2008)	Igen tág, ausztrál termelő és szolgáltató vállalatokat egyaránt tartalmazó heterogén minta	Nincs	Eszközarányos megtérülés (ROA), sajáttőke-arányos megtérülés (ROE), valamint a részvényárfolyam és az egy részvényre jutó nyereség hányadosa (PER)	Kutatók, elemzők, Termelékeny Védekezők (Alacsony Költségű Védekezők), Szolgáltatóorientált Védekezők (Differenciáló Védekezők), Reagálók és Újrastrukturálók (hibrid stratégia típus)	Az egyes M&S-i stratégiai típusokat követő vállalatok között tapasztalható teljesítménykülönbségeket elsősorban az eltérő iparágak környezeti jellemzői magyarázzák, de adott esetben a menedzserek stratégiai kogníciói is játszhatnak szignifikáns szerepet.

- 5) A külső és belső környezeti alkalmazkodás megfelelősége és az üzleti teljesítmény között pozitív szignifikáns kapcsolat mutatható ki
- 6) Néhány kivételtől eltekintve a Kutató, Elemző és védekező stratégiát követő vállalatok teljesítménye rendre felülmúlja a Reagálókét.

### Az eddigi kutatások hiányosságai, korlátai és a jövőbeli kutatási irányokra, területekre vonatkozó javaslatok

Az utóbbi három évtizedben a Miles és Snow által kidolgozott stratégiai tipológia komoly sikereket könyvelhetett el, számtalan elméleti kutatás fordított rá kiemelt figyelmet, és bebizonyosodott gyakorlati alkalmazhatósága is. Azonban számos alkalommal került mind az akadémiai-kutatói, mind pedig a menedzseri viták középpontjába. Az elméleti alapoktól kezdve, a kutatás-módszertani eszközökön át, egészen az üzleti életre vonatkozó következtetésekig, a kritikusok a tipológia vizsgálatára irányuló kutatások legtöbb aspektusát bírálták. E fejezetben azokra a területekre igyekszik a szerző rávilágítani, amelyek a kutatások jelentősebb korlátait, hiányosságait képezik, és javaslatokat fogalmaz meg az egyes problematikus pontok megoldására is.

- 1) *A stratégiai típusok azonosítása:* A M&S-i kutatók egyik módszertani sarokpontjának számít, hogy milyen módszerrel, eljárással próbálják a kutatók beazonosítani a vizsgált vállalatok által követett stratégiai típusokat. Snow és Hrebiniak (1980) szerint alapvetően négy erre alkalmas módszert különböztethetünk meg, Conant et al. (1989) ezeket egészítették még ki a skálázási technikákkal. A különböző Miles és Snow-i stratégiai típusok feltárására a kutatóknak az alábbi technikák állnak rendelkezésre:

- az „önkitöltős” módszer („Self-typing paragraph method”), amikor arra kéri a válaszadó menedzsereket, hogy a kutatók által egy bővített mondatban, esetleg egy tömör bekezdésben megfogalmazott M&S-i stratégiai típusok közül válasszák ki azt, amelyik leginkább jellemző vállalatukra,
- a szerzők általi besorolás, amikor a kutatók a vizsgált vállalatok tevékenységének alapos megismerését követően néhány önkényesen megválasztott kritérium alapján stratégiai típusokba rendezik a cégeket,
- független, iparági szakértők értékelése, ez esetben a M&S-i tipológiát ismerő, felkért szakember osztályozza a vállalatokat,

- *objektív mutatókon alapuló azonosítás*, amikor cégprofilok, éves beszámolók, kamarai jelentések, versenyhivatali elemzések és hasonló dokumentumok alapján igyekeznek a kutatók stratégiai típusokba sorolni a vizsgált vállalatokat,
- *a skálák*, az adaptív ciklus mindhárom szakaszára, azaz a vállalkozói, tervezési és adminisztratív problémára egyaránt állításokat tartalmazó, több-tételes skálák is alkalmasak lehetnek a stratégiai típusok menedzserek, majd kutatók általi meghatározására.

A fentiek közül leginkább elterjedt módszer az önkitöltős, amely ugyan rendkívül praktikus, de számos tökéletlenségtől szenved. Egyrészt a M&S-i stratégiai típusokat leíró mondatok meglehetősen durva egyszerűsítésekkel élnek és túlságosan szélsőséges, ideáltipikus eseteket tükröznek. Ez elsősorban abban nyilvánul meg, hogy a megfogalmazások kizárólag az adaptív ciklus vállalkozói problémájára, azaz a vállalatok termékpiacon működési körére fókuszálnak. Így – az adminisztratív és tervezési probléma elemeinek negligálásával – fennáll a veszélye annak, hogy a valóságban ilyen tiszta formában nem is létező, sokkal inkább az akadémikusok által létrehozott, mesterséges stratégiai típusokról számolnak be a menedzserek (Hambrick, 1983). Annak érdekében, hogy a jövőbeli kutatások ne szenvedjenek jelentős érvényességi csorbát, mindenképpen érdemes legalább két módszerrel azonosítani a vizsgált vállalatok által követett stratégiai típusokat, majd a kapott eredményeket statisztikai próbákkal is összehasonlítani. Így nemcsak a kutatások érvényessége, de megbízhatósága is nagymértékben javulhat.

2) Az „önkitöltős” módszer további gyengéje, hogy általában jóval alacsonyabb számú Reagáló stratégiai típust követő vállalatot azonosít, mint amennyi a valóságban létezik. Ennek oka a Reagáló stratégiai típus meglehetősen „fekete-fehér” megfogalmazásában rejlik. *„A Reagáló vállalatok nem képesek egy konzisztens stratégiai alkalmazkodási magatartásminta kifejlesztésére, sem egyértelmű termékpiacon orientáció meghatározására. Elsősorban rövid távú orientációval rendelkeznek, és a piaci környezet kompetitív, technológiai stb. feltételeinek nyomására cselekednek.”* (Slater – Olson, 2000: 829. old.) Az előbbi definíció alapján érthető, hogy a válaszadó felső vezetők miért vonakodnak attól, hogy saját vállalatukat ezzel a stratégiai típussal jellemezzék. Az „önkitöltős” módszer e hiányossága miatt is indokolt egyszerre több stratégiafeltáró módszer alkalmazása, így jelentősen megkönnyíthető a Reagáló azonosítása.

- 3) *A kutatások nem elhanyagolható hányada eleve kizárja a vizsgálatból a Reagáló vállalatokat azaz az indokkal, hogy úgysem képesek felmutatni konzisztens stratégiai magatartásmintákat, és ennek következtében nehéz lenne az ő stratégiai profiljuk megalkotása. Ráadásul a legtöbb kutatás bizonyítja, hogy teljesítményük is elmarad a többi stratégiai típustól. Ennek ellenére úgy gondolom, ahhoz, hogy a Reagáló elmozduljanak a tudatos stratégiai magatartás irányába, elengedhetetlen, hogy a Kutatók jobban megismerjék aktuális állapotukat, legfőbb jellemvonásaikat, s a tapasztalataikból kiindulva javaslatokat fogalmazzanak meg számukra a sikeres stratégiai alkalmazkodásról.*
- 4) Annak ellenére, hogy szinte mindig nagyszámú és markánsan elkülönülő csoportot alkotnak, *nagyon keveset tudunk az Elemző vállalatok jellemzőiről.* A menedzserek gyakorlati döntéseinek támogatása érdekében tisztázni szükséges, hogy mennyiben tekinthetők az Elemző vállalatok a Kutatók és a Védekezők ötvözetének, vagy milyen mértékben képeznek önálló sajátosságokkal rendelkező stratégiai típust (Hambrick, 2003).
- 5) *A M&S-i stratégiai tipológiával foglalkozó tanulmányok szinte kivétel nélkül a nagyvállalatokra fókuszálnak.* A gazdasági társaságok elsőprő számbeli többségét kitevő, a foglalkoztatottak jelentős hányadát alkalmazó kis- és közepes vállalkozások stratégiai orientációjának és teljesítményének vizsgálata az eddigiekben rendre elkerülte a kutatók figyelmét. Néhányan ezt azzal magyarázzák, hogy a kkv-k lehetséges, hogy nem is alakítanak ki a környezeti alkalmazkodáshoz szükséges, tudatos stratégiai magatartásmintákat (Olson et al., 2006). Az állítás kissé provokatív, bizonyítása vagy cáfolása a jövő kutatóinak feladata.
- 6) *A kutatások jelentős része az egy válaszadós technikát alkalmazza.* Ez értelemszerűen sok esetben a különböző erőforráskorlátoknak köszönhető, de amennyiben a kutatóknak lehetőségében áll, akkor javasolt a kvantitatív kérdőíveket a vállalatok több felső vezetőjével is lekérdezni. Egy felső vezető véleménye ugyanis adott esetben torzított képet mutathat a válaszadó személyiségének, birtokában lévő információmennyiségnek, érdekeinek stb. függvényében. A leggyakrabban megkérdezett vezérgazgatóknak sokszor kevés információja van például arról, milyen szervezeti jellemzőkkel írható le a marketingfunkció, vagy éppen mely marketingtaktikai lépések illeszkednek leginkább a választott marketing-, illetve üzleti stratégiához. Ezért a kutatások optimális mértékű érvényességének és

- megbízhatóságának elérése érdekében a több válszadás (vezérigazgató és marketingigazgató, marketingigazgató és pénzügyi igazgató stb.) technikák alkalmazása erősen ajánlott.
- 7) *A M&S-féle kutatások esetében a tudományos munkák három alappillérevel (Babbie, 1995) – az érvényességgel, a megbízhatósággal és az általánosíthatósággal – kapcsolatos aggodalmak leginkább a különböző iparágakba tartozó vállalatok stratégiai teljesítményének összehasonlításakor merülnek fel.* A minél szélesebb körű általánosíthatóság elérése érdekében rengeteg olyan tanulmány született, ami olyan vállalatok stratégiai teljesítményét vetette össze, amelyek teljesen eltérő karakterű iparágakban tevékenykedtek. Az eltérő piaci turbulenciával, különböző versenyintenzitással, technológiai ciklussal, állami szabályozási mechanizmussal rendelkező iparágak vállalatai teljesítményének összehasonlítása komoly érvényességi kételyeket ébreszt. Érdeemes elgondolkodni, mennyire illuzórikusnak tűnhet a kiskereskedelem és a biotechnológia, esetleg a bankszektor és a mezőgazdaság vállalatainak stratégiai teljesítményét, akár például piaci részesezés vagy ROI alapján, összevetni! A megbízhatóság és érvényesség biztosítása érdekében érdemes a kutatóknak óvatosabbnak lenni, s inkább egy adott iparág cégeinek összehasonlítása alapján levonni a M&S-i stratégiai típusok teljesítménykonzekvenciáit. Ugyan ez szűkíti a kutatás eredményeinek általánosíthatóságát, viszont kevesebb kritikai felületet kínál. Természetesen az optimális megoldást az egyetlené, ha minél több iparág-specifikus vizsgálatot lehetne lefolytatni, és a kutatók e tapasztalatok alapján fogalmazhatnák meg a különböző karakterű iparágakban működő vállalatok teljesítményére vonatkozó következtetéseiket. Ehhez persze mindenekelőtt erőforrások szükségesek, de csak ezek birtokában lehet elérni a megbízhatóság és érvényesség, illetve az általánosíthatóság között fennálló, „trade-off” jellegű kapcsolatban az egyensúlyt.
- 8) Ugyan számos módszertani tanulmány bizonyítja, hogy a *szubjektív*, menedzseri értékítéleten alapuló és az *objektív* indikátorok alapján megállapított stratégiai üzleti teljesítmény között erős korreláció tapasztalható (Ramanujam – Venkatraman, 1986; Morgan et al., 2004), ennek ellenére indokolt lehet a menedzseri véleményeken alapuló teljesítmény-mutatókat, az érvényesség és megbízhatóság érdekében, a lehetőségekhez mérten, objektív indikátorokkal is ellenőrizni. Különösen hasznos lehet ez a turbulensen változó, átrendeződő iparágak vállalatainak esetében.
- 9) Néhány kutató komoly aggodalmát fejezte ki azzal kapcsolatban, hogy a válszadás menedzserek számára sokszor nem megfelelően tisztázott, hogy a kutatók melyik stratégiára vonatkozóan is igyekeznek tőlük információt gyűjteni: a *jelen vagy jövőbeli stratégiára, a tervezett (szándékolt) vagy esetleg a realizált stratégiára (Mintzberg, 1978)?* A jövő kutatásaiban ezt feltétlenül le kell szögezni az adatfelvételek legelső fázisában. A stratégiák e perspektívából történő megkülönböztetésének komoly tudományos hozzáadott értéke is lehet. Ugyanis, amennyiben a kutatók képesek lennének két vagy több időpontban, például a tervezett és a megvalósult stratégia vizsgálatára, összehasonlítására, akkor hasznos megállapításokat tehetnének a stratégia megváltoztatására, illetve a stratégiai átmenetre vonatkozóan. Ehhez a kihíváshoz kapcsolódik szorosán a következő pont is.
- 10) *A M&S-i stratégiai tipológia vizsgálatára irányuló munkák döntő többsége – néhány kivételtől eltekintve – keresztmetszeti kutatás volt.* Ahogy a stratégiai menedzsment szakirodalomban általában is, a M&S-i kutatások esetében különösen nagy szükség lenne jól megalapozott *longitudinális*, panel típusú vizsgálatok lefolytatására. Így számos, az előző pontban ismertetett kihívásra kínálhatnának megoldást a kutatók. Nevezetesen menedzseri következtetéseket fogalmazhatnának meg arra vonatkozóan, hogyan kell stratégiai orientációt váltani, mi jellemzi a stratégiai átmenetet, milyen taktikai lépések meghozatala szükséges a sikeres átmenet menedzseléséhez stb.
- 11) Az egyes stratégiai típusok teljesítményének vizsgálatokor a jövőben célszerű elrugaszkodni attól az állásponttól, hogy kizárólag a befektetők és a menedzserek számára fontos hatékonysági és hatásossági mutatók élveznek prioritást. A M&S-i stratégiai típusok teljesítményértékelésébe be kell hozni olyan korszerű teljesítmény-mutatókat, amelyeket *további „stakeholderek”* – munkavállalók, környezetvédők, civil szervezetek stb. – folyamatosan követelnek. Ilyenek lehetnek például a munkavállalói elégedettség, lojalitás, környezeti terhelés stb.
- 12) A szerzők legtöbbször a Kutató, Elemző, Védekező (alacsony költségű és Differenciáló), valamint Reagáló vállalatok *közötti* stratégiai teljesítménykülönbségekre fókuszálnak. A jövő kutatóinak érdemes lenne nagyobb figyelmet fordítani az egyes stratégiai típusokon *belüli* teljesítményeltérésekre, és a menedzserek számára feltárni azokat a tényezőket, amelyek ezeket a különbségeket előidézik.

13) Néhány ritka kivételt nem számítva, a M&S-féle kutatások során elsősorban az *Egyesült Államok* piacán működő vállalatokból merített minta alapján fogalmazták meg következtetéseiket a szerzők. Minden bizonnyal rendkívül izgalmas, kihívásokkal teli kutatási területnek minősülne olyan országok, esetleg régiók vállalatainak stratégiai típusvizsgálata, amelyek nem egy hatalmas, igen integrált, egységes piacon működnek, valamint az angolszász üzleti kultúra is csekélyebb mértékben jellemzi őket. Különösen érdekes lehet a turbulens környezeti változásokkal és hagyományosan erőteljes állami beavatkozással jellemezhető *BRIC* (Brazília, Oroszország, India, Kína) országok piacain működő vállalatok stratégiai orientációjának vizsgálata, csakúgy, mint a fejlett, de az angolszásztól eltérő üzleti kultúrával rendelkező, *meghatározó európai, kontinentális piacok* (Németország, Franciaország) vállalatainak Miles és Snow fókuszú stratégiai megközelítése. Végezetül a kutatások során nagyobb érdeklődést kellene fordítani annak a kérdésnek a megválaszolására is, hogy mennyiben tekinthető a M&S-i tipológia relevánsnak a *relatív kis országok – például Magyarország – piacain* működő vállalatok esetében. A fenti igénnyel kapcsolatban mindenképpen ki kell emelnünk Berács et al. (1995) kutatását, akik a '90-es évek elején-közepén, post hoc megközelítés keretében vizsgálták a magyarországi vállalatok marketingstratégiáit. A szerzők a vállalkozások üzleti környezete, valamint további négy – a marketingstratégia kialakítása során különösen fontos – változó (stratégiai célok, célok elérésének módja, piaci szegmentáció és célcsoportképzés, valamint ár-minőség alapú pozicionálás) vizsgálata alapján öt markánsan elkülönülő stratégiai típust különböztettek meg. A magyarországi vállalatok esetében, klaszterelemzést követően azonosított, a Hatékonyságra, a Minőségre, az Alacsony árra törekvő Védekezők, valamint a Támadó és a Kiegyensúlyozott növekedő stratégiák jelentős átfedéseket mutattak Miles és Snow, illetve Walker-Ruekert Alacsony Költségű Védekezők, Differenciáló Védekezők és Kutatók stratégiai típusaival.

## Konklúzió

Természetesen még számos további elméleti és módszertani elégtelenséget, kutatási irányt, területet lehetne felsorolni. Az adminisztratív probléma manapság

kiemelt aspektusaira (topmenedzsment team összetétele, munkaerő-felvétel folyamata, munkaerő képzése, felsővezetők stratégiai gondolkodásmódja stb.) fókuszáló kutatásokra nagy szükség lenne. Kimeríthetetlennek tűnik azon potenciális kutatások forrása is, amelyek azt a kérdést vizsgálják, hogy az egyes vállalati funkciók (marketing, HR, logisztika, kontrolling stb.) milyen taktikai szintű és operatív tevékenységekkel járulhatnak leginkább hozzá a különböző M&S-i stratégiai típusokat követő cégek üzleti teljesítményéhez. A turbulensen változó világ gazdasági környezet a M&S-i stratégiákat követő vállalatok kockázatkerülő, illetve kockázatvállaló magatartásának vizsgálatát indokolja akár finanszírozási, befektetési, akár számos működési aspektusban (Hambrick, 2003). A szerző a legfontosabb kihívásnak a kutatások amerikai piactól való elrugaszkodását tartja. A M&S-féle stratégiai tipológia relevanciájának, stabilitásának bizonyítása az angolszász üzleti kultúrától eltérő környezetben, illetve kisebb piacokon, mind az elméleti, tudományos, mind pedig a gyakorlati előrelépés szempontjából kulcsfeladatnak számít. Ennek tükrében, következő munkájában a szerző a magyarországi vállalatok által követett stratégiai típusokat és jellemzőiket igyekszik majd összefoglalni.

## Felhasznált irodalom

- Berács J. – Hooley, Graham – Kolos K. (1995): Marketingstratégia Magyarországon: A hazai vállalatok tipológiája, *Vezetéstudomány*, XXVI. évf., 6. szám, p. 5–11.
- Achrol, R.S. – Kotler, P. (1999): Marketing in the Network Economy, *Journal of Marketing*, Volume 63, Special Issue, p. 146–163.
- Babbie, E. (1995): A társadalomtudományi kutatás gyakorlata, Balassi Kiadó, Budapest
- Chakravarthy, B.S. (1981): *Managing Coal: A Challenge in Adaptation*, SUNY Press, Albany, NY
- Chakravarthy, B.S. (1986): Measuring Strategic Performance, *Strategic Management Journal*, Volume 7, No. 5, p. 437–458.
- Chikán A. (2006): *Vállalatgazdaságtan*, Aula Kiadó, Budapest
- Child, J. (1972): Organizational structure, Environment and Performance: The Role of Strategic Choice, *Sociology*, Volume 6, p. 1–22.
- Conant, J.S. – Mokwa, P.J. – Varadarajan, P.R. (1990): Strategic Types, Distinctive Marketing Competencies and Organizational Performance: A Multiple Measures-Based Study, *Strategic Management Journal*, Volume 11, September, p. 365–384.
- Day, G. – Fahey, L. (1988): Valuing Market Strategies, *Journal of Marketing*, Volume 52, July, p. 45–57.

- Desarbo, W.S. – di Benedetto, C.A. – Song, M. – Sinha, I.* (2005): Revisiting the Miles and Snow Strategic Framework: Uncovering Interrelationships between Strategic Types, Capabilities, Environmental Uncertainty and Firm Performance, *Strategic Management Journal*, Volume 26, p. 47–74.
- Doyle, P.* (2000): Értékvezérelt Marketing, Panem Kiadó, Budapest
- Drucker, P.F.* (1985): Innovation and Entrepreneurship, Harper and Row, New York
- Dvir, D. – Segev, E. – Shenhar, A.J.* (1993): Technology's Varying Impact on the Success of Strategic Business Units within the Miles and Snow Typology, *Strategic Management Journal*, Volume 14, No. 2, February, p. 155–161.
- Hambrick, D.C.* (1981): Strategic Awareness within Top Management Teams, *Strategic Management Journal*, Volume 2, No. 3, p. 263–279.
- Hambrick, D.C.* (1982): Environmental Scanning and Organizational Strategy, *Strategic Management Journal*, Volume 3, No. 2, p. 159–174.
- Hambrick, D.C.* (1983): Some Tests of the Effectiveness and Functional Attributes of Miles and Snow's Strategic Types, *Academy of Management Journal*, Volume 26, No. 1, p. 5–26.
- Hambrick, D.C.* (2003): On The Staying Power of Defenders, Analyzers, and Prospectors, *Academy of Management Executive*, Volume 17, No. 4, p. 115–118.
- Hrebiniak, L.G. – Joyce, W.F.* (1985): Organizational Adaptation: Strategic Choice and Environmental Determinism, *Administrative Science Quarterly*, Volume 30, September, 1985, p. 336–349.
- Jaworski, B.J. – Kohli, A.K.* (1993): Market Orientation: Antecedents and Consequences, *Journal of Marketing*, Volume 57, July, p. 53–70.
- Kabanoff, B. – Brown, S.* (2008): Knowledge Structures of Prospectors, Analyzers and Defenders: Content, Structure, Stability and Performance, *Strategic Management Journal*, Volume 29, p. 149–171.
- Kaplan, R.S. – Norton, D.P.* (1996): The Balanced Scorecard, Harvard Business School Press, Boston, MA
- Matsuno, K. – Mentzer, J.T.* (2000): The Effects of Strategy Type on the Market Orientation – Performance Relationship, *Journal of Marketing*, Volume 64, October, p. 1–16.
- McDaniel, S.W. – Kolari, J.W.* (1987): Marketing Strategy Implications of the Miles and Snow Strategic Typology, *Journal of Marketing*, Volume 51, October, p. 19–30.
- McKee, D.O. – Vara darajan, P.R. – Pride, W.M.* (1989): Strategic Adaptability and Firm Performance: A Market-Contingent Perspective, *Journal of Marketing*, Volume 53, July, p. 21–35.
- Miles, R.E. – Snow, C.C.* (1978): Organizational Strategy, Structure and Process, McGraw Hill Book Company, New York
- Miles, R.E. – Snow, C.C. – Meyer, A.D. – Coleman, H.J.Jr.* (1978): Organizational Strategy, Structure and Process, *Academy of Management Journal*, July, p. 546–562.
- Mintzberg, H.* (1978): Patterns in Strategy Formation, *Management Science*, Volume 24, No. 9, May, p. 934–948.
- Mintzberg, H.* (1979): Structuring of the Organizations, Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Morgan, N. – Kaleka, A. – Katsiekas, C.* (2004): Antecedents of Export Venture Performance: A Theoretical Model and Empirical Assessment, *Journal of Marketing*, Volume 68, January, p. 90–108.
- Olson, E.M. – Slater, S.F. – Hult, G.T.M.* (2005): The Performance Implications of Fit Among Business Strategy, Marketing Organization Structure, and Strategic Behavior, *Journal of Marketing*, Volume 69, July, p. 49–65.
- Porter, M.E.* (1980): Competitive Strategy, The Free Press, New York
- Ramanujam, V. – Venkatraman N.* (1986): Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches, *Academy of Management Review*, Volume 11, No. 4, p. 801–814.
- Shortell, S.M. – Zajac, E.J.* (1990): Perceptual and Archival Measures of Miles and Snow's Strategic Types: A Comprehensive Assessment of Reliability and Validity, *Academy of Management Journal*, Volume 33, No. 4, p. 817–832.
- Slater, S.F. – Narver, J. C.* (1993): Product-market Strategy and Performance: An Analysis of the Miles and Snow Strategy Types, *European Journal of Marketing*, Volume 27, Issue 10, p. 33–51.
- Slater, S.F. – Narver, J.C.* (1994): Does Competitive Environment Moderate the Market Orientation-Performance Relationship?, *Journal of Marketing*, Volume 58, January, p. 46–55.
- Slater, S. – Olson, E.M.* (2000): Strategy Type and performance: The Influence of Sales Force Management, *Strategic Management Journal*, Volume 21, August, p. 813–829.
- Slater, S. – Olson, E.M.* (2001): Marketing's Contribution to the Implementation of Business Strategy: An Empirical Analysis, *Strategic Management Journal*, Volume 22, No. 11, November, p. 1055–1067.
- Slater, S. – Olson, E.M. – Hult, T.M.* (2006): Research Notes and Commentaries, The Moderating Role of Strategic Orientation on the Strategy Formation Capability – Performance Relationship, *Strategic Management Journal*, Volume 27, p. 1221–1231.
- Snow, C.S. – Hrebiniak, L.G.* (1980): Strategy, Distinctive Competence, and Organizational Performance, *Administrative Science Quarterly*, Volume 25, June, p. 317–336.
- Srivastava, R.K. – Shervani, T.A. – Fahey, L.* (1999): Marketing, Business Processes, and Shareholder Value: An Organizationally Embedded View of Marketing

Activities and the Discipline of Marketing, Journal of Marketing, Volume 63, Special Issue, p.168–179.

Vorhies, D.W. – Morgan, N.A. (2003): A Configuration Theory Assessment of Marketing Organization Fit with Business Strategy and Its Relationship with Marketing Performance, Journal of Marketing, Volume 67, January, p. 100–115.

Walker, O.C, Jr. – Ruekert, R.W. (1987): Marketing's Role in the Implementation of Business Strategies: A Critical

Review and Conceptual Framework, Journal of Marketing, Volume 51

Zahra, S.A. – Pierce, J.A. II. (1990): Research Evidence On The Miles-Snow typology, Journal of Management, Volume 16, Issue 4., December, p. 751–767.

Cikk beérkezett: 2010. 2. hó

Lektorai vélemény alapján véglegesítve: 2010. 4. hó

## Szerzőinknek

A Vezetéstudomány a Budapesti Corvinus Egyetem Gazdálkodástudományi Karának havi, referált folyóirata. Alapban a vezetési és gazdálkodási tudományterületekhez kapcsolódó témakörök elméleti és gyakorlati kérdéseit elemző és vizsgáló írások jelennek meg. A szerkesztőség ([robert.becsky@uni-corvinus.hu](mailto:robert.becsky@uni-corvinus.hu)) elektronikus formában kéri az írásokat.

A cikkeket elektronikus levélben (*MS Word fájl formátumban*) lehet a szerkesztőséghez eljuttatni. A Vezetéstudományban megjelent cikkek magyar és angol nyelvű összefoglalói elérhetőek a <http://www.vezetestudomany.hu> és a <http://vezetestudomany.hu> címeiken.

A lap tudományos folyóirat, ezért szövegek közti forráshivatkozások és ezek jegyzéke nélküli írásokat nem jelentet meg. A Vezetéstudományban megjelentetni szándékozott kéziratok szerzőitől az alábbi követelmények figyelembevételét kérjük:

- A cikkek szokásos terjedelme a hivatkozásokkal, ábrákkal és táblázatokkal együtt 20–24 oldal, 1,5-es sortávolsággal (*12-es betűméret, Times New Roman betűtípus*).
- A cikkek első oldalának alján tüntessék fel a szerző foglalkozását, munkahelyét és beosztását, elektronikus levelezési címét, a tanulmány elkészítésével kapcsolatos információkat és az esetleges köszönetnyilvánításokat.
- A kéziratához csatolandó egy magyar nyelvű és lehetőség szerint egy angol nyelvű rövid összefoglaló (*200 szót nem meghaladó terjedelemben*), valamint a cikk fő témaköreit megnevező kulcsszavak jegyzéke.
- Kiemeléshez *félkövér* és *dőlt betű* használható, aláhúzás nem. Jegyzeteket lehetőleg ne használjanak, amennyiben azok feltétlenül szükségesek, szövegvégi jegyzetként adják meg.
- A táblázatoknak és ábráknak legyen sorszáma és címe, valamint – átvett forrás esetén – pontos hivatkozása.
- Az ábrákat és a táblázatokat a kézirat végén, külön oldalakon, sorszámmal és címmel ellátva kérjük csatolni, helyüket a szövegben egyértelműen jelölve (pl. „Kérem az 1. táblázatot kb. itt elhelyezni!”).

- A szövegek közti bibliográfiai hivatkozásokat zárójelben, a vezetőknév és az évszám feltüntetésével kérjük jelölni: pl. (*Veress, 1999*); szó szerinti, idézőjeles hivatkozás esetén kiegészítve az oldal(ak) számával (pl. *Prahalad – Hamel, 1990: 85.*).

- Amennyiben egy hivatkozott szerzőnek több bibliográfiai tétele van ugyanazon évben, ezeket 1999a, 1999b stb. módon kell megkülönböztetni.

- A felhasznált források cikk végén elhelyezett jegyzékét ábécérendben kérjük, a következő formában:

1. *példa* (könyv): Porter, M.E. (1980): *Competitive Strategy*; New York: The Free Press

2. *példa* (folyóiratcikk): Prahalad, C.K. – Hamel, G. (1990): *The Core Competence of the Corporation*; Harvard Business Review, május–június, 79–91. o.

A formai követelmények fentiekben érvényesített, ún. „Harvard” rendszeréről (*más néven „szerző/év” vagy „név/dátum” hivatkozási módszerről*) részletes tájékoztatást nyújtanak az alábbi WEB-címeiken elérhető források.

Havi folyóirat lévén és a megjelenés átfutási idejének csökkentése érdekében a Vezetéstudomány kefelevonatát nem küld, elfogadás előtt azonban a szerzőknek egyeztetés céljából elküldi a cikk szerkesztett változatát.

**2009. januártól a Vezetéstudományban publikált cikkek elérhetőek az ISI Eme „www.securities.com” internetcímen található strukturált on-line információs adatbázisban. 2009 júniusától a Vezetéstudományban közölt írások elérhetőek az EBSCO Academic Search Complete adatbázisában a <http://web.ebscohost.com/ehost/search?vid=20&hid=102&sid=747a764f-362f-4683-9255-4e54f5ba0df7%40sessionmgr112> oldalon is.**

**Külön kívánságra 2004-ig visszamenőleg az összes korábbi kiadás publikációit elektronikus változatban is elküldjük.**

Ha a szerző nem járul hozzá cikkének eseti kérésre, elektronikus úton való továbbadásához, kérjük, előre közölje ezt.

FARKASNÉ KURUCZ Zsuzsanna – LÓRÁND Balázs –  
– BALOGH Gábor

## KÖLCSÖNÖS ELŐNYÖKÖN ALAPULÓ KAPCSOLATOK KIALAKÍTÁSA A FELSŐOKTATÁSI INTÉZMÉNYEK ÉS A MUNKAADÓK KÖZÖTT

A cikk a felsőoktatási intézmények (egyetemek és főiskolák) és az üzleti szféra vállalatai közötti kapcsolatokkal foglalkozik. Az általános gazdasági és társadalmi aktualitások vizsgálatakor a szerzők tárgyalják a munkanélküliség, karrier, alumni, képzések, kutatás, innováció, szakmai gyakorlat és a hálózatok szerepét. Ismertetik továbbá egy sikeres intézmény (Massachusetts Institute of Technology) gyakorlatát a vállalati kapcsolatok vonatkozásában. Empirikus kutatásuk keretében 1389 db kérdőív kiértékelését végezték el, amely a hallgatói és vállalati oldal elvárásaival, tapasztalataival foglalkozik a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Karán szervezett szakmai gyakorlatok kapcsán. A tapasztalatokból kiolvasható, hogy mindhárom fél egyedi és kölcsönös előnyeinek (egyetem, hallgató, cég) biztosítása érdekében szükség van az e területen folyó tudományos kutatások támogatására, a legjobb gyakorlatok számbavételére és a tudományos eredmények gyakorlati szakemberekkel való megismertetésére, a céges tapasztalati eredmények oktatásba való integrálására. A soron következő időszak fontos feladatának látszik a bolognai képzésben megjelenő egyedi hallgatói életutak intézményi menedzselése, a tudatos karrierváltások beépítése az együttes gondolkodásba.

**Kulcsszavak:** egyetemi és üzleti szféra, munkaerőpiac, kapcsolatok, hálózatok, szakmai gyakorlat, kompetenciák

*„Úgy tűnik, napjainkra az üzletemberek, gazdasági vezetők képzésére szakosodott felsőfokú intézmények életgömbéje az USA-ban elérte csúcspontját: ma már megújulásra lenne szükség. Hasonló folyamat hazánkban is megfigyelhető.”  
(Barakonyi, 2009: 9.)*

A tanulmány a felsőoktatás és a munkaerőpiac kapcsolatát<sup>1</sup> elemzi, a szakmai gyakorlaton részt vevő hallgatói és munkaadói szereplők értékelésén keresztül. Az általános tapasztalatok feltérképezése támpontot adhat a későbbi oktatási együttműködések kialakítása, formálása során. Az intézményspecifikus sajátosságok ismertetése további hasznos gondolatokat közvetíthet. Hipotézisünk, hogy a szakmai gyakorlati rendszerek,

karrierirodák, pályakövetési rendszerek és egyéb kapcsolatorientációt magába foglaló megoldások fenntartása és működtetése egyaránt szolgálja a munkaadók számára a tehetségek megtalálását, toborzási funkció teljesülését, a készségfejlesztést, az újszerű tudás áramlását és az oktatás számára a munkaerő-piaci visszacsatolást. Egyszerűbben megfogalmazva: a három fél együttműködése különböző ismérvek mentén mindenki számára előnyös.

A tanulmány fókuszában a felsőoktatási intézmények és a munkaerőpiac kapcsolatainak vizsgálata áll a gyakornoki rendszer mentén. A kijelölt fókusz több irányból közelítjük meg (pl. külföldi példák, környezet elemzése, elvárások ismertetése révén). Az elemzés logikai struktúrája a vonatkozó szakirodalom releváns eredményeinek szintetizálásával, értékelésé-

vel kezdődik, amellyel bemutatjuk a fókuszunk szempontjából legfontosabb tendenciákat. Ezután vázoljuk egy sikeres felsőoktatási intézmény gyakorlatát, összegezzük a partnerek együttműködéséből származó előnyöket és felsoroljuk a konkrét együttműködési formákat. A nemzetközi és hazai szakirodalmi kutatás konklúziójaként meghatározzuk a sikeres együttműködés kulcsát jelentő szempontokat. Ezután kerül sor saját primer kutatási eredményeink ismertetésére, amelyet az összegzés és az elméleti és gyakorlati tapasztalatok összevetése alapján levont következtetések zárnak.

### Empirikus kutatásunk módszertana

A Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Karának (PTE KTK) egyik fontos feladata, hogy a kar jelenlegi hallgatói számára egész évben szakmai gyakorlati lehetőségeket kínáljon, annak érdekében, hogy a hallgatók és az üzleti, intézményi szféra közötti kapcsolatot ezzel is erősítse. A szakmai gyakorlatok szervezését, teljes körű minőségbiztosítását, illetve dokumentálását a kar egyes egységei végzik (Kapcsolati Osztály, Karrier-tanácsadó Iroda). A kari tanács jóváhagyásával 2004-től elindult a Szakmai, üzemi gyakorlat című tárgy, amely biztosítja, hogy a 2006/2007-es tanév őszi félévétől kezdve a szakmai gyakorlatok érdemjeggyel, 2 kreditként is elszámolhatóak legyenek. A teljesítés feltétele a hallgatói és vállalati kérdőívek kitöltése, amelyek alapján visszacsatolást kapunk a szakmai gyakorlatról. Az ezzel kapcsolatos korábbi kérdőíves kutatásaink (Farkasné et al., 2008a, 2008b) tapasztalatait is beépítve végeztük el a legújabb összesített adatok lekérdezését, elemzését. 2005 ősztől kezdődően 2010 tavaszáig összesen 463 hallgatótól érkezett be gyakornokként 3 db kérdőív (hallgatói kérdőív a gyakorlat előtt és a gyakorlat után, valamint a vállalati kérdőív), így empirikus kutatásunk alapját 1389 db kérdőív képezi. A mintát a kifutó osztatlan képzés negyed-ötödéves hallgatói alkotják, tehát itt még nem jelennek meg a Bologna-rendszerben végzett kötelező szakmai gyakorlati tapasztalatok.

A korábbi gyakorlat és felkészítés során a hallgatók önéletrajzokkal, motivációs levelekkel keresték meg a Karrier-tanácsadó Irodát (KTI), ahol az iroda munkatársai elvégezték a beadott anyagok szűrését, az adott céghez jelentkező hallgatók rangsorolását (minden jelentkező anyagának továbbításával). (Ezek a személyes egyéni közvetítések rendkívül időigényesek voltak, ezért ma már nem működik ez a KTI által alkalmazott eljárás.)

### Általános tendenciák

A felsőoktatási intézmények egyik fontos célja, hogy a hallgatók a diploma megszerzése után minél gyorsabban el tudjanak helyezkedni. Napjaink tendenciái azonban megnehezítik e cél teljesülését. A hallgatóknak több problémával is szembe kell nézni egyszerre, és ezek a jellemzők hatással vannak egymásra is.

Elsőként említendő tényező a felsőoktatás tömegesedése, amely az utóbbi évtizedekben ment végbe. Ez volt az egyik oka a diplomás munkanélküliség megjelenésének és növekvő arányának, valamint a bérek időbeli vizsgálata alapján az is megállapítható, hogy 2000-ig óriási mértékben<sup>2</sup> nőtt a főiskolai és egyetemi diplomák piaci értéke (Kertesi – Köllő, 2006), 2000 után lelassult a növekedés, végül csökkenni kezdett a pályakezdő diplomások kereseti előnye. A felsőoktatásban részt vevő hallgatók összlétszáma 2005-ig folyamatosan emelkedett (a nappali tagozaton tanulók száma 2009-ig mutatott folyamatos növekedést a KSH adatai<sup>3</sup> alapján). A tömegoktatás azt eredményezte, hogy az oktatási intézmények *hallgatói között is kiélestedett a verseny* (Selmeczy, 2007). Véleményünk szerint ez a tendencia még erőteljesebben fog érvényesülni a Bologna-rendszerben. Összességében a tömegesedés tendenciája számos esetben megnehezítette a felsőoktatási intézményekből kikerülőkhöz elhelyezkedését. A felsőoktatás megnövekedett hallgatói létszámának különböző egyéni és társadalmi hatásait az 1. táblázat foglalja össze (Szabóné, 2008).

1. táblázat

#### A felsőoktatás tömegesedésének hatásai

	Egyéni szint	Társadalmi szint
Pozitív hatások	Könnyebb bejutás az egyetemekre, lehetőség a tanulásra, tudásbővítés, továbbképzés, karrier	Gazdaság fejlődése, műveltség, kulturáltság, szakképzettség növekedése, széles körű oktatási-képzési kínálat, csökken az alulképzettek aránya
Negatív hatások	Elégedetlenség az elhelyezkedési problémák miatt, feszültség a végzettségnél alacsonyabb szintű munka miatt, a nem használt tudás elfelejtése	Diplomás munkanélküliség, külföldre vándorlás, nem hasznosuló tudásra fordított képzési költség „ablakon kidobott pénz”, alacsonyabb végzettségűekre gyakorolt kizorító hatás

Forrás: saját szerkesztés Szabóné Mojzes A. (2008): *Tömegesedés a felsőoktatásban. Pécs: Oktatás és Társadalom Neveléstudományi Doktori Iskola, Pécsi Tudományegyetem 15. o. és Vincze Sz. (2009): A diplomások túlképzésének megnyilvánulásai. Új Pedagógiai Szemle, 8–9. sz. 47–70. o. alapján*

A második jellegzetesség, amely megnehezíti az álláskeresők esélyeit, hogy bizonyos szakmák esetében több szakembert képeznek, mint amennyit a munkaerőpiac képes felszívni, míg más területen dolgozó szakemberekből kevesebbet képeznek, mint amennyire szükség lenne. Röviden: a felsőoktatás szakmasztruktúrája nem fedi le teljesen a munkaerőpiac elvárásait (Tóthné, 2008). A munkaerőpiacon *egyszerre van jelen a munkanélküliség és a munkaerőhiány*, a felsőoktatás pedig egyre kevésbé képes kielégíteni az elvárásokat és közvetíteni a megfelelő szaktudást (Kabai – Szabó, 2008). Az oktatáspolitikai gyenge pontjai a munkaerőpiacon mutatkoznak meg, olyan társadalmi-gazdasági feszültségeket okozva, mint a munkanélküliség, inaktivitás, bérarányok gyors változása, erőforrások pazarlása és elégedetlenség (Polónyi – Tímár, 2004). A Bologna-folyamat egyik célkitűzése, hogy a felsőoktatás a munkaadói elvárásokat minél jobban kielégítse.

A harmadik tendencia összefügg az előzővel, és a lényege, hogy a turbulensen változó környezetben áttevéődik a hangsúly a megszerzett tudásról a kompetenciákra, előtérbe kerül a rugalmasság, változékonyság követelménye. Ennek oka a gazdaság globalizációja, az információk mennyiségének gyors növekedése, a tudás folyamatos megújítási igénye és a multikulturális társadalmak kialakulása (Dinya, 2002). Mivel folyamatosan változnak a munkaerőpiac kompetencia-elvárásai<sup>4</sup>, a felsőoktatás nehezen tud alkalmazkodni a kívánt képzési és kimeneti követelményekhez. Ez a probléma felveti a felsőoktatás és a munkaerőpiac folyamatos interakciójának szükségességét.

Mindhárom tendencia együttesen érvényesül, így a pályakezdő diplomások elhelyezkedési esélyei romlottak, ami társadalmi és nemzetgazdasági szinten is problémákat okoz (pl. munkanélküliség, elvándorlás, inaktivitás). A felsőoktatási intézmények célja, hogy javítson ezen a helyzeten, és erre több módszer is rendelkezésre áll.

Az egyik ilyen lehetőség a végzett hallgatók tovább- és átképzése az igényeknek megfelelően. A diplomás pályakezdők oldaláról is megnyilvánuló jelenség az oktatásba történő „menekülés”, amennyiben nem tudnak elhelyezkedni (Vincze, 2009). Ez a törekvés vezet el az élethosszig tartó tanulás fogalmához, amely szorosabban fűzi a felsőoktatás és a munkaerőpiac közötti hallgatói áramlást (pl. a munkahelyén úgy tud magasabb pozíciót betölteni, ha újabb képzésben vesz részt).

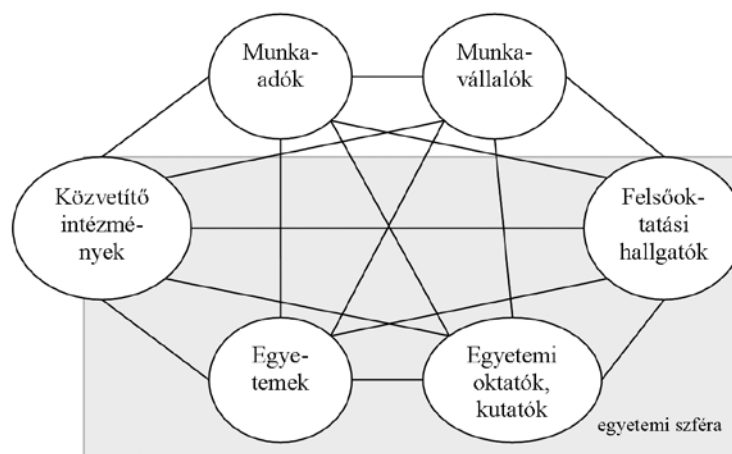
A másik megoldás a munkaadókkal történő együttműködés olyan formája, amelyben biztosított az egymással versengő hallgatók

többleterőfeszítésének lehetősége. A hallgatóknak saját érdekükben, elhelyezkedési esélyeik javításáért a formális képzésen túlmenően egyéb erőfeszítéseket kell tenniük, hogy kitűnjenek (Szalka – Czipf, 2008). *A kapcsolatok kialakítására nagyon jó lehetőséget teremt a korábban említett szakmai gyakorlat*, vagyis felértékelődik a gyakornoki munka szerepe (Munkácsy, 2004). Ez a fajta együttműködés a hallgatók és a vállalatok között jó alkalmat teremt a személyes kapcsolat kialakítására, egymás megismerésére, adott esetben a jövőbeni munkaerő „kinevelésére”. Fontos hozzátenni, hogy csak abban az esetben lehet kiaknázni ezeket az előnyöket, ha a hallgatók fogadása és munkájuk megszervezése tudatosan történik. A tervszerű gyakornoki munka különös gondossággal való biztosítása a hallgatók számára ugyan többletmunkát jelenthet a cégeknek, de ez a befektetett energia bőségesen meg fog térülni a későbbiekben. Sok vállalat esetében azonban szükséges rossz a gyakorlat biztosítása, bürokratikus pluszfeladatnak gondolják, így nem aknázzák ki az együttműködésben rejlő lehetőségeket. A cégek kis hányada fordít figyelmet a gyakornoki programokra, betanításra, továbbképzésre és készségfejlesztésre. További nehézséget okoz a cégek finanszírozási kötelezettsége a Bologna-rendszerben tanuló BA-hallgatók kötelező szakmai gyakorlata kapcsán.

Összegezve a három legfontosabb szereplő – munkáltatók, felsőoktatási intézmények és (hallgatókból lett) munkavállalók – együttműködése (1. ábra), illetve hatékony kommunikációja megalapozhatja a továbblépést, a fenti problémák megoldását. A működő közvetítőrendszerek konkrét példái (Majó, 2000 – Tóth, 2007) mutatják annak pozitív regionális gazdasági hatásait (pl. munkaerő megtartása a régióban) is.

1. ábra

**Kapcsolódási lehetőségek az egyes szereplők között**



Forrás: saját szerkesztés

## A felsőoktatás és a munkaadók közötti kapcsolat

A felsőoktatási célrendszerek fókuszába az értékteremtésnek kell kerülnie. A leginkább célravezető stratégiában mind a három érték kategóriának (oktatás, kutatás, közösségi kapcsolatok) szerepelnie kell, ha nem is teljesen azonos mértékben (Barakonyi, 2003). A vállalati igények alapján egyre inkább erősíteni szükséges a gyakorlati fókuszot, ezáltal lehetne igazodni a munkaadói elvárásokhoz (Barakonyi, 2009). Az ezen elveknek való megfelelésben komoly szerepet tölthetnek be a munkaadói és a felsőoktatási szféra között létrejövő kapcsolatok, amelyek segíthetnek mindkét fél számára a stratégiai szintű alkalmazkodásban, a versenyképesség erősítésében.

Majó (2000) szerint az állásbörzék, a karrier központok, valamint a hallgatói követési rendszerek megalapozhatják a kapcsolatot a felsőoktatás és a munkaerőpiac között. Ennek a sikerességét azonban leginkább a konkrét szereplők aktivitásának mértéke határozza meg. Más kutatók véleménye alapján az együttműködés leggyakoribb megvalósítási formája a felsőoktatási intézmény kutatómunkájának támogatása, illetve a céges prezentációk (Tóth, 2007). Vizsgálataink és elemzéseink alapján a következőkben feltárjuk és bemutatjuk a véleményünk szerint legfontosabb és legsikeresebb együttműködési formákat és ezek előnyeit.

A munkaadói szféra és a felsőoktatási intézmények között különböző típusú és erősségű kapcsolati formák jöhetnek létre, amelyek működőképességét, hasznosságát jelentősen befolyásolja az, hogy az együttműködő felek milyen *konkrét tartalommal* töltik meg azokat. Mielőtt megvizsgáljuk a hazai helyzetet és bemutatjuk a legjellemzőbb hazai megoldásokat, felvázoljuk az MIT<sup>5</sup> (véleményünk szerint példamutató) gyakorlatát (Wright, 2008).

### Egy sikeres intézmény gyakorlata

Az Egyesült Államokban működő MIT vállalati kapcsolatainak elemzése alapján megállapították a kutatók, hogy az együttműködés oka a felsőoktatási szférában a különböző szereplők között, hogy egyrészt *csökken az állami finanszírozás* lehetősége a felsőoktatásban, másrészt nagyon komoly *igény* mutatkozik a vállalatok részéről az egyetemekről származó *innovációs lehetőségek, új kapacitások, tudástranszfer* iránt. Ezen tényezők együttes jelenléte kitűnő alkalmat teremt az együttműködésre (Wright, 2008). Ehhez hasonló a helyzet hazánkban is, ahol az állami finanszírozás a több éve nem növekedő hallgatói normatíván keresztül fokozatosan próbálja csökkenteni a felsőoktatásnak juttatott

források valós nagyságát. Az egyetemi innovációs kapacitások iránti érdeklődésnek számos jó példáját látjuk Magyarországon is, bár ezek „tömegesedése” még nem jellemző. Polónyi kutatásai alapján a hallgatói költségtérítés mellett a kutatási bevételek<sup>6</sup> ítélték az egyetemek legfontosabb bevételi elemének (Polónyi, 2009). A projektszerű finanszírozások és a nagy projektek aránya megnövekedett, azonban kevés olyan egyetem van, ahol jelentős szerepet játszanak a kutatási bevételek.

Ehhez kapcsolható az „akadémiai kapitalizmus” jelensége, amely szerint a különböző szereplők, úgy mint a karok, hallgatók, az adminisztráció és az oktatók az állami eszközrendszer felhasználásával olyan új tudáshalmazt hoznak létre, amely összeköttetést teremt a felsőoktatási intézmény és a gazdasági szféra között. Mindezek hatására új együttműködési hálózatok alakulnak ki az állami és a magánszféra között. (Slaughter – Rhoades, 2004). A döntő fontosságú kérdés, hogy milyen tartalommal sikerül megtölteni ezt az együttműködést, mennyiben sikerül az eltérő irányultságú szereplők között kapcsolatot teremteni. Az érdekek kölcsönössége tisztábban jelenik meg egyetemünk hús doktori iskolájában.

Az együttműködés kialakítása során figyelembe kell venni azt is, hogy a két szférában jelentősen *eltérő a kultúra, a mentalitás*. A vállalatoknál jellemző egyfajta rövid távú szemlélet, amely jelentős profitorientációval párosul, mindez biztosítja az eredményeket, a jövedelmezőséget, az üzleti életben jellemző versenyben való fennmaradást. A felsőoktatási szereplők körében inkább a hosszú távú szemlélet dominál (kevésbé fontosak a rövid távú sikerek, gyors győzelmek), mindez párosul a kutatói mentalitással. A MIT esetében számos kapcsolódási lehetőséget érdemes számba venni (Wright, 2008). Ezek első csoportját alkotják a *hagyományos megoldások*:

- kiválasztás, toborzás az egyetem végzősei közül,
- közös kutatás indítása,
- technológiatranszfer az egyetemről a vállalat felé,
- vállalati vezetők továbbképzése<sup>7</sup>,
- alumni kapcsolatok,
- szakmai gyakorlatok.

Mindezeket kiegészítik további *újszerű, innovatív formák*:

- projektek kiszervezése az egyetemre,
- licencek vásárlása az egyetemről,
- mérsékelt díjazású tanácsadás igénybevétele az egyetemről,
- specifikus, vállalatra szabott, aktuális, új megoldások keresése, felhasználva az egyetem technológiáját, eszközeit és humán kapacitásait.

A bemutatott kapcsolódási lehetőségek több hazai felsőoktatási intézmény esetében is megjelennek, de egyes együttműködési formák a jövőben még tovább bővíthetők.

### Az együttműködés előnyei

A bemutatott példánál két fontos előnyt emeltünk ki, egyrészt a felsőoktatás részéről a finanszírozási források bővítését, másrészt a vállalatok oldaláról az innovációs lehetőségek, tudástranszfer és a kapacitások iránti igényt (Wright, 2008). Akár ezen kettő tényező fontossága is bizonyítható fordítottan is: a vállalatok számára előnyös és sokszor kötelező előírás (európai uniós forrásokból történő) fejlesztési projekteknél együttműködő akadémiai szférából származó partner igénybevétele, vagyis a finanszírozási lehetőségeket bővítheti egy együttműködés számukra is. A felsőoktatásban dolgozók számára ugyanúgy fontos lehet a vállalati tudás, gyakorlat felmérése, és ennek felhasználása az oktatás fejlesztése során a gyakorlati jelleg erősítése érdekében is.

A felsőoktatás és a munkaerőpiac kapcsolódásának és intézményrendszerének három lehetséges *elvi eredményét* érdemes kiemelni: a régió meghatározó cégei a helyi állásbörzéken történő megjelenéssel kapcsolatot építenek (tájékozódás a potenciális munkaerő-állomány képzési színvonaláról, szakmai ismereteiről, illetve a diákok képességeiről). Ezenfelül a régióban működő cégek a Karrier-tanácsadó Irodán (vagy más közvetítő intézményeken) keresztül folyamatosan kereshetnek diplomás pályakezdőt a felsőfokú végzettséget igénylő munkakörökbe. Továbbá az utókövetési rendszeren keresztül folyamatos visszajelzést kaphat a felsőoktatási intézmény és a hallgatók (Majó, 2000). Ezek az eredmények bővíthetők egyéb más együttműködési formák alkalmazása esetén.

### Konkrét együttműködési formák

Az egyetemek és a vállalatok számos módon interakcióba léphetnek egymással, s ezen események során

nagyon sok esetben a *hallgatók is érintetteké válhatnak*. A felsőoktatás és az üzleti szféra közötti kapcsolat kialakítására tehát többféle módszer létezik, ilyen lehet a kutatói munka, céges prezentációk, állásbörzék, valamint az olyan rendezvények, mint például az MKB Professzori Klub a PTE egyetemi tanáraival, kutatás-fejlesztési együttműködések, befektetési és gazdaságfejlesztési együttműködések stb. A további lehetőségeket a 2. ábra jeleníti meg a gyakoriságok sorrendjében.

2. ábra

**Az egyetemekkel, főiskolákkal együttműködő cégek aránya az együttműködés jellege szerint (%)**

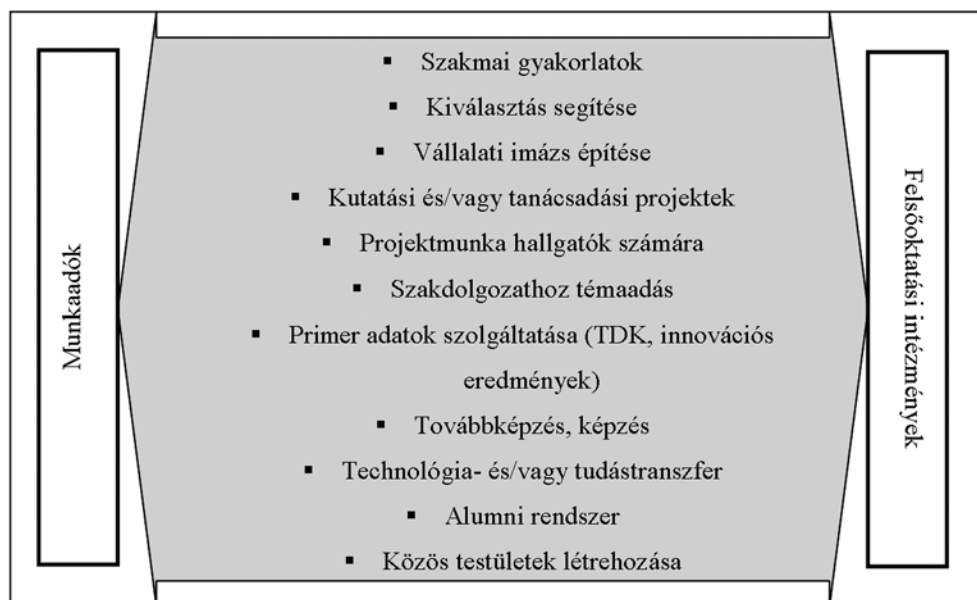


Forrás: Tóth István: *Diplomás pályakezdeők és egyetemi, főiskolai karok vállalati szemszögéből – 2007* Budapest: MKIK Gazdaság- és Vállalkozáselemző Intézet Kutatási Füzetek 2007/1. 94. o.

Tóth (2007) kutatása alapján minden negyedik vállalat kapcsolatban állt valamilyen formában a felsőoktatással. A műszaki területen a legjellemzőbb az együttműködés, de gyakori a gazdasági karok esetében is. A PTE KTK mindezeket kiegészíti még olyan együttműködési formákkal is, amikor a cégek képviselői jönnek képzésre az oktatási intézményekbe, ahol „megtermékenyítik” a mindenkor tantervi foglalkozásokat.

Munkaadói szempontból nem véletlen, hogy ilyen gyakoriak a munkaerőpiac és a felsőoktatás, valamint a hallgatók között fennálló kapcsolatok. A vállalatoknak harcolniuk kell a kimagasló tehetségekért (Farkasné – Lóránd, 2007). A vállalatok számára egyre jobban előtérbe kerül a megfelelő kompetenciákkal rendelkező tehetségek kérdése, nagyon fontos ugyanis a tehetségek felkutatása, megszólítása, kiválasztása és megtartása. Összességében a cégeknek érdekében áll a legjobb potenciális munkaerő vonzása (Tóthné, 2008). Az együttműködési eszközök és egyéb módszerek nagyon színes tárházzal rendelkeznek. A cégek ezeket a találkozási lehetőségeket kihasználva megismerhetik a hallgatók képességeit, szakmai ismereteit, ezek színvonalát, és így adatbázist építhetnek fel. Karunkon készül a végzett hallgatók rangsorolásának szakértői rendszere.

**Lehetséges együttműködési formák a munkaadók és a felsőoktatási intézmények között**



Forrás: saját szerkesztés

A tényleges együttműködési lehetőségek számos formája ismert (3. ábra). Ezek közül jelenleg az egyik legaktuálisabb (a hatályos szabályozás alapján) kötelező szakmai gyakorlati rendszer, amely szerint egyes képzések esetén a BA-diploma megszerzésének feltétele egy szemesztert felölelő *szakmai gyakorlat* teljesítése (pl. a közgazdasági képzések üzleti szakjainál). Ez az együttműködés egyrészt törvényi kényszer által indukált, másrészt a tömegoktatás keretei között jelentős feladatot ró a felsőoktatási intézményekre (illetve ahol önálló szervezése folyik a szakmai gyakorlatoknak, ott a hallgatókra). Jelenleg az első olyan évfolyam tapasztalatait ismerjük, amely ebben a rendszerben végzi tanulmányait. A visszajelzések alapján elmondható, hogy számos munkaadó jó lehetőséget látott az átmeneti, esetleges munkaerőhiány mérséklésére a szakmai gyakorlatos foglalkoztatásával, esetenként jellemző volt az önálló projektmunka allokálása a hallgató számára. Egyes esetekben viszont kifejezetten negatív visszajelzések érkeztek (bár a rendszerben való részvétel a munkaadók számára nem kötelező). Fontos, hogy a vállalatok foglalkozzanak a szakmai gyakorlatok előkészítésével, konkrét forgatókönyveket készítsenek és/vagy kövessenek ennek kapcsán. A társadalmi háttér sem igazán kedvező a szakmai gyakorlatoknál: a vállalatok, intézmények részéről a hallgatók gyakorlati foglalkoztatására nézve a multinacionális cégekhez képest sokkal kevésbé jellemző a megfelelő fogadókészség. A gyakorlat alatt nincs elegendő gondolkodtató, elem-

3. ábra zést és problémamegoldást igénylő, kihívást jelentő feladat (333 fő BA szakmai gyakorlati beszámoló alapján). Pénzügyi anomáliákat okoz, hogy a profitorientált szféra vállalatainak az egybefüggő 12 hetes gyakorlat során fizetniük kell a hallgatóknak munkabért, míg a hallgatók után járó normatívát az egyetemek kapják meg (igaz, nem az aktuális tanévben, hanem csak később). Továbbá a közsféra szereplőinek nem kell fizetniük a hallgatóknak munkabért.

Jelentős, hazánkban még csak kevés helyen tudatosan kiaknázott

lehetőségeket rejt magában egy jól működő *alumni rendszer* létrehozása, amely a végzett hallgatókon keresztül megteremtheti az egyetem, a munkaadók és a munkavállalók közötti kapcsolatok intézményesített, folyamatosan működő formáját, lehetőségét. Az Egyesült Államokban ennek az intézménynek jóval nagyobb a jelentősége, mint nálunk. Ott a volt diákok részéről érkező pénzbeli támogatás és az egykori hallgatók felvételítő gyermekeinek nyújtott intézményesített protekció jelenti a legfontosabb előnyöket. Ezeket egészíti ki még a végzetek közötti kapcsolattartás intézményesítése, az egyetem karrier-tanácsadói szolgáltatása volt diákjai számára, segítségnyújtás álláskeresőknek, továbbá közösségi programok szervezése (Nagy, 2007). Ezen szolgáltatások között minden szereplő megtalálja a számára fontosat és értéket jelentőket.

Az intézményesített, általános kapcsolati formák mellett komoly szerepet játszanak az intézményfüggő, sokszor személyfüggő megoldások is. Ide sorolható a vállalati projektmunka hirdetése a hallgatók számára, közös kutatási együttműködés oktatók és hallgatók bevonásával, tanácsadási projekt hirdetése egyetemi oktatók, hallgatók számára, vállalati kiválasztást elősegítő rendezvények, programok (állásbörze, karrier-pizza, cégbemutató előadás stb.) létrehozása, továbbképzési tanfolyamok szervezése vállalati vezetők és munkatársak számára az egyetemeken, licencek vásárlása, technológia- és tudástranszfer megvalósítása az egyetemről a vállalatok felé és fordítva. Ezek a megoldások mindig a felmerülő igények, adott helyzetben jelen lévő kap-

csolatrendszer és kapacitások vagy kapacitásigények alapján formálódnak, alakulnak meg és bomlanak fel. Folyamatos biztosításuk érdekében fontos szerepet játszanak azok az egyetemi irodák (osztályok) és vezetők, akiket a vállalati kapcsolatok gondozásának feladatával bíznak meg.

Távolról kapcsolódhat még ehhez a témához a végzett hallgatók *pályakövetése* vagy *életpálya-vizsgálata*, amely inkább a felsőoktatás és a hallgatók közötti kapcsolatról szól, de ez a hosszú távú szakmai kapcsolat fenntartásához és erősítéséhez is szervesen hozzájárul. (Majó, 2000) A diploma értékének igen jó mérője lehetne, ha pontosan ismernénk, hogy melyik egyetem diákjai tudnak legkönnyebben (leghamarabb) elhelyezkedni végzettségüknek megfelelő állásban, és mekkora fizetést tudnak elérni munkaadójuknál. A hazai felsőoktatási intézményeknek igen kis hányada (5-10%) végez rendszeres utókövetést, vagyis így nem rendelkezünk összehasonlítható adatokkal. Továbbá a végzettek körében jellemzően alacsony a válaszadási hajlandóság (16-40%) (Pálmai, 2009), ami azt eredményezi, hogy a meglévő felmérések eredményeit is csak fenntartásokkal szabad elfogadni.

A munkaadó szervezetek kapcsolata a felsőoktatási intézményekkel három csoportra osztható: laza (távoli), közepes és szoros. A legtöbb szervezet távoli kapcsolatot tart. A közepes kapcsolat a részben vagy egészben külföldi tulajdonú vállalatok esetében mutatható ki leginkább. Szoros kapcsolatot a legtöbb esetben a közszféra képviselőivel, illetve a nagyobb hazai cégekkel alakítottak ki a felsőoktatási intézmények (Polónyi, 2007). A hazai felsőoktatásban egyre inkább versenylőnyt fog jelenteni e kapcsolatok szorossága.

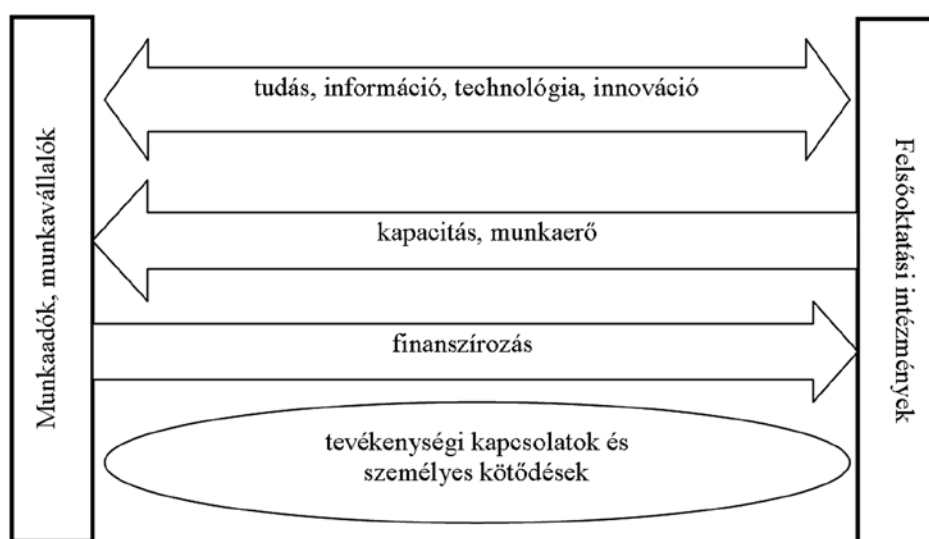
### A sikeres együttműködés kulcsa

A fentiekben bemutatott fókusszal rendelkező együttműködés sikerességéhez szükséges, hogy a kapcsolatok építése során a hosszú távú személet érvényesüljön. A kooperációkba mindig be kell vonni a vállalati szereplők részéről a felső vezetést is. Ezenfelül az együttműködés esetén nem érdemes csak izolált problémákra,

egyszerű technikai feladatok megoldására fókuszálni, ennél eredményesebb lehet, ha a kooperáció közép-pontjába inkább stratégiai kérdések és területek kerülnek. Továbbá fontos felismernie a vállalati vezetőknek, hogy a felsőoktatási intézményekből nem kész innovációkat vagy termékeket vásárolhatnak meg, hanem kompetenciát és tudást, amelyek együttesen képesek elősegíteni az innovációkat (Wright, 2008). Ezek a tényezők együttesen hozhatják létre a sikeres együttműködést az egyes szereplők között, amelyben nem csak az erőforrás-kötélekek játszanak fontos szerepet, hanem a személyes kötődések és a tevékenységi kapcsolatok is (4. ábra).

4. ábra

A sikeres együttműködések során kialakuló lehetséges kapcsolódások



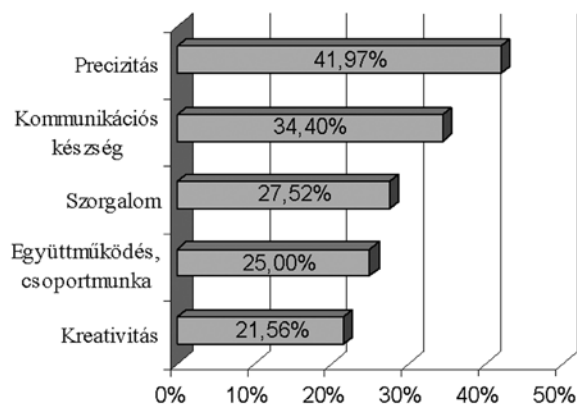
Forrás: saját szerkesztés

Az egyetem (közgazdaságtudományi kar) mai komoly szakmai tudásán túl elengedhetetlen a szereplők kompetenciakészletének fejlesztése, amely kulcsfontosságú a tőlük elvárt szerepek sikeres betöltéséhez.

### Az empirikus kutatás eredményei

A fiatal pályakezdők tudása és képességei nem fedik le teljes mértékben a munkáltatói elvárásokat, vagy bizonyos esetekben nem felelnek meg a követelményeknek. Ismereteik elsősorban elméleti felkészültséget bizonyítanak, amelyeket azonban nehezen tudnak a gyakorlatban is alkalmazni. Manapság a szakmai felkészültségen túl – és legalább akkora súllyal – figyelik a munkáltatók az állásra pályázók önismeretét, magabiztosságát, kommunikációs képességét és interperszonális adottságait. Az elhelyezkedés sikerét tehát a személyes jellemzők jobban befolyásolják, mint a végzettség.

**A legfontosabb képességek a gyakornoki munka végzéséhez a hallgatók szerint a szakmai gyakorlat előtt**  
(említések aránya, %, N=463)\*



\*Egy hallgató maximum három képességet nevezhetett meg.

Forrás: (5., 6., 7. ábra) saját szerkesztés

Ezt a felsőoktatási intézményeknek is jobban figyelembe kell vennie a jövőben (Benedek, 2004). Növekszik a szociális képességek szerepe, és a kritikai gondolkodás, problémamegoldás, információ megszerzésének, kezelésének és kiértékelésének fontossága, valamint az, hogy miként tud valaki bármilyen szociális-kulturális környezetben viselkedni (Dinya, 2002). Továbbá megállapítható, hogy kezdőként csak keveseknek lesz szükségük újító, innovatív készségekre, inkább előtérbe kerül az, hogy együttműködjenek, és könnyen beilleszkedjenek a munkatársak közé (Kabai – Szabó, 2008). Ez látszólag ellentétben áll azzal a korábbi következtetéssel, hogy gyorsan változó világunkban rugalmas készségekkel rendelkező munkaerőre van szükség. Saját tapasztalataink alapján azonban elmondható, hogy a gyors tanulási képességek révén folyamatosan változtatnia, fejlesztenie kell képességeit a munkavállalóknak is, de oly módon, ahogy azt a felettesei, a munkaadói megkívánják, és pályakezdőként még ne legyen olyan szándéka, hogy megreformálja a vállalat működését. Azaz a vállalati hierarchia különböző szintjein más-más arányban jelennek meg a megkövetelt képességtípusok, és jellemzően

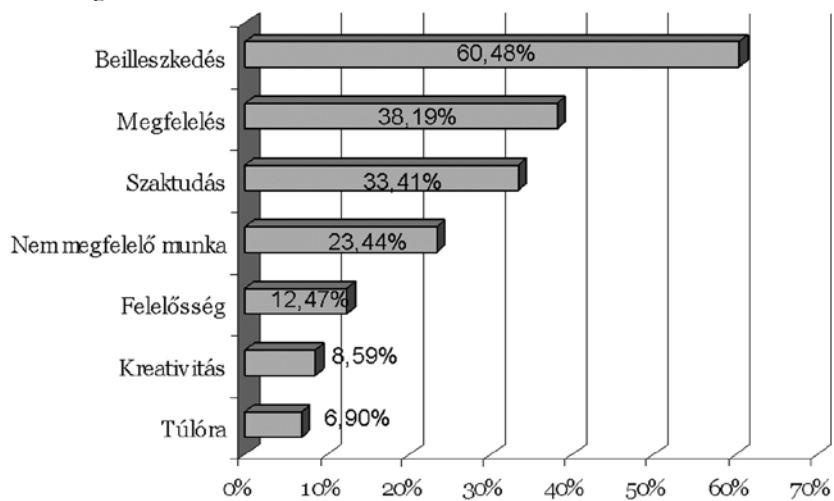
5. ábra a magasabb szint felé haladva növekszik meg a koncepcióalkotáshoz szükséges képességek szerepe.

Saját empirikus kutatásunk eredményeképpen felmértük a hallgatók és a vállalatok szakmai gyakorlattal kapcsolatos preferenciáit. A gyakorlattal kapcsolatos előzetes hallgatói elvárások feltérképezésekor megállapítottuk, hogy a hallgatók elsősorban a precizitást gondolják a sikeres gyakornoki munka alapjának, ezt követi a kommunikációs készség, és harmadik helyen szerepel a közel azonos szinten álló csoportmunka, szorgalom és kreativitás is. A részleteket az 5. ábra jeleníti meg.

A hallgatók a gyakorlat előtt félelmeikről is nyilatkoztak, s ezek alapján egyértelműen a beilleszkedéssel kapcsolatos félelmek kapták a legnagyobb hangsúlyt.

6. ábra

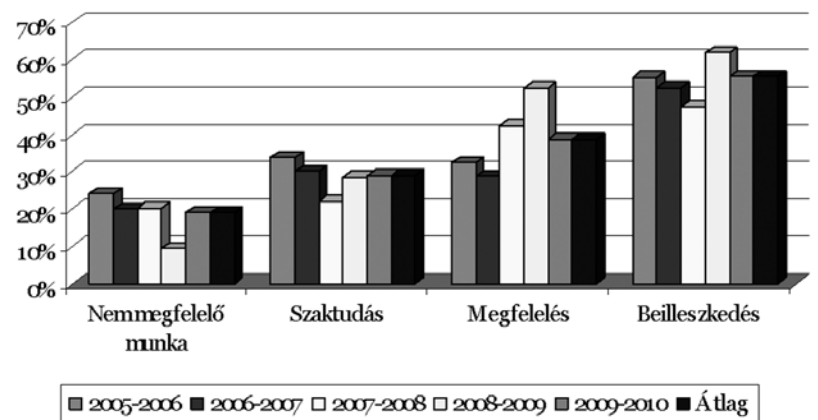
**A hallgatók félelmei a gyakorlat előtt**  
(említések aránya, %, N=463)\*



\*Egy hallgató maximum kettő félelmet nevezhetett meg.

7. ábra

**A hallgatók félelmei a gyakorlat előtt, tanévenkénti bontásban**  
(említések aránya, %, N=463)\*



\*Egy hallgató kettő félelmet nevezhetett meg.

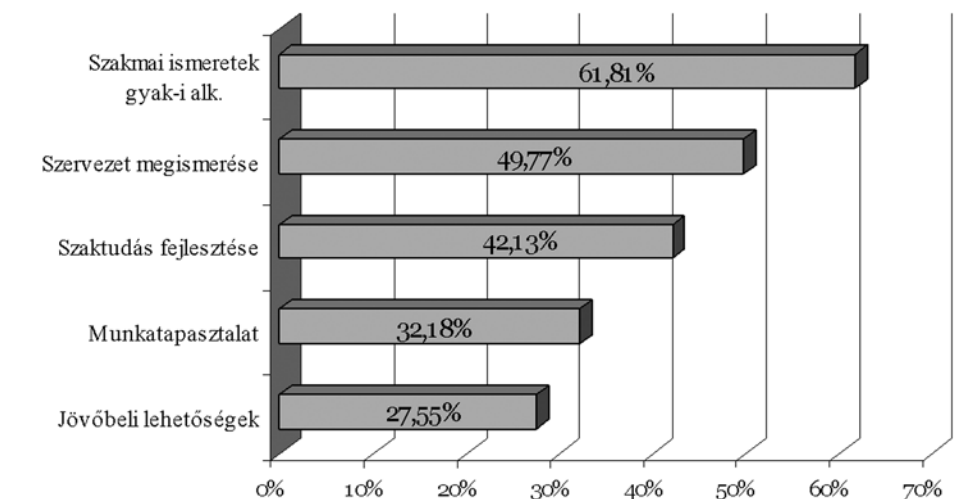
Ezen túlmenően tartottak attól is, hogy nem tudnak megfelelni a munkaadói elvárásoknak, és nem lesz elegendő az egyetemen elsajátított szaktudásuk sem. A hallgatók közel egynegyede attól is félt, hogy nem lesz számára megfelelő a munka, nem azzal fog foglalkozni, amivel szeretne, amihez ért. A 6. ábra mutatja a százalékos megoszlásokat.

A hallgatói félelmeket tovább elemezve, ha tanévekre lebontjuk az összesített eredményeket, észre lehet venni, hogy az egyes félelmek közötti sorrend öt tanéves viszonylatban stabilnak mondható (7. ábra). Az ábrán szereplő ismérveket az átlagértékek alapján állítottuk növekvő sorrendbe.

Nemcsak a munkáltatók, hanem a hallgatók is megfogalmazták saját elvárásaikat a szakmai gyakorlattal kapcsolatban (8. ábra).

A 8. ábrán első helyet foglal el a hallgatók azon vélekedése, hogy a gyakorlat időtartama alatt elsősorban ki szeretnék próbálni a gyakorlatban az egyetemen megszerzett elméleti ismereteiket, és alkalmazni szeretnék azokat. Nagyon fontos, hogy a hallgatók fele meg szeretné ismerni a szervezetet, annak munkafolyamatait és a szervezet által képviselt szakterületet. Az eddigi ismeretek alkalmazásán túl egyéb gyakorlati ismereteket is szeretnének gyűjteni, fontos számukra a munkatapasztalat, és több mint a hallgatók egynegyede kiemelte, hogy jövőbeli lehetőségeket lát a szakmai gyakorlatban. Ez az adott vállalatnál dolgozó munkatársakkal kialakított kapcsolatokat, azok későbbi kamatoztatását jelenti, valamint azt, hogy lehetőséget látnak abban, hogy a szakmai gyakorlat végeztével állásajánlatot kapjanak a cégtől.

**A hallgatók elvárásai a gyakornoki munkától a szakmai gyakorlat előtt**  
(említések aránya, %, N=463)\*



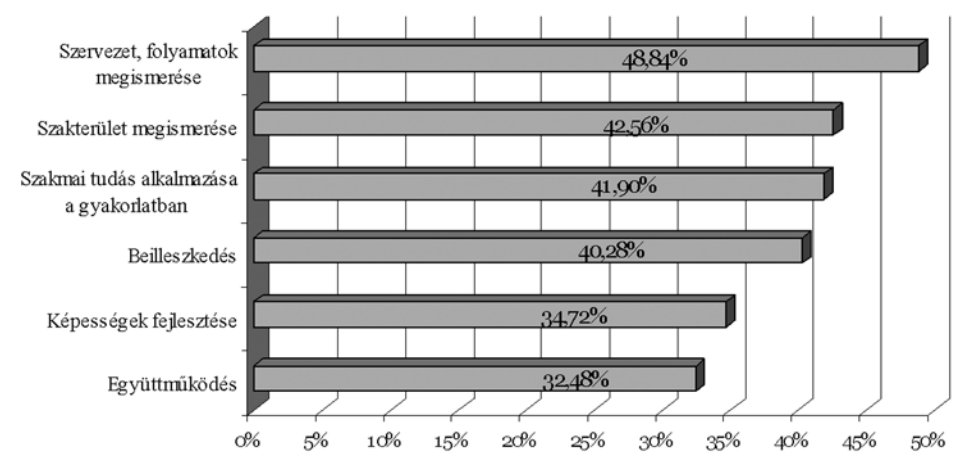
\*Nem határoztuk meg, hány elvárást lehet megnevezni.

Forrás: saját szerkesztés

A gyakorlat után kitöltött kérdőívekből kiderült, hogy a hallgatók előzetes elvárásai nagymértékben teljesültek, valamint a korábbi félelmek alaptalanok voltak. A legtöbb hallgató azt emelte ki elsődlegesen, hogy alkalma adódott arra, hogy megismerje a szervezetet, munkafolyamatokat, s ezáltal képet kapjon arról, hogy az adott területen (pl. pénzügyi, logisztikai, könyvelői stb.) melyek a sajátosságok (9. ábra).

Az elvárások között első helyen szereplő szaktudás gyakorlati alkalmazás 41,9%-os említési arányt ért el a vizsgált sokaságon belül, és közel azonos szintet ért el az a megállapítás, amely szerint a hallgató teljes mér-

**Hallgatói tapasztalatok a gyakorlat után** (említések aránya, %)\*



\*Nem határoztuk meg, hány tapasztalatot lehet megnevezni.

Forrás: saját szerkesztés

tétkben be tudott illeszkedni a munkatársak közé. Továbbá a hallgatók képességfejlődést is tapasztaltak, és jól együtt tudtak működni a kollégákkal.

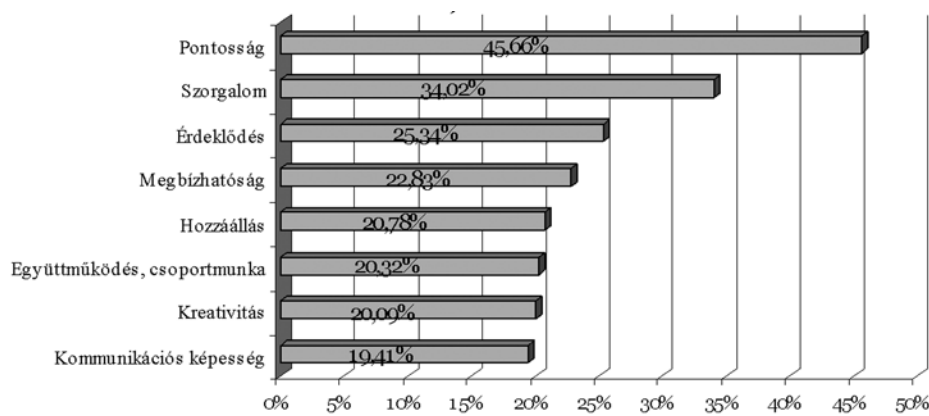
Munkaadói oldalról a kérdőívek alapján azt lehet elmondani, hogy a hallgatókat a legtöbb esetben a pontosság jellemezte, ami tükrözi a hallgatók gyakorlat előtti vélekedését a gyakornoki munkához szükséges kompetenciákról (10. ábra).

Második helyen szerepel a szorgalom mint jellemző hallgatói tulajdonság, és körülbelül azonos szintet ért el a vállalatok által kiemelt szempontok között az érdeklődés, megbízhatóság, a jó hozzáállás, együttműködés, kreativitás és a kommunikációs képesség.

A vállalati oldalról megnyilvánuló vélemények nemcsak a hallgatókra, hanem a hallgatók által elvégzett munkára is kiterjedtek (11. ábra).

10. ábra

Vállalati jellemzés a hallgatók legfontosabb képességeiről  
(említések aránya, %, N=463)\*

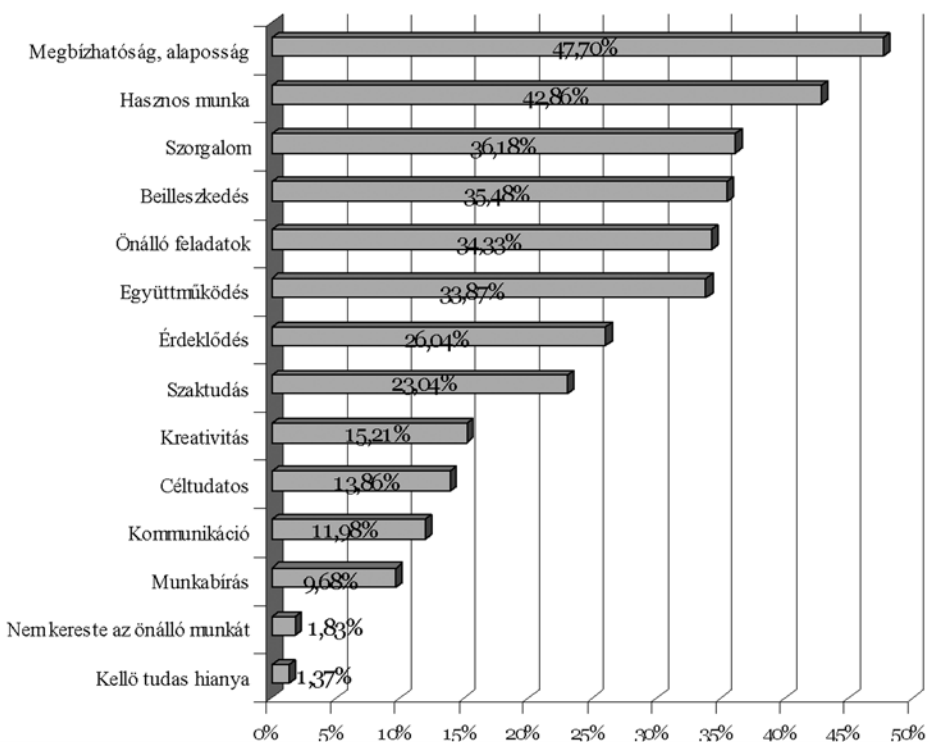


\*A vállalatok három képességet nevezhettek meg.

Forrás: saját szerkesztés

11. ábra

Vállalati jellemzés a hallgatók munkájáról (említések aránya, %, N=463)\*



\*Nem határoztuk meg, hány jellemzőt nevezhettek meg a vállalatok.

Forrás: saját szerkesztés

A cégek visszajelzései egyértelműen pozitívak, szerintük a hallgatók elsősorban megbízhatóan végezték a feladatukat, és valóban hasznos munkát végeztek. Hozzávetőlegesen azonos szinten áll a szorgalmas munkavégzés, beilleszkedés, az önálló feladatok és a jó együttműködés. Negatív vélemény az esetek többségében egyáltalán nem fogalmaztak meg a vállalati válaszadók, inkább méltatták a gyakornokok munkáját.

A hallgatók értékelését is elvégezték a vállalatok az előre megadott készségeknél, amelyekről a hallgatók is elvégezték saját önértékelésüket. A két rangsor összehasonlítását a 12. ábra mutatja be a hallgatói értékelések alapján csökkenő sorrendben.

Az ábrából világosan látszik, hogy a hallgatók minden készség esetében alábecsülték magukat a vállalati értékelésekhez képest, ami megmutatja a hallgatók önképének viszonyulását a külső értékelők vélekedéséhez képest. A két fél által felállított rangsor, azaz a készségek sorrendisége hasonló. A legjobb értékelést a felelősségtudat, szorgalom és az alkalmazkodás kapta mind hallgatói, mind vállalati oldalról.

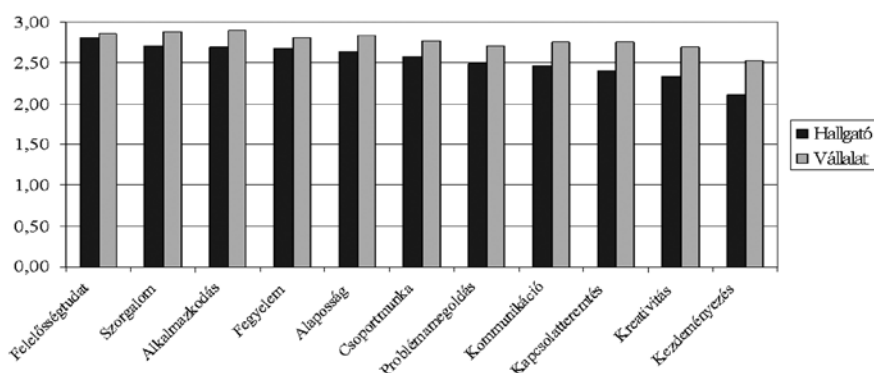
Az empirikus kutatás keretei között nem tértünk ki arra, hogy milyen hatása lehet a vállalati méretnek a munkavállalókkal és diplomás pályakezdőkkel szemben támasztott követelményekre, ezért ezt a szakirodalom alapján jellemezzük. A növekvő munkaadói elvárások ugyanis nem egységesek, hanem differenciáltak (Bencsik, 2008). A követelményeket vállalati méret szerint vizsgálva azt lehet megállapítani, hogy a kis- és középvállalkozásoknál elsősorban a megbízhatóság, a problémamegoldó képesség és a szakmai tudás kerül előtérbe, mint elvárás. A kis- és középvállalatok másképp működnek, mint a nagyvállalatok (például ritkábban fordul elő export), ezért esetükben az informatikai és nyelvismeretek háttérbe szorulnak.

dását, készségeit, és ezt a pályakezdők esetében tudják leginkább elérni, ők ugyanis még nem szocializálódtak egy adott vállalati kultúrához sem, vagyis könnyebben formálhatók a vállalat céljainak megfelelően. A hazai vállalatok azonban nem kívánnak nagy energiát fordítani a képzésre, ők inkább a készen kapott, gyakorlattal rendelkező munkavállalókat preferálják (Tóthné, 2008). Polónyi is egyetért ezzel, hiszen kutatásai alapján a külföldi tulajdonú vállalatok nagyobb preferenciákat adtak az együttműködési készségnek (Polónyi, 2007). A hazai tulajdonú cégek esetében viszont az elméleti tudás gyakorlati alkalmazása a legfontosabb.

A munkaerőpiac szereplői azonban nemcsak a hallgatók és a potenciális munkavállalók számára

12. ábra

Hallgatói és vállalati értékelés összehasonlítása (N=463)\*



Magyarázat: 1-től 3-ig terjedő skála, ahol

- 1 = nem megfelelő
- 2 = megfelelő
- 3 = nagyon jó

\*Előre megadott készségeket értékelték a hallgatók és a vállalatok.

Forrás: saját szerkesztés

Az egyes gazdasági ágazatokhoz is hozzá lehet rendelni egy-egy kompetenciamixet (Csiszárík et al., 2009). Más képességek kerülnek előtérbe, ha valaki a mezőgazdaságban dolgozik, és szintén mások lesznek fontosak a pénzügyi-banki területen vagy az építőiparban. Ez is egy differenciálási lehetőség.

Az elvárások megkülönböztethetők aszerint is, hogy a vállalat a versenyszférához vagy a közszférához tartozik. A versenyszférában olyan kompetenciák kerültek a rangsor élére, mint például a rugalmasság és az önálló munkavégzés, míg a közszférában a szervező- és irányító-készség szükséges a gyakorlati ismeretekkel kiegészítve (Polónyi, 2007). Megkülönböztethetjük a követelményeket attól függően, hogy hazai vagy multinacionális cégről van szó. Utóbbi esetében jellemzőbb például, hogy preferálják a pályakezdőket, hiszen saját igényeik szerint kívánják formálni az alkalmazottak tu-

fogalmazznak meg elvárásokat, hanem közvetlenül az oktatás számára is lefektetik az általuk kijelölt követendő irányvonalat. Polónyi (2007) egyik kutatásában az elvárások mentén elemezte, hogy a munkaadók és a felsőoktatási intézmények kapcsolatát milyen jellemzőkkel lehet leírni, és milyen feladatot fogalmazznak meg a cégek az egyetemek számára. A kutatás mintáját 99 db szervezet alkotta. A minta nem reprezentatív, de megjelentek benne a versenyszféra vállalatai és a közszféra szervezetei is. Ez alapján a munkaadók a felsőoktatás legfontosabb feladatának tekintették az értelmiség képzését, a hosszú távú igényeknek

megfelelő szakemberek képzését. Legkevésbé fontos feladatnak bizonyult a műveltség kialakítása és az idegennyelv-tudás fejlesztése. A munkáltatók úgy gondolják, hogy nagyon fontos az idegennyelv-ismeret, de annak fejlesztése nem a felsőoktatás feladata, hanem a közoktatásé. Az általános műveltség nyújtása a közszféra számára fontosabbnak bizonyult. A felsőoktatás feladatát egyértelműen olyan szakmai tudásban jelölik meg a munkaadók, amely szoros kapcsolatban áll a gazdasággal, vagyis tovább építhető, gyakorlatias tudást igényelnek. E tekintetben Polónyi (2007) nem talált különbséget a versenyszféra és a közszféra igényei között, tehát mindkét szféra elvárása a gyakorlatorientáció erősítése. Az egyetemekről és a főiskolákról kikerülő pályakezdők között pedig nem tesz különbséget a munkaadói szféra, ugyanazt várják el mindkét felsőoktatási intézmény diplomásaitól.

## Összegzés

Ezek alapján véleményünk szerint egyértelmű, hogy nemcsak a munkaerőpiacnak érdeke az egyetemekkel és főiskolákkal való kapcsolatfelvétel és kapcsolat megtartása, ápolása, hanem a felsőoktatási szféra számára is. A szakmai gyakorlati rendszerek, karrierirodák, pályakövetési rendszerek és egyéb kapcsolat-orientációt magába foglaló megoldások fenntartása és működtetése egyaránt szolgálja a munkaadók számára a tehetségek megtalálását, toborzási funkció teljesülését, a készségfejlesztést, az újszerű tudás áramlását és az oktatás számára a munkaerő-piaci visszacsatolást. A felsőoktatásnak nagy hasznot jelentenek a hallgatókról visszaérkező információk, hiszen ezeket beépítik az oktatási anyagba, úgy lehet alakítani a képzést, hogy az elvárásoknak leginkább megfelelő hallgatókat „neveljenek ki”, és ez a felsőoktatási rangsorokban is megmutatkozik (lásd különböző felsőoktatási rangsorok<sup>8</sup>). Nemcsak a munkaadók „vívnek harcot” egymással a legjobb munkavállalók megtalálásáért, hanem az oktatási intézmények között is tapasztalható egy igen komoly *verseny* a hallgatókért. Ezeket a potenciális hallgatókat akkor tudja magához vonzani a felsőoktatási intézmény, ha a többi intézményhez képest jó pozíciót foglal el, hírneve van, és jó imázssal rendelkezik, kiváló szolgáltatást, gyakorlatorientált, versenyképes képzést nyújt, jó a kapcsolata az üzleti szférával, kiemelt szerepet kap a tehetséggondozás, végzősei hamar el tudnak helyezkedni, és összességében a felvételi rangsorok előkelő helyezésével büszkélkedhet.

Az egyetemek (és a vállalati szervezetek) ismét átalakulások előtt állnak, amelyet a turbulens változások, a globalizálódó gazdaság, a szervezetek hálózatosodása és az informatika mindent elsöprő fejlődése kényszerít ki. Ahhoz, hogy ezeknek a kihívásoknak egyetemünk, karunk meg tudjon felelni, szükség van a működésében rejlő alapvető ellentmondások feloldására, tompítására. Milyen megoldási irányok állnak előttünk? Most csak a BA kötelező szakmai gyakorlataihoz fűződő szűk területére koncentrálnva tettük meg megállapításainkat. A kötelező szakmai gyakorlatok tapasztalataiból kiolvasható, hogy mindhárom fél egyedi és kölcsönös előnyeinek (egyetem, hallgató, cég) biztosítása érdekében az alapok, értékek vizsgálata céljából szükség van reflexív, akár kritikai elméletalkotásra, az e területen folyó tudományos kutatások támogatására, a legjobb gyakorlatok számbavételén túlmutató kiterjesztésére és a tudományos eredmények gyakorlati szakemberekkel való megismertetésére, a céges tapasztalati eredmények oktatásba való integrálására. Feladatunk, hogy képesek legyünk megteremteni a nyílt kommunikáció

és az ötletek cseréjének kultúráját, elősegíteni a közös gazdasági érdekek és az emberi törekvések összehangolásának embert próbáló munkáját.

## Lábjegyzet

- <sup>1</sup> A felsőoktatási intézmények és a munkaerőpiac kapcsolatai alatt jelen tanulmányban azokat az interakciókat értjük, amelynek során a felsőoktatási intézmények és a munkaadók között annak érdekében jön létre együttműködés, hogy az intézményből kikerülő hallgatók munkát kapjanak egy adott szervezetnél. Az együttműködés célja a hallgatók gyakorlati ismereteinek bővítése, gyakorlatszerzés, tapasztalatszerzés, kompetenciafejlesztés, vagy végleges elhelyezkedés.
- <sup>2</sup> „Magyarországon az oktatás megtérülési rátája 1998–2004-ben a nőknél 0,106-ról 0,130-ra, a férfiaknál 0,118-ról 0,139-re emelkedett, a diplomások bérelőnye a nőknél 0,363-ról 0,594-re, a férfiaknál 0,550-ról 0,715-re nőtt a bértarifa-felvételek adataival becsült Mincer-féle alapegyenletek szerint.” (Kertesi – Kolló, 2006: 203.)
- <sup>3</sup> KSH: [http://portal.ksh.hu/pls/ksh/docs/hun/xstadat/xstadat\\_eves/i\\_wdsi001b.html](http://portal.ksh.hu/pls/ksh/docs/hun/xstadat/xstadat_eves/i_wdsi001b.html) (2010.05.30.)
- <sup>4</sup> A kompetencia értelmezéséről lásd Henczi L. – Zöllei K. (2007): Kompetenciamenedzsment. Perfekt Gazdasági Tanácsadó, Oktató és Kiadó 17–19. o.
- <sup>5</sup> Massachusetts Institute of Technology (az USA egyik leghíresebb magánegyeteme).
- <sup>6</sup> A hazai felsőoktatás 2005-ös kutatási bevétele 21 milliárd forintot tett ki, ami az összbevétel 12%-át jelenti (Polónyi, 2009).
- <sup>7</sup> 79 észak-amerikai, egyesült királyságbeli és ausztráliai egyetemi kapcsolatokért felelős vállalati vezető megkérdezése alapján Lindsay arra az eredményre jutott, hogy az egyetemek és a vállalatok közötti oktatási együttműködések egyik legfontosabb célja az, hogy biztosítsanak egy elismert, akkreditált egyetemi képzési programot a vállalati dolgozók számára, amely képes kiegészíteni a vállalat saját tanfolyamait. Továbbá az utóbbiak megerősítésére és hitelességének növelésére is jó lehetőség az együttműködés a vállalat és az egyetem között (Lindsay, 2009).
- <sup>8</sup> Ezek közül a legismertebbek a következők: HVG Felsőoktatási különszám 2009, Figyelő 2009-es melléklete a felsőoktatási rangsorokról, Heti Válasz Felsőoktatási Rangsor 2009.

## Felhasznált irodalom

- Barakonyi K. (2003): Felsőoktatási stratégiaalkotás. Harvard Businessmanager, 5. évf., 5. sz., 48–58. o.
- Barakonyi K. (2004): Rendszerváltás a felsőoktatásban. Budapest: Akadémia Kiadó
- Barakonyi K. (2009): A business schoolok szerepváltozásai. Vezetéstudomány, 40. évf., 1. sz., 2–15. o.
- Bencsik A. et al. (2008): A kis- és középvállalatok tanulási-képzési gyakorlata a tudásalapúvá váló gazdaságban. Marketing & Menedzsment, 42. évf., 5–6. sz., 42–50. o.
- Benedek Sz. (2004): Diplomás pályakezdő munkanélküliek. Munkaügyi Szemle, 48. évf., 9. sz., 33–37. o.
- Cappelli, P. (2008): Tehetségmenedzsment a 21. században. Harvard Business Review, 10. évf., 6. sz., 58–66. o.

- Csiszárík-Kocsir Á. et al.* (2009): A kompetenciák mérése az emberi erőforrás-menedzsmentben és az oktatásban. *Humánpolitikai Szemle*, 20. évf., 7–8. sz., 132–140. o.
- Dinya L.* (2002): A „Bologna Folyamat” – A duális képzési rendszer szemszögéből. *Magyar Felsőoktatás*, 12. évf., 7. sz., 24–25. o.
- Farkasné Kurucz Zs. – Lóránd B.* (2007): Szakmai gyakorlatok és munkahálózatok a XXI. században. Nemzetközi konferencia, Miskolc: Miskolci Egyetem Gazdaságtudományi Kar, 284–291. o.
- Farkasné Kurucz Zs. – Lóránd B. – Balogh G.* (2008a): Methods to develop competitiveness of the workforce. Professional experience and its systems. *New Trends and Tendencies in Human Resource Management – East meets West: Nemzetközi konferencia*. Pécs, 2008. június 13–14. Pécs: PTE KTK
- Farkasné Kurucz Zs. – Lóránd B. – Balogh G.* (2008b): A munkaerő versenyképességének elősegítése a versenyképes környezetben. A szakmai gyakorlat rendszere és jellemzői. In: *A gazdasági környezet és a vállalati stratégiák: Nemzetközi konferencia*. Szeged, 2008. október 30–31. Szeged: MTA IX. Osztály Ipar- és Vállalatgazdasági Bizottság és SZTE GTK, 60–73. o.
- Henczi L. – Zöllei K.* (2007): Kompetenciamenedzsment. *Perfekt Gazdasági Tanácsadó, Oktató és Kiadó* 314. o.
- Kabai I. – Szabó Sz.* (2008): Pályakövetés vizsgálat – felsőoktatás, munkaerőpiac. Budapest: Zsigmond Király Főiskola [http://www.zskf.hu/uploaded/akabai/20\\_allasstart\\_2008\\_Kabai\\_Szabo\\_cikk.pdf](http://www.zskf.hu/uploaded/akabai/20_allasstart_2008_Kabai_Szabo_cikk.pdf) (2009.10.20)
- Kertesi G. – Köllő J.* (2006): Felsőoktatási expanzió, „diplomás munkanélküliség” és a diplomák piaci értéke. *Közgazdasági Szemle* 53. évf., 3. sz., 201–225. o.
- Lindsay, R.* (2009): Exploring the growing phenomenon of university-corporate education partnerships. *Management Decision*, Vol. 47, No. 8, 1313–1322. o.
- Majó Z.* (2000): A felsőoktatás és a munkaerőpiac kapcsolata. Szeged, SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei. JATEPress, Szeged 169–186. o.
- Munkácsy F.* (2004): A szakmai gyakorlatosok fogadása elősegíti a tervszerű munkaerő-utánpótlást. *Munkaügyi Szemle*, 48. évf., 1. sz., 3–17. o.
- Nagy G.* (2007): Egyetemek és öregdiákok kapcsolata Amerikában. *HVG*, 29. évf., 20. sz. 78–80. o.
- Pálmai E.* (2009): Diplomás-pályakövetés: ki mit tud. *HVG*, 31. évf., 31. sz., 53–55. o.
- Polónyi I.* (2007): A gazdaság és a felsőoktatás kapcsolatának néhány jellemzője – egy empirikus kutatás néhány megállapítása. *Competitio*, 6. évf., 2. sz., 149–177. o.
- Polónyi I.* (2009): A hazai felsőoktatás gazdasági működése, szerveződése és vezetése a 2000-es évek legelején. *Új Pedagógiai Szemle*, 59. évf., 8–9. sz., 3–36. o.
- Polónyi I. – Timár J.* (2004): Munkaerőpiac és oktatáspolitikai Magyarországon a rendszerváltás után. *Közgazdasági Szemle*, 51. évf., 11. sz., 1065–1072. o.
- Selmeczy I.* (2007): Diplomás pályakezdők és egyetemi, főiskolai karok vállalati szemszögéből. *Munkaügyi Szemle*, 51. évf., 11–12. sz., 46–49. o.
- Slauhter, S. – Rhoades, G.* (2004): *Academic Capitalism and the New Economy*. Baltimore, The Johns Hopkins University Press
- Szabóné Mojzes A.* (2008): Tömegesedés a felsőoktatásban. Pécs, Oktatás és Társadalom Neveléstudományi Doktori Iskola, Pécsi Tudományegyetem
- Szalka É. – Czipf Cs.* (2008): Az emberi tőke vállalati értékre gyakorolt hatása. *Marketing & Menedzsment*, 42. évf., 5–6. sz., 4–14. o.
- Tóth I.* (2007): Diplomás pályakezdők és egyetemi, főiskolai karok vállalati szemszögéből – 2007. Budapest: MKIK Gazdaság- és Vállalkozáselemző Intézet Kutatási Füzetek 1. sz.
- Tóthné Sikora G.* (2008): Fókuszban a bolognai folyamat, az átalakuló felsőoktatás és a munkaerőpiac. *Munkaügyi Szemle*, 52. évf., 4. sz., 7–10. o.
- Vincze Sz.* (2009): A diplomások túlképzésének nyilvánulásai. *Új Pedagógiai Szemle*, 59. évf., 8–9. sz., 47–70. o.
- Wright, R.* (2008): How to Get the Most From University Relationships. *MIT Sloan Management Review*, Vol. 49, No. 3., 75–80. o.

Cikk beérkezett: 2010. 3. hó

Lektor vélemény alapján véglegesítve: 2010. 6. hó

ARANYOSSY Márta

# SZORZÓSZÁMOS ÉRTÉKELÉS AZ INFORMÁCIÓTECHNOLÓGIAI IPARÁGAKBAN

Milyen szerepe van a pénzügyi-számviteli fundamentumoknak az információtechnológiai (IT) és internetcégek piaci árazásában? Jelen kutatás egyszerre két oldalról közelíti meg ezt a kérdést: az IT-és internetcégek kulcsértéktérítő tényezőit keresi a piaci árfolyamok tükrében, másrészt a szorzószámos értékelési módszertant igyekszik tesztelni e speciális iparágak mintáján. Az elemzés nyolc cash flow, számviteli és eredményrátán alapuló modellt vet össze többféle becslési hibamutató, statisztikai tesztek és lineáris regresszió segítségével. Az eredmények arra utalnak, hogy míg az IT-cégeknél a leghatékonyabb – EBIT-en és iparági viszonyszámokon alapuló – értékelési modellek hasonló hibával becsülnek, mint más iparági modellek a korábbi empirikus vizsgálatok esetében, addig az internetcégek esetében a hibák nagysága már többszörös, így ezen iparágak racionális árazása továbbra is kérdéses.

*Kulcsszavak:* szorzószámos értékelés, vállalatértékelés, internetcégek

Az információs technológiára (IT) vagy az internet adta lehetőségek kiaknázására specializálódott cégek értéke és értékelése több szempontból is kurrens témája a piaci elemzőknek és kutatóknak. Egyrészt az ezredfordulós „internetlufi” kipukkadása óta a szakemberek különös figyelemmel tekintenek akár a túlélő nagyágyúk, akár a feltörekvő start-up cégek árazására, annak vélt vagy valós gazdasági racionalitására. Másrészt az IT-és internetcégek sajátosságai közé tartozik – mint általában a high-tech, illetve bio-tech cégeknél –, hogy a technológia piacteremtő voltánál és az eszközök intangibilis jellegénél fogva a piaci értékük sokszor minden viszonyítási alapot nélkülöz.

Elsőként tekintsük az „internetlufi” jelenségét. Az ezredforduló táján az internethez – néhol csak nevükben – kötődő vállalatok árfolyam-emelkedése messze túlszárnyalta a piaci átlagot – ráadásul a pozitív piaci várakozások alapját hiába keresték az elemzők a vállalatok pénzügyi fundamentumaiban. A befektetők – utólag úgy tűnik – abba a hibába estek, hogy az értékképzés alapját megfoghatatlan, új mérőszámokban vélték felfedezni (pl. weboldal látogatóinak és lapletöltéseinek száma, l. Truman et al., 2000), amelyek a valós működés során legfeljebb gyengén korreláltak a nyereségtermelő képességgel. Természetesen utólag megvizsgálva a pia-

ci eufória kialakulását és összeomlását, már inkább azt állapíthatjuk meg, hogy az internet nem változtatta meg a vállalati értéktérítés alapszabályait, és az értékelésnél továbbra is a jövőbeni várható kockázatokat és hozamokat kell mérlegelni (l. Porter, 2001). Ez volt aztán a kiindulópontja a 2000 utáni kutatásoknak is: vajon 2000 márciusa után a befektetők visszatértek-e a pénzügyi információ alapú árazáshoz? Hand (2001) eredményei szerint ez a kiigazítás többnyire megtörtént, így megszűnt például a veszteség pozitív árazásának anomáliája, és az árak már a profitkilátásokkal együtt emelkedtek csupán. Emellett azonban a jelentős web-forgalommal rendelkező B2C (business-to-customer) cégeknél az irracionális árazás nyomai megmaradtak – így továbbra is kérdés, hogy a sokkot lassan elfelejtő befektetők napjainkban nem esnek-e ismét régi hibájukba? Természetesen a jelenlegi gazdasági válság ismét jelentősen lefaragta az IT-vállalatok tőzsdei kapitalizációját, ám az ellenirányú áramlat sem feltétlenül a pénzügyi információkkal korreláló értékítéletet jelent.

Ha azonban maradunk is a hagyományos vállalatértékelés racionalitásánál, még mindig nem könnyű a helyzetünk a high-tech cégek értékelésekor. Egyrészt az információtechnológiával kapcsolatos hozamok és ráfordítások egy része rejtve marad a pénzügyi elemzők

szeme előtt (Aranyossy – Nemeslaki, 2005), az értékelés során előtérbe kerülnek az immateriális jóságok, a mérlegen kívüli tételek, a könyv szerinti és az üzleti értéke egyre távolabb kerülhet egymástól (Juhász, 2004). Másrészt ezek az iparágak még viszonylag fiatalok, így historikus pénzügyi adatok nemcsak vállalati szinten, hanem az iparág szintjén is hiányoznak (részben éppen ez volt, ami az elemzőket a rendelkezésre álló nem pénzügyi adatok felhasználására csábította). Harmadrészt az iparág összetételét és a kulcs-technológiákat is a gyors változás jellemzi, így a rendelkezésre álló historikus adatok is kevésbé relevánsak a jövő szempontjából, miközben az előrejelzési bizonytalanság nagy. Így csupán az iparági versenytársak maradnak összehasonlítható alapként – de vajon a hatékony tőkepiacokon a piaci versenytársak friss árazási adatai mennyiben vezetnek a helyes értékeléshez? Amennyiben feltételezzük, hogy a versenytársak árazási információi lehetnek legfőbb támaszaink a vállalatértékelés során, akkor előtérbe kerül a szorzószámos értékelés módszertana.

A fent vázolt értékelési problémák egy részét próbálom megmagyarázni, ritka kivételként az amerikai helyett a számomra helyi, európai tőkepiac(ok)ra koncentrálni, amikor jelen tanulmányomban a következő kérdést teszem fel: Vajon a mai európai tőkepiaci befektetők milyen piaci összehasonlító adatokat és pénzügyi mutatószámokat figyelembe véve árazzák az internet- (és tágabb értelemben az IT-) cégeket? A kérdésfelvetés némileg megfordítva és közvetett módon vizsgálva egyben a szorzószámos értékelési módszer tesztelését is magában foglalja az érintett piacokon, hiszen a kérdés úgy is megfogalmazható: Milyen pénzügyi ráták és milyen benchmark választások adják a legjobb közelítést a valóságban kialakult piaci árfolyamokhoz az IT-, illetve internetcégek esetében?

### Elméleti keret: a szorzószámos értékelés lépései

A szorzószámos értékelés során a vállalatokat hasonló, piac által már beárazott vállalatok pénzügyi mutatószámai segítségével értékeljük (1. például Sebestyén et al., 2004). Ez az egyszerű megfogalmazás négy értékelési lépést takar, ahogy azt az 1. ábrában olvashatjuk.

Jelen fejezetben csupán az első két lépésre helyezem a hangsúlyt, hiszen nagymintás kvantitatív vizsgálat esetén a vállalatok közötti egyedi szakértői felülvizsgálat

1. ábra

#### A szorzószámos értékelés lépései (részben Damodaran, 2006 alapján)

1. megtalálni a hasonló vállalatokat (n db vállalat)	
2.a. a benchmark vállalat(ok) értékét ( $P_j$ ) valamely pénzügyi értékmérőhöz skálázni ( $R_j$ )	$\left\{ \frac{P_j}{R_j} \right\}$
2.b. több benchmark vállalat esetében a kialakított mutatókból valamilyen középértéket számítani	$\text{közép}\left\{ \frac{P_j}{R_j} \right\}_j^n$
3. az így kialakított mutatószámokat módosítani az összehasonlított vállalatok közötti különbségek alapján	
4. és végül a kapott benchmark középérték szorzóval megszorozni az értékelendő vállalat értékmérőjét	$(R_i) P_i = R_i * \text{közép}\left\{ \frac{P_j}{R_j} \right\}_j^n$

és kiigazítás (3. lépés) megvalósíthatatlan, ráadásul a cél éppen az általános összefüggések felfedése. Mindezek után pedig a hátralevő 4. értékelési lépés már csupán az értékelési képletbe való behelyettesítés.

Vegyük például a sokat használt és vizsgált P/E (Price/Earnings, vagyis Részvényár/Egy részvényre jutó nyereség) mutató alapuló értékelést. Először megkeressük az értékelnit kívánt vállalathoz értékteremtési szempontból leghasonlóbb vállalatokat (például az iparági osztályhoz való tartozás alapján), majd kiszámítjuk az ő P/E mutatóikat és valamilyen középértéket (leggyakrabban mediánt) számolunk belőlük. Végül nincs más hátra, mint az, hogy az értékelendő cég egy részvényre eső nyereségét felszorozzuk a kapott benchmark középérték-mutatóval, és így megkapjuk a kívánt részvényárfolyamot. (Többnyire nincs akadálya, hogy egy részvényre eső értékek helyett teljes vállalati értéket használjunk a számlálóban és a nevezőben egyaránt.)

Az 1. lépés kapcsán a módszer indirekt módon igyekszik beépíteni a főbb értékteremtő tényezőket is a modellbe, ezeken alapulnak a különböző gyakorlati megoldások. Például az iparági társak választása arra a feltételezésre épül, hogy ők valószínűleg hasonlóak kockázat és nyereségtermelő képesség szempontjából, illetve hasonló számviteli módszerek torzítják a számviteli adataikat. Az empirikus kutatások e téren elég egységes álláspontot képviselnek: legpontosabb eredményeket a minél pontosabb iparági besorolás alapján érhetjük el (pl. Alford, 1992), így jelen tanulmányban is ezt fogom alkalmazni. Alternatív megoldás lehet emellett valamilyen jövedelmezőségi mutató (pl. ROE, azaz sajáttőke-arányos nyereség, l. pl. Boatsman – Baskin,

1981), vagy a méret alapján választani benchmark vállalatot – előbbi a cash flow termelő képesség, utóbbit a kockázat közelítéseként használva.

A 2. a lépés esetén a megfelelő szorzószám kiválasztását gyakran iparági és egyedi vállalati karakterisztikák is befolyásolják – ehelyütt most csak a témám szempontjából fontos, általános elméleti megfontolásokra térnek ki. Ha az értékelési irodalmat vizsgáljuk általában a szorzószámok három nagy csoportját különböztetik meg (Copeland – Koller – Murrin, 1994): jövedelmezőség alapú (pl. P/E); könyv szerinti érték alapú (Pl. P/BV, azaz Részvényár / Saját tőke könyv szerinti értéke) vagy bevétel alapú mutatók (pl. P/S Részvényár / Nettó árbevétel). Némi átalakítással mindegyik típusú mutató visszavezethető a – DCF értékelési módszerrel is használt – főbb értékteremtő tényezőkre: osztalékfizetésre, jövedelmezőségre, tőke költségre és növekedésre. Az osztalékdiskont modell alapképletéből lehetőség nyílik mindhárom említett mutatótípus levezetésére, a 2. ábrában látható módon (Damodaran, 2006: p. 62–64.).

Másrészről a bevonható mutatószámok – a számítás fenti logikájának változatlansága mellett – a következőképpen is csoportosíthatók (Liu et al., 2002):

- historikus, pénzáramlás jellegű mutatók: cash flow és EBIT, EBITDA alapú mutatók,
- historikus, számviteli mutatók: bevétel, nyereség, saját tőke és eszközök könyv szerinti értéke,
- előretekintő mutatók: elemzői P/E előrejelzés és P/E növekedési (PEG) mutatók.

A cash flow alapú mutatók direkt módon, míg a különböző eredménykategóriákat tartalmazó mutatók indirekt módon utalnak a vállalkozás (jövőbeni) cash flow termelő képességére – így értékelési alkalmazásuk igen gyakori. Még egyértelműbb a kapcsolat a jövőbeni ér-

tékkeremtés és az előre jelzett eredmény között, ám az előrejelzések hozzáférhetősége és megbízhatósága kétséges. Fiatal, esetleg egyelőre negatív eredményt kimutató vállalkozások esetében a múltbeli eredmények még kevésbé jó előrejelzők, ilyenkor szokás a bevétel vagy könyv szerinti saját tőke vagy eszközérték használata. A bevétel alapú mutató elméleti megalapozottsága gyenge; ám a P/BV használatának teoretikus alapja Ohlson modellje, mely feltételezi, hogy a saját tőke könyv szerinti érték az értéktő alapú jövőbeni normál nyereség előrejelzéséhez, mivel a vállalat igyekszik az elvárt tőkeköltséget megtermelni azon (l. pl. Collins et al., 1999). Jelen tanulmány igyekszik a mutatók mindhárom csoportját bevonni a vizsgálatba,

2. ábra

**A szorzószámok és az értékteremtő tényezők kapcsolata**

(Damodaran, 2006, p. 62–64.)

<p>Az osztalékdiskont modell alapja:</p> $P = \frac{DIV}{r - g}$ <p>Ebből levezetve az említett három típusú mutatót:</p> $\frac{P}{E} = \frac{d * (1 + g)}{r - g}$ $\frac{P}{BV} = \frac{ROE * d * (1 + g)}{r - g}$ $\frac{P}{S} = \frac{p * d * (1 + g)}{r - g}$ <p>Ahol P a saját tőke piaci értéke, E nyereség, DIV az adott évi osztalék, d az adott évi osztalékfizetési ráta, g a növekedési ráta, r a tőkeköltség, BV a saját tőke könyv szerinti értéke, ROE a saját tőke arányos megtérülési ráta, S a bevétel és p a bevétele arányos profitráta.</p>
--

1. táblázat

**Az értékeléshez használt mutatószámok és számításuk módja**

Szorzószám	Számítás módja
P/FCFE	Tőkepiaci kapitalizáció / Tulajdonosok számára rendelkezésre álló pénzáramlás
P/FCFF	Tőkepiaci kapitalizáció / Vállalat számára rendelkezésre álló pénzáramlás
P/EBIT	Tőkepiaci kapitalizáció / Kamatok és adózás előtti eredmény
P/EBITDA	Tőkepiaci kapitalizáció / Kamatok, adózás és értékcsökkenés előtti eredmény
P/E	Tőkepiaci kapitalizáció / Eredmény
P/S	Tőkepiaci kapitalizáció / Nettó árbevétel
P/BV	Tőkepiaci kapitalizáció / Saját tőke könyv szerinti értéke
P/TA	Tőkepiaci kapitalizáció / Összes eszköz könyv szerinti értéke
P/E*	Tőkepiaci kapitalizáció / Eredmény * (1 + Előrejelzett éves eredménynövekedési ráta)

ám P/E előrejelzések csupán a mintában lévő vállalatok csak egy kisebb csoportjánál állnak rendelkezésre, így ezt a vizsgálatot csak egy ezen az almintán tudjuk elvégezni. A vizsgált szorzószámok körét és számítási módját a 1. táblázat foglalja össze.

Ritkaság, hogy csak egy benchmark vállalatot választunk ki az értékeléshez (l. Boatsman – Baskin, 1981) – így a következő módszertani döntésre a benchmark vállalati mutatókból számítandó középérték megválasztásakor kerül sor (**2. b lépés**). A következő bemutatott tanulmányokban gyakorlatilag sehol sem esett a szerzők választása az egyszerű számtani átlagra, ehelyett a következő megállapításokat tették: A medián használata mellett érdemes dönteni, amennyiben szeretnénk a kiugró értékek középértékre gyakorolt hatását csökkenteni (pl. Alford, 1992; Kim – Ritter, 1999; Park – Lee, 2003). Másrészt a szorzószámok hányados volta miatt indokolt lehet a harmonikus átlag használata (Beatty et al., 1999; Liu et al., 2002). Végül a harmonikus átlag – nem egyenlő átlagolandók esetén – mindig kisebb, mint a számtani és a mértani közép, így ezt egyfajta pesszimista benchmark értéknek is tekinthetjük. Jelen tanulmányban a kutatók többségéhez igazodva a benchmark cégek vállalati mutatóinak mediánját fogom használni.

Amint láthatjuk a feltételezésekből és a lépésekből egyaránt, a módszer legnagyobb erénye és hátránya egyaránt az egyszerűsége. A legfontosabb kritika így éppen az, hogy ilyen egyszerűen aligha ragadható meg a vállalati értékteremtés teljes spektruma, így, még ha véletlenül helyes értéket eredményez is, akkor sem mond semmit az értékteremtés módjáról, forrásairól. Viszont éppen ez az egyszerűség lehet a vonzó gyakorlati és elméleti célok szempontjából egyaránt. A gyakorlati elemzők számára egy publikus és piaci információkra támaszkodó, egyszerűen frissíthető eszközt jelent az alul- vagy felülértékelt részvények kiszűrésére. Az állami hatóságok számára is érdekes lehet egy ilyen gyakorlatias értékelési módszer adózási vagy örökösödési esetek elbírálásánál. Emellett a pénzügyi kutatók is használják, hiszen nagymintás vizsgálatokban is megalapozott vállalatértékelés hajtható végre így, például a diverzifikáció vagy a felvásárlások hatását vizsgáló tanulmányoknál. Így tehát önmagában is izgalmas kérdés a szorzószámos értékelési módszer megalapozottságának, illetve pontosságának vizsgálata (ahogy azt a következő fejezetben bemutatott kutatások is példázzák) – jelen tanulmány ezt a kérdésfeltevést egészíti ki az IT-iparág aktualitásaival.

### **Irodalmi áttekintés: milyen pontos a szorzószámos értékelés?**

A szorzószámos értékelés pontosságának egyik első – és inkább indirekt – vizsgálata Boatsman és Baskin (1981) nevéhez fűződik. Ők ugyan csupán összehasonlításként használtak szorzószámos értékelést, de a módszer tesztelésének tudományos alapjait már náluk is megtalálhatjuk. Ők az azonos iparági osztályba tar-

tozó vállalatok közül véletlenszerűen vagy a megelőző 10 évi átlagos nyereségnövekedési ráta alapján választottak csupán egy benchmark vállalatot az értékeléshez – megállapítva, hogy az utóbbi módszer kisebb értékelési hibát eredményez. Alford (1992) már valóban a szorzószámos értékelésre koncentrált – mégpedig a benchmark választás kérdését vizsgálta meg alaposabban a P/E alapú értékelés esetében. Ebből a tanulmányból származik az azóta is sokat hivatkozott és használt megállapítás, miszerint a legpontosabb értékelési eredményre az vezet, ha viszonylag szűk iparági besorolás alapján választunk benchmark vállalatcsoportot; a méret és a nyereségesség addicionális bevonása a választásba nem javít az eredményeken.

Kaplan és Ruback (1995) ismét inkább összehasonlítási alapként használta az – EBITDA alapú – szorzószámos értékelést nagy tőkeáttételű vállalatfelvásárlások értékelése kapcsán. Ám az a következtetés, hogy a diszkontált pénzáramlásokra alapuló módszer „legalább olyan jó”, mint a szorzószámos értékelés, már önmagában is sokat elmond a szorzószámos módszer pontosságáról.

Beatty, Riffe és Thompson (1999) tanulmánya számviteli-adózási motivációval keresi a legpontosabb szorzószámos módszert, amit a P/E és P/BV mutatók egyenlő súlyú, harmonikus átlagára alapozott lineáris modellben vélnek megtalálni.

Kim és Ritter (1999) ugyan a tőkepiacra belépő vállalatok, IPO-k esetében a szorzószámos értékelést nem találja meggyőzően pontosnak sem P/E, sem P/BV, sem P/S mutatókkal; ám módszertani újdonságként az elemzést kiterjeszti az állandó taggal is rendelkező lineáris regressziós egyenletek irányába, illetve a historikus nyereségadatok helyett az előre jelzett nyereségek használata mellett érvelnek. Berkman, Bradbury és Ferguson (2000) szintén P/E előrejelzéssel dolgozott új-zélandi IPO-k esetében, és a DCF-hez hasonló pontosságot mutatott ki a szorzószámos értékeléssel is.

Liu, Nissim és Thomas 2002-es tanulmánya talán az egyik legalaposabb, valóban pénzügyes nézőpontú és csupán a szorzószámos értékelésre fókuszáló vizsgálat: nagy mintával, sokféle szorzószámmal és többféle értékelési modellel dolgozva igyekeztek a legjobbat megtalálni. Ők is a jövőbeli nyereségen alapuló P/E mutatót találták a legpontosabbnak, majd értékelési hiba tekintetében ezt követik a historikus P/E, a cash flow és a könyv szerinti értéken alapuló szorzószámok, végül a bevétel alapú szorzó bizonyult a legpontatlanabbnak. Jelen tanulmány szempontjából érdekes lehet az a következtetésük, miszerint nem találtak iparáganként „legjobb” mutatót, a fent felvázolt sorrend nagyjából megegyezett minden iparágnál. Az egész módszer ér-

tékelése szempontjából pedig arra az érdekes következtetésre jutottak, hogy a szorzószámú módszerek mind jobbnak bizonyultak, mint a tesztelt összetettebb, belső értéken alapuló értékelési módszerek. Vagyis az egyszerűbb ez esetben úgy tűnik, jobb is.

Lie és Lie (2002) tanulmánya hasonlóan alapos és módszertanilag átgondolt. Ők is jobbnak találták az előre jelzett P/E-t a historikus párjánál, és a legrosszabb a bevétel alapú szorzó volt; azonban a legpontosabb szorzószámuk náluk a P/TA (Részvényár/Összes eszköz) mutatkozott. Érdekes megállapításuk, hogy a nyereség alapú mutatók alapvetően felfele tévednek, azaz túlértékelik a vállalatokat.

Park és Lee (2003) vizsgálata szerint a legkisebb előrejelzési hibát a könyv szerinti érték alapú mutató használatával vétjük – ám az ő tanulmányuk még egy érdekes nézőponttal egészíti ki a téma irodalmát: melyik mutató alapján fektessünk be, hogy a legnagyobb piaci hozamot zsebelhessük be? Érdekes módon – bár egy meglehetősen speciális célfüggvény alapján – itt éppen a bevétel alapú szorzószám bizonyult a leghatékonyabbnak.

A bemutatott tanulmányok diverz nézőpontból és módszertanilag igyekeztek tesztelni a szorzószámú értékelés pontosságát, az eredmények alapján talán megfogalmazható mostanra valamilyen általános következtetés: A szorzószámú értékelés többnyire hasonlóan pontos vagy pontosabb, mint a belső értéken alapuló bonyolultabb (nagy mintán tesztelhető) módszertanok. Ezen belül a szűk iparági besorolás alapján választott benchmark vállalatok és a P/E és/vagy a P/BV mutatók használata a legmegbízhatóbb. Ezt fogom tehát kiindulási alapként használni az IT-és internetes vállalatok szorzószámú értékelési lehetőségeit vizsgálva a továbbiakban.

Az én kérdésselvetésem azonban kifejezetten azokra a vállalatokra vonatkozik, amelyeket a fenti vizsgálatok többnyire figyelmen kívül hagynak. Egyrészt a high-tech cégek esetében gyakran előfordul, hogy a jövedelmezőség alapú mutatók negatívak, vagy kevés iparági társuk van a tőkepiacon – így a fenti vizsgálatok módszertani szempontok alapján kizárták többségüket (pl. Liu et al., 2002 vagy Lie – Lie, 2002). Akad persze néhány olyan tanulmány is, amely kifejezetten ezekre a vállalatokra fókuszál. Rajgopal et al. (2000) kifejezetten az internetes vállalkozásokra koncentrálna azt állapította meg, hogy a számviteli eredmény és a vállalati érték kapcsolata nem szignifikáns. Hasonlóképpen Trueman, Wong és Zhang (2000) is arra a következtetésre jutott, hogy a nyereségességgel nem mutatnak szignifikáns kapcsolatot a részvényárfolyamok, ám az értékesítés közvetlen eredményével már igen. A pénzügyi adatokat pedig hatékonyan egészíthetik ki – leg-

alábbis ekkor, az ezredforduló előtti tőkepiacon – a lapletöltésekre vagy látogatósámszámra vonatkozó statisztikák az értékeléskor. Emellett véleményük szerint leginkább a portál és közösségi oldalak üzemeltetői viselkednek leginkább a hagyományos vállalatoktól eltérően értékelési szempontból. Ahogy azt már a bevezetőben jeleztem, Hand (2001) az internetlufi kipukkadása utáni vizsgálatban is hasonló eredményre jutott azzal, hogy a pénzügyi adatok beárazása ekkor már az internetes cégeknél is jobban hasonlított a piac egészéhez.

Végül az eddig bemutatott tanulmányok szigorúan az amerikai tőkepiacokra koncentrálnak – jelen tanulmány az európai piacok árazását szeretné vizsgálni. Természetesen az európai internetes cégek árazásának elemzése sem előzmény nélküli. Például Knauff és van der Goot (2001) műhelytanulmánya európai internet IPO-k esetében vizsgálta a számviteli információk és a tőzsdei árak kapcsolatát, és szignifikánsnak találta azt.

### A módszertan

A jelen kutatásban vizsgált főbb kérdések tehát a következők: Milyen szoros a kapcsolat a pénzügyi fundamentumok és az IT/internetcégek tőkepiaci értéke között Európában? Mennyire pontos a szorzószámú értékelés ezeknél a cégeknél? Mely szorzószámok és mely benchmark választási módszerek a legpontosabbak ezeknél a cégeknél?

Ehhez a kutatáshoz a következőképp szűkítettem a vizsgált vállalatok körét:

- A Bloomberg európai vállalatokra vonatkozó adatbázisának 2008. januári adataiból indultam ki (közvetlen adatforrásom a [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com) volt). Ez a nyugat-európai tőzsdéken jegyzett cégeket tartalmazza, ezek közül is azokat, amelyeknek a piaci kapitalizációja eléri az ötvenmillió amerikai dollárt.
- Az itt jegyzett cégek közül az információtechnológiához és az internethez szorosan köthető iparági besorolású cégeket választottam ki (a kijelölt iparágak végső, részletes listáját l. az 1. mellékletben). Az így kapott 363 vállalatból 280 IT-szektorba tartozik, míg 83 az internetszektorba.
- Ezután megtisztítottam az adatbázist a hiányzó értékektől. 28 vállalatnál nem volt cash flowra vonatkozó adat; míg további 6 vállalatnál az árbevétel vagy az eredmény 0 volt, ami a hányadosképzést lehetetlenné tette volna.
- Mind a 8 használt fő szorzószám (l. 3. táblázat) szerint kizártam az 1. és a 100. percentilisbe tartozó vállalatokat, hogy a kiugró értékek kevésbé torzítsák az eredményeket – ez a megközelítés

egyaránt megfelel a szakmai és a kutatási gyakorlatnak. Így összesen 24 további vállalatot zártam ki outlierként.

- Végül az egyelemű iparágakat is kizártam az elemzésből, mivel e vállalatokhoz nem tudok majd iparági benchmarkot találni. Ezzel négy újabb vállalat esett ki, és így 301 vállalatot tartalmaz a mintám. Ebből 60 az internet- és 239 az IT-szektorba tartozik.

A minta alapvető pénzügyi jellemzőit röviden a 2. táblázat foglalja össze – jelezve a mintában szereplő vállalatok rendkívüli diverzitását mind méretben, mind eredményességben.

A minta főbb jellemzői

	N	Min.	Max.	Átlag	Szórás
Piaci kapitalizáció	301	50	60 140	653	3 600
Összes eszköz	301	0	13 494	366	1 261
ROE	301	-100%	100%	12%	26%

A szorzószámos értékelés módszertanáról, lépéseiről, illetve az általam használt mutatók köréről már az előző fejezetben esett szó, így ehelyütt csupán az „értékelés értékelésének” módszereit mutatom be – azaz, hogy milyen mutatókkal és tesztekkel vizsgálhatjuk a szorzószámos értékelés pontosságát. Az értékelési hiba leggyakoribb meghatározásai a következők:

- Hiba =  $\ln(\text{előre jelzett ár/valós ár})$  (pl. Kaplan – Ruback, 1995; Kim – Ritter, 1999; Lie – Lie, 2002),
- Hiba =  $(\text{valós ár} - \text{előre jelzett ár})/\text{valós ár}$  (pl.: Beatty et al., 1999; Liu et al., 2002),
- Hiba =  $(\text{előrejelzett ár} - \text{valós ár})/\text{valós ár}$  (pl. Alford, 1992; Berkman et al., 2000).

Részemről nem használok logaritmikus transzformációt, mivel szeretném megtartani a hiba alapvető pénzügyi jelentését. A szakmai megközelítésnek így az utolsó meghatározás felel meg, hiszen ez előjében is helytálló választ ad arra, hogy az értékelés hány százalékban becsülte alul vagy felül a valódi piaci értéket.

Ezek után kérdés, hogy az egyes vállalatok értékelési hibáit milyen statisztika segítségével összegezzük, vagy milyen tesztek segítségével hasonlítsuk össze. A kutatási gyakorlatban a következő lehetőségek merülnek fel:

- a hiba különböző középértékeinek (átlag, medián, átlagos négyzetes hiba) összehasonlítása,
- a hiba eloszlásának (szórás, interkvartilis terjedelelem, 90. percentilis, a hibák hány százaléka esik a  $\pm 15\%$ -ba) összevetése,
- az abszolút hiba középértékeinek (átlag, medián) összehasonlítása,
- a hiba átlagokat összehasonlíthatjuk asszimptotikus z-próba segítségével.

Jelen tanulmányban igyekszem a legtöbb fenti mutató szerint összehasonlítani a különböző értékelési módokat. (Kivéve az átlagos négyzetes hibát, mivel az előjelek hatásának kiiktatására inkább az abszolút hiba

2. táblázat

középértékeit használom majd; illetve a hiba 90. percentilise nem mutat túlságosan sokat, több értelme van ezt az abszolút hiba esetében számítani.) Leginkább az abszolút hiba középértékeit és a  $\pm 15\%$ -os intervallumba esők részarányát fogom mértékadónak tekinteni az egyes értékelési módok összevetésénél. A gyakorlatban ugyanis talán e két mutatónak lehet igazán jelentősége: előbbinek egy nagyobb portfólió kezelője számára, míg utóbbinak az egyedi vállalatértékelésekkor. Ezenfelül a legígéretebbnek tűnő értékelési módokat a 3. ábrában felvázolt regressziós tesztek és másodfokú sztochasztikus dominancia alapján is összevetem majd.

### Az eredmények bemutatása és elemzése

Amennyiben a vállalatokat szűken értelmezett iparági társaik alapján értékeljük, akkor a 3. táblázatban is látható hatékonyságú modelleket kapunk a nyolc múltbeli pénzügyi adatra épülő szorzószám 3. táblázat fel-

3. ábra

### A hasonló empirikus vizsgálatokban is használt statisztikai tesztek

1. Többek között Kaplan és Ruback (1995) vagy Berkman - Bradbury - Ferguson (2000) is alkalmazza a különböző vállalatértékelési módszerek összevetésére a lineáris regresszió módszerét, megvizsgálva így, hogy az egyes szorzószámok mennyire magyarázzák a piaci árak varianciáját. A regressziós egyenlet:  $P_i = \alpha + \beta * X_i * \text{Medián}(P_j / X_j)$ , ahol azt feltételezzük, hogy amennyiben a szorzószámos módszer kellően pontos, akkor  $\alpha=0$  és  $\beta=1$ , ezt teszteljük tehát (F-próbával).
2. Emellett Boatsman és Baskin (1981) másodfokú sztochasztikus dominancia alapján hasonlították össze a különböző értékelési módszerek pontosságát. A másodfokú sztochasztikus dominancia kritériuma esetünkben azt jelenti, hogy ha két különböző értékelési módszer (abszolút)hiba-eloszlásfüggvénye  $F(x)$  és  $G(x)$ , akkor ha  $\int_{-\infty}^x F(z) dz \leq \int_{-\infty}^x G(z) dz$  igaz minden  $x$ -re, úgy a G modell a domináns.

használásával. Az előjeles hibamedianok a P/BV, P/S és P/TA szorzószámok használata esetében nullák, a kapcsolódó szóródási mutatói azonban a bevétel alapú módszerek lényegesen nagyobbak. Az abszolút hiba esetében a P/EBITDA mutató vezet (így is 50%-os) mediánhibával és 25,57%-nyi 15%-os hibahatárba eső vállalattal – ám pontosság alapján szorosan követi és szóródás tekintetében meg is előzi ezt a P/BV mutatót.

Mivel ez – vagyis az iparági mediánszorók alapján történő értékelés – a leggyakoribb a szakirodalomban, itt érdemes megállni egy pillanatra és megnézni mélyebben, hogy hogyan teljesítenek a módszerek pusztán az internetcégek almintáján. Itt azt tapasztalhatjuk, hogy a pontos-

sági mutatók, több-kevesebb mértékben, minden szorzó esetében romlottak (ld. 4. táblázat). A medián hibák még mindig a P/BV, P/S, P/TA hármasnál a legjobbak, ráadásul a bevétel alapú mutató teljesít egyértelműen legjobban az abszolút hibák mediánja tekintetében is. Ez azért különösen érdekes, mert a korábbi vizsgálatokban szinte kivétel nélkül a P/S mutató teljesített legrosszabbul, az internetes vállalkozások esetében mégis ez tűnik a leghasznosabbnak. Ha viszont a befektetők bevétel alapon áraznak, annak két oka lehet: egyrészt a negatív eredménymutatók miatt nem találtak jobb viszonyítási alapot, másrészt még mindig nem a pénzügyi racionalitás – azaz az eredménytermelő képesség – alapján döntenek.

3. táblázat

**Értékelési hibák iparági medián alapú benchmark választásnál**

<b>Benchmark: iparági mediánok – Hiba</b>								
	P/FCFE	P/FCFF	P/EBIT	P/EBITDA	P/E	P/BV	P/S	P/TA
N	301	301	301	301	301	301	301	301
Átlag	-0,49	-0,68	-0,39	-0,12	-0,25	0,47	0,73	0,46
Medián	-0,47	-0,62	-0,19	-0,08	-0,22	0,00	0,00	0,00
Szórás	2,43	2,53	1,92	1,93	3,87	1,86	2,74	1,77
Interkvartilis terjedelem	0,97	0,99	1,02	0,99	1,04	1,19	1,55	1,28
<b>Abszolút hiba</b>								
Átlag	1,21	1,21	0,90	0,89	1,19	0,97	1,22	0,95
Medián	0,77	0,84	0,53	0,50	0,52	0,57	0,59	0,62
Szórás	2,16	2,32	1,74	1,71	3,69	1,66	2,56	1,56
90. percentilis	2,42	2,18	1,70	1,56	2,12	1,97	2,75	1,91
Interkvartilis terjedelem	0,79	0,79	0,75	0,78	0,71	0,72	0,86	0,73
15% hibán belüli	15,74%	14,43%	21,64%	25,57%	19,02%	19,67%	18,36%	18,03%

4. táblázat

**Értékelési hibák iparági medián alapú benchmark választásnál, internetcégek esetében**

<b>Csak Benchmark: iparági mediánok internetcégek – Hiba</b>								
	P/FCFE	P/FCFF	P/EBIT	P/EBITDA	P/E	P/BV	P/S	P/TA
N	60	60	60	60	60	60	60	60
Átlag	-1,06	-1,38	-0,99	-0,76	-1,22	0,89	1,20	0,99
Medián	-0,68	-0,79	-0,37	-0,30	-0,31	0,00	0,00	0,00
Szórás	3,33	4,26	3,34	2,94	5,40	2,13	3,38	2,23
Interkvartilis terjedelem	0,93	0,87	0,92	0,95	1,03	2,01	1,32	2,02
<b>Abszolút hiba</b>								
Átlag	1,79	2,03	1,47	1,36	1,97	1,39	1,61	1,48
Medián	0,83	0,91	0,65	0,58	0,72	0,71	0,49	0,76
Szórás	2,99	3,98	3,15	2,71	5,17	1,84	3,20	1,94
90. percentilis	6,34	5,13	2,83	3,34	3,25	4,41	4,76	4,54
Interkvartilis terjedelem	1,02	0,96	0,96	0,90	1,69	1,20	0,81	1,25
15% hibán belüli	10,00%	8,33%	18,33%	21,67%	13,33%	16,67%	25,00%	13,33%

Ha a vizsgálatban visszatérünk a vállalatértékelés elméletéhez, akkor talán még az iparági medián benchmark választásnál is jobb eredményt kellene kapnunk, ha a hasonló ROE mutatóval rendelkező iparági társ mutatói alapján végezzük el a szorzószámok értékelést. Hiszen ekkor elvileg az azonos iparág hasonló kockázatot és növekedési lehetőségeket takar, és a ROE gondoskodik a harmadik értékteremtő tényező, az eredménytermelő képesség illesztéséről. Ennek ellenére a mintánkon ez az állítás nem igazolódik – sőt, az értékelési pontosság ezzel a módszerrel szignifikánsan romlik (1. 5. táblázat). A medián abszolút hibák 40-60%-kal nőnek, míg a 15%-

os hibán belüliek aránya több mint a felére csökken gyakorlatilag az összes szorzószám esetében.

A témában végzett kutatások úgy találták, hogy a nyereség-előrejelzésen alapuló értékelési modellek pontosabbak, mint a múltbeli számviteli adatokat felhasználók (pl. Lie – Lie, 2002; Liu et al., 2002). A százalékos nyereség-növekedési ütemnek természetesen csak a pozitív nyereséget kimutatók almintáján van értelme, jelen mintában pedig azok közül sem áll rendelkezésre mind-egyik vállalatnál növekedésre vonatkozó előrejelzés. Így ezt a vizsgálatot egy 96 (89 IT és 7 internetes) vállalatot számláló almintán tudtam csupán elvégezni – és

5. táblázat

Értékelési hibák ROE alapú benchmark választásnál

Benchmark: iparági leghasonlóbb ROE – Hiba								
	P/FCFE	P/FCFF	P/EBIT	P/EBITDA	P/E	P/BV	P/S	P/TA
N	301	301	301	301	301	301	301	301
Átlag	-0,029	0,837	1,932	1,883	2,607	1,889	4,039	2,796
Medián	-0,548	-0,734	-0,102	-0,093	-0,021	-0,042	0,048	-0,042
Szórás	13,691	20,160	9,885	13,139	11,159	7,038	18,425	14,861
Interkvartilis terjedelem	1,966	2,014	1,920	1,904	2,083	1,843	2,691	2,004
Abszolút hiba								
Átlag	5,144	6,906	3,654	4,240	4,051	2,480	4,638	3,396
Medián	1,018	1,151	0,881	0,860	0,865	0,708	0,877	0,737
Szórás	12,684	18,955	9,385	12,575	10,718	6,851	18,283	14,735
90. percentilis	13,103	16,132	9,495	11,349	9,822	6,003	9,108	6,140
Interkvartilis terjedelem	2,607	2,613	2,033	1,692	1,521	0,837	1,538	0,969
15% hibán belüli	6,89%	5,25%	11,15%	11,15%	8,52%	10,16%	9,84%	8,85%

6. táblázat

Értékelési hibák P/E előrejelzésen alapuló értékelés esetében

Nyereség-előrejelzésen alapuló P/E modell – Benchmark: iparági medián – Hiba				
	P/E előrejelzés	P/E pozitív almintá	P/EBIT pozitív almintá	P/EBITDA pozitív almintá
N	96	203	203	203
Átlag	0,275	0,206	0,213	0,295
Medián	0,000	0,000	0,000	0,000
Szórás	1,998	1,277	1,170	2,004
Interkvartilis terjedelem	0,677	0,720	0,832	0,785
Abszolút hiba				
Átla	0,744	0,667	0,664	0,755
Medián	0,339	0,374	0,423	0,415
Szórás	1,873	1,108	0,986	1,879
90. percentilis	0,925	1,249	1,289	1,487
Interkvartilis terjedelem	0,701	0,722	0,710	0,733
15% hibán belüli	28,13%	26,11%	25,12%	29,06%

a 6. táblázatban összegzett eredményeket kaptam.

Látható, hogy az előre jelzett P/E-n alapuló értékelés nem pontosabb (de nem is pontatlanabb), mint a múltbeli P/E-n alapuló, vagy a leghatékonyabbnak tűnő EBIT és EBITDA szorzók. Az egyetlen nagyobb mértékű javulás a 90. percentilis értékében következett be, ám mivel ebben az almintában még inkább dominálnak az IT-cégek, így az összehasonlítás nem teljes. Viszont éppen ezért meglepő az értékelések elmaradt javulása, ami nem csupán a

korábbi empirikus eredményeknek mond ellent, hanem jelzi, hogy ebben az iparágban az előrejelzések információtartalma is alulmarad a hagyományos iparágakhoz képest.

## Következtetések

### A módszerek statisztikai összevetése

Jelen fejezetben a statisztikai eszköztár lehetőségeit kiaknázva igyekszem objektíven összevetni a fentiekben bemutatott szorzószámok értékelésmo- dell változatokat. A korábbiakban már részletesen bemutatottam és elemeztem a hiba középérték és szóródási mutatókat. A gyakorlatban legfontosabb mutatószámokat – azaz a hibaátlagokat és a 15%-os hibahatáron belüli értékelések arányát – egyszerre tekintve egyaránt a P/EBITDA modell tűnik a mintámon legjobbnak – vagyis ezen egyszerű, értékalapú modellel lehet a legtöbb esetben tűrhető eredményt kapni. Pontosság tekintetében a második helyen az P/EBIT szorzószám áll, így tehát egyértelműen a folyamatos működésből származó jö-

vedelem tűnik az IT/internetcégek esetében a leghasznosabb értékmérőnek.

Ha az abszolút hiba teljes eloszlását figyelembe akarjuk venni a modellek összehasonlításakor, akkor érdemes a legjobbakat a másodfokú sztochasztikus dominancia kritériuma alapján összevetni. Az eredeti nyolc modell között nem találunk egyértelműen domináns szorzószámot, amely az abszolút hiba bármely szintjét tekintve elfogadhatónak, mindenképp a legtöbb jó eredményt adja. (L. 7. táblázat – ahol az egyes diszkrét hibaszinteken legjobb szorzókat vastag, a legrosszabbakat, dőlt betűkkel jelöltem.) Ám a legtöbb esetben – ahogy azt már láthattuk a hibastatisztikákból is – a P/EBITDA szorzószám használata tűnik célszerűnek, másodsorban pedig a P/E szorzó jöhet még szóba. A klasszikus, eredmény alapú mutatók teljesítenek tehát itt is legjobban, ami megfelel a hagyományos iparágakban tapasztaltaknak. Az pedig egyértelmű és érdekes, hogy a cash flow alapú szorzószámok (P/FCFE, illetve P/FCFF) adják a legrosszabb közelítéseket, aminek oka részben a negatív cash flow gyakori előfordulása lehet a high-tech cégek esetében.

7. táblázat

### Különböző értékelési szorzószámok összehasonlítása másodfokú sztochasztikus dominancia alapján

Másodfokú sztochasztikus dominancia								
Kummulatív gyakoriság (%)								
Abszolút hiba %	P/FCFE	P/FCFF	P/EBIT	P/EBITDA	P/E	P/BV	P/S	P/TA
5%	8,6378738	9,302326	8,637874	9,96677741	<b>12,2924</b>	10,96346	9,634551	10,96346
10%	13,95349	<i>12,292359</i>	14,61794	<b>18,93688</b>	15,28239	16,6113	14,61794	13,62126
15%	15,94684	<i>14,61794</i>	21,92691	<b>25,91362</b>	19,2691	19,93355	18,60465	18,27243
20%	18,60465	<i>17,275748</i>	26,24585	<b>30,23256</b>	23,25581	24,25249	23,58804	21,59468
25%	21,92691	<i>20,930233</i>	30,89701	<b>32,89037</b>	30,56478	26,9103	27,90698	26,24585
30%	24,58472	<i>24,916944</i>	35,8804	<b>36,21262</b>	35,21595	31,56146	31,56146	28,90365
35%	27,57475	<i>26,910299</i>	38,53821	<b>40,86379</b>	38,20598	34,88372	35,21595	31,56146
40%	30,23256	<i>27,906977</i>	42,52492	<b>43,52159</b>	40,53156	38,87043	39,20266	34,5515
45%	34,5515	29,23588	45,84718	<b>46,51163</b>	46,1794	42,52492	40,86379	38,87043
50%	37,54153	<i>30,89701</i>	48,50498	<b>50,49834</b>	49,50166	46,51163	45,51495	42,85714
55%	40,86379	<i>34,551495</i>	50,83056	<b>52,82392</b>	51,16279	49,83389	48,50498	46,84385
60%	42,85714	<i>37,209302</i>	54,15282	<b>54,48505</b>	53,48837	52,15947	50,49834	49,16944
65%	43,18937	<i>41,196013</i>	55,48173	<i>55,4817276</i>	<b>57,1429</b>	53,8206	53,48837	52,82392
70%	45,84718	<i>43,853821</i>	56,47841	57,807309	<b>59,1362</b>	57,14286	55,81395	56,47841
75%	48,83721	<i>46,179402</i>	59,80066	61,461794	<b>61,4618</b>	60,13289	57,14286	60,13289
80%	50,83056	<i>47,508306</i>	62,7907	63,4551495	63,45515	62,12625	60,13289	<b>63,7874</b>
85%	54,48505	<i>51,827243</i>	66,77741	66,7774086	66,77741	66,44518	64,78405	<b>66,7774</b>
90%	59,46844	<i>56,146179</i>	70,76412	70,0996678	<b>72,093</b>	71,7608	66,44518	70,43189
95%	66,11296	<i>60,13289</i>	76,07973	<b>77,40864</b>	76,41196	75,74751	69,76744	74,4186
100%	70,09967	<i>68,438538</i>	79,40199	<b>80,7309</b>	79,06977	78,73754	74,08638	78,40532

A fenti vizsgálaton túl érdemes regressziós teszteknek is alávetni a modelleket, hiszen lehetséges, hogy egy modell átlagosan sikeresen közelíti a piaci értéket, ám gyengén teljesít az értékek varianciájának magyarázatakor. A vizsgálat során a 3. ábrában felvázolt regressziós egyenletet használtam, ahol azt feltételezzük, hogy amennyiben a szorzószám módszer kellően pontos, akkor  $\alpha=0$  és  $\beta=1$ . A 8. táblázat összefoglalja a regressziós vizsgálat során kapott R és  $R^2$  értékeket, illetve az  $\alpha$  és a  $\beta$  értékre kapott 95%-os konfidencia intervallumokat, (az eddigiek alapján legjobbnak bizonyult három szorzószám esetére).

8. táblázat

**A modellek összehasonlítása  
lineáris regresszió segítségével**

Iparági medián, egyváltozós			
	P/EBIT	P/EBITDA	P/BV
R	0,983	0,875	0,906
R <sup>2</sup>	0,966	0,766	0,821
$\alpha$	139,560	33,457	-236,880
$\alpha$ alsó határ (p=95%)	62,842	-168,083	-416,463
$\alpha$ felső határ (p=95%)	216,278	234,996	-57,298
$\beta$	0,931	0,890	1,413
$\beta$ alsó határ (p=95%)	0,911	0,834	1,337
$\beta$ felső határ (p=95%)	0,951	0,946	1,488

A számított F értékek alapján a regresszió a piaci értékből minden esetben szignifikánsan nagy hányadot magyaráz meg. Az  $R^2$  értékek mindenhol 0,75 felett vannak, és érdekes módon a P/EBITDA modell becslései illeszkednek legkevésbé: még a könyv szerinti értéken alapuló szorzószám is messze jobb, 0,9 feletti

$R^2$ -et produkált. Összességében a regressziós P/EBIT modell teljesít legjobban, ám még ennél a modellenél is el kell vetnünk az  $\alpha=0$  és  $\beta=1$  feltevésünket. A vizsgált modellek esetében ugyanis az  $\alpha$  és  $\beta$  értékek becslött intervallumaiba nem esik bele a 0, illetve az 1 (kivéve a P/EBITDA modell alfáját). Azt mondhatjuk tehát, hogy a vizsgált iparági egyváltozós és kétváltozós modellek elég jó becsléseket eredményeznek, de a szorzószámos modell ideális, elméleti formáját – az elemzett európai IT/internet cégek esetében – csak közelítik.

**A módszerek a korábbi empirikus vizsgálatok tükrében**

Végül érdemes megvizsgálni, hogy a korábbi empirikus vizsgálatokhoz képest milyen pontosak az eredményeink. Természetesen a különbségek egy része abból eredhet, hogy más időpontban és földrajzilag más piacon figyeltük meg a vállalatok árazását, ám véleményem szerint ez elsősorban a szóródásbeli különbségeket magyarázhatja, a hibanagyságrendek összehasonlítása így is értelmezhető.

Általánosságban azt állapítottuk meg, hogy míg a leghatékonyabb egyváltozós modellnek az IT/internet cégek esetében a P/EBITDA szorzószám bizonyult, addig a legtöbb vizsgálatban a P/E vagy a P/BV szorzószámok voltak a legpontosabbak. Ám véleményem szerint ez a fejlemény legalább annyira utalhat az IT-cégekbe fektetők racionalitására, mint annak ellenkezőjére, hiszen az EBITDA közvetlenebbül utal a közép távon fenntartható jövedelmezőségre, mint a másik két mutató.

A 9. táblázatból láthatjuk, hogy a P/EBITDA modell átlagos és mediánhibája a teljes mintán nagyjából hasonló a korábbi vizsgálatokban kapott eredményekhez, ám az internetcégek almintáján már lényegesen romló

9. táblázat

**Jelen vizsgálat eredményeinek összevetése korábbi empirikus eredményekkel  
(P/EBITDA)**

P/EBITDA – Hiba						
	Iparági medián	Iparági medián net	Pozitív szorzós almintá	Kaplan – Ruback	Liu et al.	Lie – Lie
Átlag	-0,116	-0,757	0,295	-0,166	-0,111	-0,119
Medián	-0,084	-0,301	0,000	-0,181	0,000	-0,001
Szórás	1,929	2,944	2,004	0,254	0,676	
Interkvartilis terjedelem	0,994	0,945	0,785	0,419	0,581	
Abszolút hiba						
Átlag	0,892	1,362	0,755	0,181		0,456
Medián	0,498	0,583	0,415			0,297
15% hibán belüli	25,57%	21,67%	29,06%	37,30%		28,50%

pontosságot tapasztalhatunk. Az abszolút hibák tekintetében még a pozitív szorzószámú alminta sem tudja megközelíteni a hasonló, teljes gazdaságot átfogó vizsgálatok pontosságát, bár a 15%-os hibán belüli értékek aránya hasonló.

Az eredményeim a P/E szorzó esetében is, csakúgy, mint a P/EBITDA vizsgálata során, leginkább Lie és Lie (2002) hibastatisztikáihoz hasonlítanak (l. 10. táblázat), ami összességében az IT hagyományos iparágakhoz hasonló piaci árazását támasztja alá. Érdekes az is, hogy mindkét eredmény alapú szorzó esetében a teljes mintán és az internetes cégek között is aluláznak a modellek, ám ha leszűkítjük a vizsgálatot a pozitív eredményű vállalatok körére, ott már felülértékeléssel kell számolnunk, ám a pontosságunk itt legalább megközelíti a korábbi vizsgálatokét. Az internetes cégek esetében azonban a lényegesen nagyobb abszolút és előjeles hibák már inkább az IPO árazásra hasonlítanak (Kim – Ritter, 1999). Ez részben lehet akár logikus is, hiszen az internetcégek esetében is kevés releváns historikus adat áll rendelkezésre, csakúgy, mint az épp piacra lépő részvényeknél, ám egyben utalhat a meglévő pénzügyi információk nagyobb fokú figyelmen kívül hagyására is.

egyelőre nem volt várható, hogy a számviteli mérlegértékek önmagukban nagy magyarázó erővel bírjanak vállalatérték tekintetében.

### Összegzés és kitekintés

A jelen tanulmányban feltett főbb kérdésekre tehát a következő válaszokat találtam:

*Milyen szoros a kapcsolat a pénzügyi fundamentumok és az IT/internet cégek tőkepiaci értéke között Európában?* A kapcsolat szoros volta már a korrelációs mátrixból is kiolvasható lehet, hiszen a mintában szereplő vállalatok piaci értéke és az EBIT között 0,974, a piaci érték és a számviteli eredmény között 0,961 a korrelációs együttható. A lineáris regressziós elemzések is azt mutatják, hogy a pénzügyi szorzószámokon alapuló becsült részvényértékek együtt mozognak a piaci értékkel: a legjobb egyváltozós modelleknél az  $R^2$  0,966, és mindegyiknél 0,75 felett van.

*Mennyire pontos a szorzószámú értékelés ezeknél a cégeknél?* Ha a teljes – európai tőzsdei IT-és internetcég – populációt vizsgáljuk, akkor a legjobb szorzószámú modellek átlagosan 11,6%-kal becslik alul a piaci árat, míg a vállalatok 25,6%-a esetében vétenek 15%-nál ke-

10. táblázat

**Jelen vizsgálat eredményeinek összevetése korábbi empirikus eredményekkel (P/EBITDE)**

P/E – Hiba								
	iparági medián	iparági medián net	pozitív szorzó számú alminta	Alford	Kim – Ritter	Liu et al.	Lie – Lie	Park – Lee
Átlag	-0,246	-1,218	0,206		0,217	-0,046	-0,058	
Medián	-0,219	-0,307	0,000		0,328	0,000	0,002	
Szórás	3,872	5,396	1,277			0,457		
Interkvartilis terjedelem	1,041	1,033	0,720			0,450		
Abszolút hiba								
Átlag	1,192	1,967	0,667		0,686		0,507	0,459
Medián	0,518	0,722	0,374	0,294	0,559		0,342	
90. Percentilis	2,116	3,250	1,249	0,725				
15% hibán belüli	19,02%	13,33%	26,11%		12,10%		25,00%	

Amennyiben a szakirodalomban szintén elterjedt P/BV szorzó értékelést is a korábbi empiria tükrében vizsgáljuk, megállapíthatjuk, hogy ez esetben a vizsgált szektorok még inkább eltérnek a gazdaság egészétől (dupla átlagos előjeles és abszolút hibákkal) és még inkább az IPO értékelésre (Kim – Ritter, 1999) hasonlítanak. Ez természetesen várható volt, hiszen – többek között az immateriális eszközök számviteli kezelésének nehézségei miatt – az IT/internet cégek esetében

vesebb hibát a piaci értékhez képest. A mediánhibák 0 és 10% közé esnek, míg az átlagos abszolút hiba közel 79,7%-os a legjobb esetben is. Ez utóbbi mutatót leszámítva a szorzószámú értékelési módszer tehát ezen iparágban a gyakorlat számára is tűrhető pontossággal működik, illetve az eredmények nagyjából megegyeznek a más iparágakon végzett empirikus vizsgálatokkal, (ahol az átlagos hiba -16% és +21% közé; az átlagos abszolút hiba 18%-68% közé; a 15%-nál kisebb hibát

produkáló cégek aránya pedig 12%–37% közé esett). Az abszolút hiba feltűnően nagy volta a többi statisztika normál intervallumban maradása mellett a kilengések nagy voltára utal. Amennyiben csak az internetcégek almintáját vizsgáljuk, úgy e kilengések még nagyobbak lesznek, és már az átlagos hiba is –76% lesz, miközben a 15%-on belüli hibák aránya gyakorlatilag változatlan marad (25%). Vagyis az internetcégeket a szorzószámok értékelés nagyon gyakran közel felére árazza csupán a piaci értéknek – ami utalhat a módszer hiányosságaira az értékteremtő tényezők megragadása terén; ám egyben utalhat a piaci árak pénzügyi valóságtól való ismételt elszakadására is 2007-ben.

*Mely szorzószámok és mely benchmark választási módszerek a legpontosabbak ezeknél a cégeknél?* A benchmark választás kérdésében az elméletben és gyakorlatban is legtöbbit használt (és egyben talán a legegyszerűbb) módszer hozta a legjobb eredményt: az iparági versenytársak mutatóiból számított medián használata. A leghasonlóbb ROE mutatóval rendelkező iparági társ hasonló vagy rosszabb hibastatisztikával jellemezhető a mintámon, így hát úgy tűnik, a befektetett extra energia és szakértelem nem hozza meg a gyümölcsét pontosság tekintetében. A modell „bonyolítása” csupán az extra változók bevonása terén tűnik kifizetődőnek: a kétváltozós modellekben további pontosítási lehetőség rejlik, amely a későbbiekben tesztelendő (L. pl. Davis-Friday – Gordon, 2005). A kétváltozós modell jelen esetben a P/EBIT és a P/BV mutatók bevonásával készülhetne, mivel az EBIT kontrollálása mellett a saját tőke könyv szerinti értéke mutatta a legerősebb kapcsolatot a piaci értékkel. A tesztelt szorzószámok modellek közül a legjobbnak – a hiba- statisztikák, a másodrendű sztochasztikus dominancia és lineáris regressziós tesztek után – a P/EBIT és P/EBITDA szorzók tűnnek. Internetcégek esetén néhány iparági specifikumra is bukkanhatunk: miszerint a bevétel alapú szorzó a legjobb mutatók pontosságával vetekedett (véltetőleg a gyakori negatív eredménymutatók miatt), míg a pozitív tartományban a cash flow alapú mutató (P/FCFF) bizonyult a legjobbnak, miközben a teljes mintán a cash flow szorzók teljesítettek messze a leggyengébben.

Mindezek után visszatérnék még a gondolatébresztő kérdéseim egyikére, miszerint: *az IT/internet cégek árazásakor a befektetők más iparágakhoz hasonlóan veszik-e figyelembe a pénzügyi fundamentumokat, illetve nem szakadnak-e el azoktól az irracionális (túl)árazás irányába az ezredfordulóhoz hasonlóan?* A kérdés első felére válaszolva azt mondhatjuk, hogy a két szektor részvényárfolyamai alapvetően hasonló viszonyban vannak a pénzügyi mutatókkal, mint a hagyományos iparágaknál, csupán a nagyobb hibatarományok-

ban vannak nagyobb eltérések. Ám az internetcégek almintáján a pénzügyi szorzókra alapuló értékelések már a korábbi vizsgálatokhoz képest sokszoros hibákat produkáltak, így ezen iparágak racionális árazása továbbra is kérdéses. Ráadásul a 2007 óta eltelt hónapokban a gazdasági válság nyomán az IT és internet-szektorok részvényárfolyamai drámaian visszaestek, és így további kérdés, hogy vajon ez a visszaesés csupán piaci kiigazítás a pénzügyi valósághoz, vagy egy újabb irracionális árazási hullám, csak éppen az ellenkező irányba. Ezeknek a – pozitív vagy negatív – piaci sokkoknak azonban várhatóan az IT-szektor továbbra is ki lesz téve, éppen azért, mivel működése sokszor újszerű és immateriális jószág intenzív.

## Felhasznált irodalom

- Alford, A.W. (1992): The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method; *Journal of Accounting Research*, Vol. 30, No. 1, p. 94–108.
- Aranyossy M. – Nemeslaki A. (2005): Információtechnológiai beruházások megtérülésének modellezése: Problémák és megoldások egy vállalati portál példáján. *Vezetéstudomány* 9., p. 24–36.
- Beatty, R.P. – Riffe, S.M. – Thompson, R. (1999): The Method of Comparables and Tax Court Valuations of Private Firms: An Empirical Investigation; *American Accounting Association, Accounting Horizons*, Vol. 13, No. 3, p. 177–199.
- Berkman, H. – Bradbury, M.E. – Ferguson, J. (2000): The Accuracy of Price-Earnings and Discounted Cash Flow Methods of IPO Equity Valuation; *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 11, No. 2, p. 71–83.
- Boatsman, J.R. – Baskin, E.F. (1981): Asset Valuation with Incomplete Markets; *The Accounting Review*, Vol. 56, No. 1, p. 38–53.
- Collins, D.W. – Pincus, M. – Xie, H. (1999): Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity; *The Accounting Review*, No. 74, p. 29–61.
- Damodaran, A. (2006): Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, Working Paper, Stern School of Business, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf> (2008.07.05.)
- Davis-Friday, P.Y. – Gordon, E.A. (2005): Relative Valuation Roles of Equity Value, Net income, and Cash Flow during a Macroeconomic Shock: The Case of Mexico and the 1994 Currency Crisis; *Journal of International Accounting Research*, Vol. 4, No. 1, p. 1–21.
- Hand, J.R. (2001): The Role of Book Income, Web Traffic, and Supply and Demand in the Pricing of U.S. Internet Stocks; *European Finance Review*, Vol. 5, No. 3, p. 295–317.

- Juhász P.* (2004): Az üzleti és könyv szerinti érték eltéréseinek magyarázata: Vállalatok mérlegen kívüli tételeinek értékelési problémái. Doktori (PhD) értekezés. Budapesti Corvinus Egyetem
- Kaplan, S.N. – Ruback, R.S.* (1995): The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis; *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 4, p. 1059–1093.
- Kim, M. - Ritter, J. R.* (1999): Valuing IPOs; *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, p. 409–437.
- Knauff, P. – van der Goot, T.* (2001): The Relevance of Reported Financial Information for Valuing European Internet IPOs; Working paper, University of Amsterdam, [http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=263176](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=263176) (2009.04.08.)
- Lie, E. – Lie, H.J.* (2002): Multiples Used to Estimate Corporate Value; *Financial Analysts Journal*, March/April 2002, p. 44–54.
- Liu, J. – Nissim, D. – Thomas, J.* (2002): Equity Valuation Using Multiples; *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 1, p. 135–172.
- Park, Y.S. – Lee, J.* (2003): An Empirical Study on the Relevance of Applying Relative Valuation Models to Investment Strategies in the Japanese Stock Market; *Japan and the World Economy*, Vol. 15, No. 3, p. 331–339.
- Porter, M.E.* (2001): Strategy and the Internet; *Harvard Business Review*, March 2001, p. 63–78.
- Rajgopal, S. – Kotha, S. – Venkatachalam, M.* (2000): The Relevance of Web Traffic for Internet stock prices; Working paper, University of Washington
- Sebestyén G. – Fazakas G. – Virág M. – Martin Hajdu Gy. – Pál Á. – Fazakas G.* (2004): Vállalati pénzügyi döntések. Tanszék Kft. Budapest
- Trueman, B. – Wong, F. – Zhang, X.* (2000): The Eyeballs Have It: Searching for the Value in Internet Stocks; Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=206648> (2009.04.08.)

Cikk beérkezett: 2010. 2. hó

Lektori vélemény alapján véglegesítve: 2010. 3. hó

## E SZÁMUNK SZERZŐI

**Dr. Farkasné Dr. Kurucz Zsuzsanna**, a közgazdaságtudomány kandidátusa, egyetemi docens, Pécsi Tudományegyetem; **Lóránd Balázs**, egyetemi tanársegéd, Pécsi Tudományegyetem; **Balogh Gábor**, PhD-hallgató, Pécsi Tudományegyetem; **Csepeti Ádám**, PhD-hallgató, Budapesti Corvinus Egyetem; **Bordáné Rabóczki Mária**, tudományos főmunkatárs, Budapesti Corvinus Egyetem, a Hunaudit Könyvvizsgáló Társaság auditigazgatója; **Aranyossy Márta**, egyetemi tanársegéd, Budapesti Corvinus Egyetem; **Czike Anna**, PhD-hallgató, Budapesti Corvinus Egyetem

CZIKE Anna

# FEDEZETI STRATÉGIA A GYAKORLATBAN

A vállalati pénzügyek kiinduló feltevése szerint a vállalatvezetés, és ezzel együtt az általuk alkalmazott kockázatkezelési stratégia célja az értékteremtés: a minél magasabb szintű kockázati tudatosság elérésével és fenntartásával a kockázatok lehetséges hatásainak minimalizálása, az üzleti döntések eredményének optimalizálása. Jelen cikkben a szerző célja a (részleges) pénzügyi kockázatkezelés lehetséges indokainak bemutatása egy példában vázolt feladat valós megoldásán, és a megoldás során felmerült kérdéseken keresztül. A következő kérdések – természetesen a mit-mivel-hogyan? alapvető pénzügyi kérdéseken kívül – végiggondolása bármely fedezeti stratégia megalkotásánál elengedhetetlenül szükséges:

*Milyen piaci helyzetben teremt(het) értéket a kockázatkezelés? A vállalat mely szereplői lehetnek érdekeltek a kockázatkezelési stratégia megfelelő működésében? Mennyiben más az egyes szereplők célja, motivációja?*

**A gyakorlatban ezeknek a kérdéseknek a megválaszolása szükséges a minden érintett számára elfogadható kockázatkezelési stratégia megalkotásához, amely ezáltal valóban értéket teremt a vállalat számára.**

**Kulcsszavak:** kockázatkezelés, multinacionális vállalat, devizakockázat

A kockázat az ISO 31000<sup>1</sup> szerint a véletlen (pozitív vagy negatív) hatása a célokra, kezelése pedig a következő tevékenységek sorozata: a kockázat azonosítása, értékelése, a csökkentésére rendelkezésre álló eszközök alapján való sorba rendezése és a bekövetkezés valószínűségének vagy a következmény negatív hatásának ellenőrzés alatt tartása. A kockázat forrása<sup>2</sup> lehet a pénzügyi piacok bizonytalansága, nem sikerült projektek, jogi kötelezettségvállalások, vevői hitelkockázatok, balesetek, természeti katasztrófák, valamint a versenytársak szándékos támadása. Ez alapján a kockázatok három fő csoportba sorolhatók: pénzügyi, működési és stratégiai kockázatok. Az elmúlt években a kockázatkezelés szabványosítására vonatkozóan számos intézményt hoztak létre. Többek között ilyen a Projektmenedzsment Intézet<sup>3</sup>, a Tudomány és Technológia Nemzetközi Intézete, aktuárius (biztosítás matematikai) egyesületek és a már említett ISO-standardok.

A kockázatkezelési stratégiák között találhatunk olyanokat, amelyek a partnerre hárítják a kockázatot, olyat, amelyik a kockázat elkerülésére irányul, vagy éppen a negatív hatás csökkentését célozza. Érdekes, inkább filozófiai kérdés, hogy a kockázat hatásainak részleges vagy teljes elfogadása is, azaz a kockázat nem kezelése vajon kockázatkezelési stratégiának tekinthető-e.

A kockázatkezelés célja, többek között az ISO 31000 szerint is, az értékteremtés. Ezt úgy éri el, hogy a szervezet folyamatainak és a döntéshozatalnak szerves részévé válik, világosan a bizonytalanság csökkentésére irányul, átlátható és teljes körű, strukturált, rendszeres és rendszeresen ellenőrzött, javított formát ölt, figyelembe vesz minden elérhető információt, az emberi tényezőt. A kockázatkezelésnek ez a megfogalmazása azonban lényegesen szélesebb körű, mint azt egyetlen dolgozatban csupán bemutatni is lehetséges lenne. Jelen cikkben a (részleges) pénzügyi kockázatkezelés lehetséges indokainak bemutatása a céltom, a feladat valós megoldásán és a megoldás során felmerült kérdéseken keresztül, ezért a továbbiakban kockázatkezelésen a pénzügyi értelemben vett fedezeti stratégiák alkalmazását értem. A következő kérdések – természetesen a mit-mivel-hogyan? alapvető pénzügyi kérdéseken kívül – végiggondolása bármely fedezeti stratégia megalkotásánál elengedhetetlenül szükséges:

*Milyen piaci helyzetben teremt(het) értéket a kockázatkezelés?*

*A vállalat mely szereplői lehetnek érdekeltek a kockázatkezelési stratégia megfelelő működésében?*

*Mennyiben más az egyes szereplők célja, motivációja?*

## VEZETÉSTUDOMÁNY

Tekintettel arra, hogy az eltérő motivációk a vég-ső döntésben egymással akár ellentétes szerepet játszhatnak, a továbbiakban elfogadható kockázatkezelési stratégiának nevezem azt a kockázatkezelési döntést, amely figyelembe veszi az érintettek célját és a céljuk eléréséhez rendelkezésükre álló eszközök meglétét.

### Hogyan teremthet értéket a vállalati kockázatkezelés?

Modigliani – Miller (MM) II. tétele<sup>4</sup> kimondja, hogy tökéletes piaci körülmények között egy vállalat értéke független annak finanszírozási struktúrájától, mert a vállalat részvényesei a portfóliójukban szereplő értékpapírok elrendezése révén ugyanolyan kockázati pozíciót építhetnek fel, mint a vállalat. Ha például egy vállalat nagyobb tőkeáttétel mellett teszi le a voksát, s a részvények mellett kötvényeket is kibocsát, akkor a részvényes, ha elad részvényeket és helyette a cég által kibocsátott kötvényeket vesz, ugyanolyan helyzetben lesz, mint a kötvénykibocsátás előtt, a vállalat értéke pedig nem változik.

Az MM-feltételek<sup>5</sup> azonban nagyon szigorúak, a legtöbb esetben igen nehezen alkalmazhatóak valós piaci helyzetben. Igaz ez a szerzőpáros által 1963-ban az adók hatásával korrigált modellre<sup>6</sup> is. Mayers és Smith (1982) az elsők között publikálták azokat az okokat, amelyek a vállalatokat az eszközeik fedezésére (biztosítására) ösztönözhetik, abban az esetben is, ha a tulajdonosok portfóliója egyébként jól diverzifikált. A közgazdaságtan azóta (is) számos okot talált arra vonatkozóan, hogy a vállalatnak miért – vagy miért nem – érdemes fedeznie kockázatait. Tufano (1995) szerint két fő kiindulási alapja lehet a vállalatok kockázatkezelési, fedezeti politikájának: a tulajdonosi érték maximalizálása mellett mindenképpen jelentős a vezetés saját hasznosságának növelésére irányuló törekvése. Ezen alapmotivációkon belül – és persze ezeken kívül is – számos oka lehet a kockázatok kezelésének. Térjünk ki ezekre az okokra egy kicsit részleteiben is Smith és Stulz (1985), illetve Ross (1996) cikke alapján.

#### **A tulajdonosi érték maximalizálása**

*Pénzügyi nehézségek, a csőd valószínűségének és az ezzel járó költségek csökkentése* – A pénzügyi nehézségeken alapuló érvelés szerint a fedezet a holttehervesztés csökkentésén és az adósságkapacitás növelésén keresztül képes a vállalatérték növelésére.

Ha a csőd költsége a vállalat értékének csökkenő függvénye, és az adó konstans, vagy ugyanennek növekvő függvénye, a várható adózás utáni csőd-költségekkel csökkentett vállalatérték növekszik, ha a vállalat a kockázatot kezeli, és a fedezetnek nincs tranzakciós költsége.

Fontos megjegyezni azonban, hogy megfelelő ösztönzés hiányában a részvényeseknek nem mindig áll érdekében a kockázatkezelés, tekintettel arra, hogy a kibocsátás utáni fedezeti ügylet nem csupán az ő érdekeiket szolgálja. A vállalat értékének növekedése mellett tőke-újraelosztás is történik, amelynek következtében a tulajdonosok kénytelenek osztozni a kötvényesekkel a hasznon. Csődhöz közeli helyzetben a fedezés a hitelezők érdekét szolgálja, a tulajdonosok pedig kifejezetten a kockázat növelésében érdekeltek.

*Befektetési politika* – A '90-es évek elején jó néhány dolgozat (Stulz, 1990; Lessard, 1990; Froot – Scharfstein – Stein, 1993) azt bizonyította, hogy a kockázatok kezelése nélkül a vállalatok befektetési politikája nem optimális. Amennyiben ugyanis a vállalat pénzáramlásai alacsonyak, a további forrásbevonás nagyobb költséggel jár. Ez arra ösztönzi a vállalatot, hogy az egyébként pozitív jelenértékű projektek számát csökkentse, valamint az eladósodott vállalat nagyobb eséllyel tartózkodik a pozitív jelenértékű projektek megvalósításától, abban az esetben is, ha az értéket, amelyet a projekt teremt elsősorban a hitelek visszafizetésére és kockázatának csökkentésére kell fordítani<sup>7</sup>. A kötvényhez kapcsolódó fedezeti kötelezettség segíthet, hogy ezeket a projekteket a vállalat megvalósítsa, és ezáltal a hitelek költségét csökkentse.

*Adó* – Ha a társaságiadó-kulcs az adózás előtti eredmény növekvő függvénye, az adózott eredmény az adózás előtti eredmény konkáv függvénye lesz. Ebből következik, hogy a kockázat kezelése csökkenti az adózás előtti vállalatérték változékonyságát, ezzel csökkentve a várható adófizetési kötelezettséget, ami növeli a várható adózás utáni vállalatértéket, amennyiben a fedezet költsége nem túl nagy.

Meg kell azonban jegyeznünk, hogy ha az egyes befektetők adó függvényei nem lineárisak, vagy időben változók, akkor a fedezeti politika nem minden esetben értéknövelő hatású. Előfordulhat, hogy a kockázatkezelés következtében fellépő várható társasági adó csökkenését ellensúlyozza némely tulajdonos várható adófizetési kötelezettségének növekedése.

*A nem diverzifikálható érintettek (munkavállalók, vevők és szállítók)* – A mára általánossá vált vevő- és szállítóértékelések következtében komoly versenyhátránnyal bírnak azok a vállalatok, amelyek megítélése a partnerek szemszögéből nem megfelelő. Mivel az adott szereplők kockázatelutasítóak, és nem képesek a vállalati kockázatok diverzifikálására, prémiumot várnak el a magasabb kockázat fejében. Megfelelő fedezeti politikával a vállalat képes az általuk viselt kockázat csökkentésére, ezáltal értéket teremtve nem csupán a maga, hanem a másik fél számára is, mert ebben az esetben az

egyébként kockázatosnak minősülő beszállító (esetlegesen egyedi termékkel vagy szolgáltatással) fel tudja venni a versenyt olyan nagyobb potenciális szállítókkal, amelyek terméke vagy szolgáltatása kevésbé elégténé ki a megrendelő igényeit.

### ***A menedzsment saját hasznosságának növelése***

*A menedzsment kockázat elutasítása* – Azok a vállalati vezetők, akiknek humán tőkéje és vagyona kevésbé diverzifikált, érdekeltek rájuk ható kockázatok csökkentésében. A vállalati kockázatkezelés mellett kötelezik el magukat, amennyiben számukra a kockázatkezelés vállalati szinten való megoldása alacsonyabb költséggel jár, mintha azt saját számlán teszik.

Smith és Stulz (1985) eredményei szerint azok a vezetők, akik nagyobb részvénytulajdonnal rendelkeznek, magasabb kockázatkezelési szintet tartanak, mint az opciós jogokkal rendelkező társaik. Ennek oka, hogy a részvények lineáris, míg az opciók a részvényárfolyam konkvá függvényének megfelelő kifizetésekkel rendelkezik. Az opciós szerződések globális konvexitásából következhet a menedzserek nagyobb mértékű kockázatvállalása, mivel az alacsonyabb kockázat a volatilitást, ezáltal pedig az opció várható értékét csökkenti.

*Aszimmetrikus információs magyarázatok* – Az aszimmetrikus informáltság onnan ered, hogy a vállalatvezetők jobban ismerik a vállalat valós értékét, valamint a megvalósítható beruházások nettó jelenértékét, mint a tőkepiac és a befektetők. Amikor egy projekt finanszírozásáról kell dönteni, a menedzsereknek két dolgot kell számításba venniük: a nettó jelenértéket és a finanszírozásból fakadó költségeket/nyereségeket.

A fedezet szükségességének magyarázata egyrészt azon a feltételezésen alapul, hogy a menedzsment a meglévő információinak következtében hatékonyabban képes a kockázat csökkentésére, mint a tulajdonosok. Ez a vezetőket a kockázat elutasításra, a számviteli mechanizmusok és a kompenzációs terveken keresztül a kockázat fedezésére ösztönzi, ezáltal pedig a tulajdonosok könnyebben választják szét a vezetési képességeket és a környezeti hatásokat és hívják le arra vonatkozó opciójukat, hogy az alkalmatlan vezetéstől megszabaduljanak. Tehát az információs hatás növeli a tulajdonosok számára a kiszállási opció értékét a nem jövedelmező projektek esetében.

A kockázatok kezelése csökkenti az eredményre ható zajokat, ezáltal növeli a profit információs hatását. Ennek a hatásnak abban az esetben is van szerepe, ha – mint a legtöbb modell felteszi – a szereplők kockázat elutasítók. A profit által közvetített információnak a vezető elismertségére, ezáltal a későbbi jövedelmé-

re vonatkozó hatása nem lineáris (DeMarzo – Duffie, 1995). Megfelelő kompenzációs és számviteli folyamatok mellett a választott fedezeti politika a tulajdonosok számára a vezetői alkalmasságról, illetve tevékenységről többletinformációt jelent(het).

Fontos megemlíteni azonban, hogy a tulajdonosok, illetve a kockázat kezelésének operatív döntésében részt nem vevő vezetés a kockázat kezelését tekintheti a pénzcserinélés egy újabb formájának, függetlenül annak az itt bemutatott (a vezetés képességeire vonatkozó) információs hatásától. Arról van ugyanis szó, hogy a tulajdonosok a fedezeten realizált veszteséget a vezetés (üzleti) képességeinek hiányával magyarázhatják, míg az ezen elért nyereséget az ellenkezőjével. Teszik mindezt annak ellenére, hogy a vezetés által megfelelően választott, pénzügyi szempontból azonos stratégia ellenkező piaci mozgások esetén éppen ellentétes eredményt fog adni.

Egy másik információs magyarázat szerint – az eltérő információból adódóan – a költséges külső finanszírozás, illetve a különböző likviditási korlátok motiválják a vállalatokat a kockázat kezelésére. A vállalati adósságok sosem mentesek teljesen a vissza nem fizetés kockázatától, valamint a cég értékéről napvilágra kerülő információ befolyásolhatja értéküket – kisebb mértékben ugyan, mint a vállalatértéktől közvetlenül függő részvények esetében. Ezért a tapasztalatok szerint a menedzsment a finanszírozás szempontjából bizonyos sorrendet állít: elsődlegesen belső forrásait használja fel, ha ez nem elég, akkor von be idegen tőkét (hitel, kötvény), és csak legvégső esetben bocsát ki részvényt.

Az információs súrlódás következtében a kívülről szerzett források drágábbak, mint azok, amelyek rendelkezésre állnak a cég pénzforgalmának megfelelően. Az a tevékenység, amely összehangolja a rendelkezésre álló forrásokat a felmerülő kifizetésekkel, értéket teremt a vállalat számára. A kockázatkezelési tevékenység a beruházási és a finanszírozási politika határára helyezkedik el, amennyiben a külső finanszírozás költséges. Az optimális – beruházási, finanszírozási és ezeken keresztül a kockázatkezelési – stratégia egyrészt tehát függ attól, hogy mekkorák az elérhető beruházási lehetőségek, másrésztől a vállalat külső forrásbevonási képességétől.

Froot, Scharfstein és Stein (1993) a következőkben bemutatásra is kerülő modelljüket (FSS-modell) a költséges külső finanszírozás következtében fellépő fedezeti igény (optimális fedezeti arány) bemutatására használták fel. A későbbiekben számos elméleti és empirikus tanulmány használta eredményeiket a – nem teljes – fedezeti politika vizsgálatára. Froot és szerző-

társai a fenti állítást következőképp vezetik le: amennyiben egy vállalat nem fedezi a felmerülő kockázatot, a meglévő eszközöknek köszönhetően a pénzáramlások változókéonyabbá válnak.

Belátható, hogy ezek a változások vagy a kívülről rendelkezésre álló, vagy a belső, beruházásra fordított pénzügyi eszközökben okoznak változást. A beruházásokban okozott változókonyság csökkent(heti) a határozamot – amennyiben a kibocsátás a beruházás konkáv függvénye, tehát mindenképpen kerülendő. Amennyiben a kívülről rendelkezésre álló forrásokat tökéletesen rugalmasnak feltételezzük, az az optimális megoldás ex-post, hogy a beruházásokat változatlanul hagyva, minden változókonyságot a külső forrásokban hagyunk lecsapódni. Valójában azonban a fenti stratégia nem működik, amennyiben a külső források határköltése a rendelkezésre álló mennyiség növekedésével együtt nő.

### Esettanulmány egy elfogadható fedezeti stratégia megalkotásáról

Legyen adott egy gumimatracokkal vagy más szezonálisnak tekinthető árucikkal vagy szolgáltatással kereskedő vállalat, amely a következő piaci helyzettel néz szembe: egyetlen külföldi beszállítója nagyjából egyenletesen  $\delta$  egységet termel egy évben, azonban a termék jellegéből következően a kereslet jelentős szezonális mutatót mutat, ami annak ellenére, hogy éves szinten szintén eléri a  $\delta$  egységet, problémát okoz a vállalat számára. Mivel a termelő kisvállalkozás nem rendelkezik megfelelő tőkével, a vállalat a havi  $\delta/12$  gumimatracot átvesszi és ki is fizeti, azonban az értékesítésre csak a nyári hónapokban kerül(het) sor. A beszerzési ár külföldi devizában (KFD) adott, és vállalat KFD-ben is fizeti<sup>8</sup>. Ezzel szemben a hazai piacon forint alapon értékesít. A fogyasztók árrugalmassága nem teszi lehetővé, hogy a vállalat az eladási árat évente többször, illetve jelentős mértékben megváltoztassa piacvesztés nélkül. A kialakult gyakorlat az – amely az alapadatokkal együtt a piaci szereplők mindegyike számára ismert –, hogy az adott évi árat a beszerzési ár és az áprilisi átlagos devizaárfolyam szorzataként számolják.

#### Az ügylet szereplői

A szereplők két irányból vesznek részt a kockázati folyamatokban: a kockázatok előidézőjeként részt vevő, valamint a kockázatok kezelőjeként fellépő szereplők<sup>9</sup>.

Szigorú értelemben véve a feladat szereplője a **vállalat**, amely – definíció szerint – a tulajdonosok érdekét képviseli, valamint a **piac**, amely a kockázatot okozza. Mielőtt mindkettőt, mint nemhomogén egységet alaposabban szemügyre vennénk, fontos észrevenni már az

alapesetnek tekintett modellben is a következőt: egyrészt a piac tényleg oka a bizonytalanságnak, amelylyel a vállalat szembenéz, másrészt azonban a piac az a lehetőség a vállalat számára, amely ennek hatásait csökkentheti. Semmiképpen sem elhanyagolható egyes piacokon (pl. az energia lakossági felhasználása) a vállalatnak az a lehetősége, hogy az árat megemelve a korábbi veszteségét érvényesítse az árban.

Lássuk tehát az egyes szereplőket és az adott vállalat kockázatkezelési magatartására vonatkozó lehetséges motivációikat abban a sorrendben, ahogy a vállalati döntésekre egyre közvettebb módon hatnak.

A vállalati pénzügyek kiinduló feltevése, hogy a vállalatvezetés célja a tulajdonosok tőkéjének a piaci értékét egy kockázatokkal teli környezetben beruházások révén maximalizálni. Amennyiben azonban figyelembe vesszük a menedzsment tulajdonosoktól eltérő motivációját, számos a (kockázatkezelési) döntésekben is megnyilvánuló anomáliára derülhet fény.

#### A vállalatvezetés

A vállalat működésére vonatkozó döntések, és ezzel együtt a kockázatkezelésre vonatkozó döntések meghatározata az esetek többségében a menedzsment feladata.<sup>10</sup> A vezetőket jellemző tulajdonságok szinte minden esetben a vállalat magatartását is alapvetően befolyásolják. Farkas és Szabó (2008) a vállalat kockázati magatartásának mérésére integrált kockázatkalkulátort alkottak, amelybe a menedzsment két alapvető jellemzőjét is beépítették. Az egyik ilyen tényező a fiatalok jelentős részvétele a vezetésben és az irányításban, mely a vállalatnak dinamikus jelleget ad. Ez egyrészt előny az akadályok leküzdésében, a szükséges agresszivitás, illetve az ismeretek meglétében, ugyanakkor kockázatot jelent a tapasztalatok, a kockázatkerülés és veszélyérzékelés ösztönének hiányában. A másik szempont a vállalat kockázati magatartásában a magasan kvalifikált emberek aránya a vezetésben. A tudás ugyanis a túlzott biztonságérzeten keresztül kockázatokot gerjeszthet, valamint az előrejutásért folyó versenyfutás esetlegesen káros hatással lehet a vállalat teljesítményére.

A vállalatvezetés legfőbb érdeke (másokhoz hasonlóan) a saját jólétének növelése. Megfelelő ösztönzési rendszer mellett ez a tulajdonosok érdekeivel azonos irányba hat(hat), a továbbiakban azonban látni fogjuk néhány következményét annak, ha ez nem valósul meg.

#### A tulajdonosok

A tulajdonosok a vállalatérték növelésében érdekeltek, ebből tehát könnyen levonhatnánk azt a következtetést, hogy amennyiben a kockázatkezelési stratégia a vállalatértéket növeli, a tulajdonosok számára elfogad-

ható. A valóságban azonban korántsem ennyire egyszerű a helyzet, mivel a tulajdonosok magatartása (is) számos következménnyel bír a vállalat működésére nézve. A vállalat eredményeivel kapcsolatos – vagy a vezetéssel szemben támasztott – elvárásai (pl. magas hozam) a vállalat közvetlen működési környezetét befolyásolják (pl. a saját tőke használatát teszik költségesebbé).

Könyvtárnyi irodalom foglalkozik a tulajdonosok és a menedzsment közötti információs aszimmetriadöntésekre gyakorolt hatásával, illetve ezeknek a kiküszöbölésével. Mindenképpen érdemes megjegyezni a kockázatkezelési stratégiára vonatkozóan például azt, hogy a tulajdonosok az eredményekkel szembesülve ritkán örülnek olyan fedezeti stratégiának, amelyen a vállalat veszteséget realizált, annak ellenére, hogy ez csak utólag válik láthatóvá. Ezért az abszolút értelemben vett optimálistól eltérő döntésre vezethet, hogy a tulajdonosok a kockázatkezelési stratégiát a már megvalósult eredményeken keresztül szemlélve értékelik, és ennek megfelelően jutalmaznak a vállalatvezetést.

#### *Egyéb érintettek: pl. a munkavállalók*

A vállalaton belüli két fő érdekcsoport mellett természetesen a munkavállalók érdekében is áll a vállalat megfelelő döntése. Az ő legfőbb motivációjuk azonban a legtöbb esetben a munkahelyük megtartása, illetve az esetleges érdekeltségi rendszernek megfelelő eredmények elérése, éppen ezért az általam bemutatott példában a döntésre gyakorolt hatásukat külön nem elemzem.

#### *A hitelezők*

A legegyszerűbben szólva a hitelezők érdeke, hogy az általuk biztosított pénzügyi forrásokat a megfelelő kompenzációval együtt visszakapják. Ennek értelmében tehát számukra is – a tulajdonosokhoz hasonlóan – az a kockázatkezelési stratégia az optimális, amely ezt lehetővé teszi. A hitelezők helyzete azonban több szempontból is különbözik a tulajdonosokétól: azon eszközök<sup>11</sup> alapján, amelyekkel a vállalat vezetését (és a tulajdonosokat) a fenti cél elérésére ösztönzik, megállapíthatjuk, hogy a külső és belső szereplők között valahol félúton helyezkednek el<sup>12</sup>. Hiszen, ha a hitelállomány magas, és/vagy erőteljes növekedést mutat, az magas adósságszolgálati kötelezettséget okoz, és a hitelezőktől való egyértelmű függőséghez vezet.

#### *A versenytársak, beszállító(k), viszonteladók, (potenciális) vevők és egyéb piaci szereplők*

A szakirodalomban mára egyre nagyobb hangsúlyt kap, hogy egy adott vállalat kockázatkezelési stratégiáját hogyan befolyásolja a versenytársak magatartása

(Flesch, 2009), itt azonban az ellenkező kérdésre keresek lehetséges választ: mely esetben lehet célja a többi piaci szereplőnek, hogy az adott vállalat (megfelelő) kockázatkezelési stratégiát alkalmazzon? A válasz egyrészt nyilvánvaló: minden olyan érintett piaci szereplőnek, aki az adott vállalattal üzleti kapcsolatban áll, célja a vállalat piacon maradása, feltételezve, hogy az egyes szereplők optimális döntéseinek következtében áll fen az adott kapcsolat. Egy olyan piaci környezetben tehát, ahol a versenytársak hasonló beszállítói kapcsolatokkal rendelkeznek, kialakulhat olyan függési rendszer, amelyben egymással versenyző vállalatok számára is optimális a másik piacon maradása.

Ez a kérdés azonban nagyon messzire vezet, a megkezdett gondolatmenettel csak arra hívnám fel a figyelmet, hogy átgondolt kockázatkezelés még pénzügyi értelemben sem létezhet a többi piaci szereplővel való viszony elemzése nélkül.

#### *Probléma és elméleti kitekintés*

Az adott példában a problémát elsődlegesen a KFD hazai devizában mért árváltozása okozza. A HUF/KFD árfolyam emelkedése drágítja a beszerzést, amely további (külső) források bevonását teszi szükségessé. A rögzített hazai ár mellett az árfolyam-emelkedés az eredmény csökkenéséhez, a felhalmozott raktárkészlet és a bevonandó külső források miatt a finanszírozási költségek növekedéséhez, később pedig csődhöz vezethet. Másik oldalról, az árazás szempontjából lényeges hónapokban esetleges alacsony HUF/KFD árfolyam mellett előfordulhat, hogy az eladási ár nem fedezi a beszerzési költséget, ami szintén a fent már említett következményekkel járhat.

Mielőtt azonban a lehetséges megoldásokról szót ejtenénk, Froot, Scharfstein és Stein (1993) cikkében szereplő általános modell alapján (FSS-modell) tekintsük át a problémát elméleti megközelítésben is.

#### *Az FSS-modell<sup>13</sup>*

Froot és szerzőtársai egy olyan vállalatot mutatnak be alapmodelljükben, amely kétperiódusos beruházási és az ehhez kapcsolódó finanszírozási problémával áll szemben. Az általam itt bemutatott modell ehhez képest annyiban tér el, hogy a vállalat nem beruházási-finanszírozási döntéssel, hanem egy adott termék forgalmazásával kapcsolatos beszerzési-finanszírozási választással szembesül. Erre csupán azért van szükség, mert így a modell közelebb kerül az általam tárgyalt példához. Mivel minden egyéb kérdésben szorosan követem az FSS-modell feltevéseit, az általuk feltett kérdés is lényegében ugyanaz marad: Létezik-e elfogadható fedezeti stratégia a bemutatott modell keretei között?

### Az alapmodell

Legyen az első periódusban a vállalat likvid eszközeinek mennyisége  $w$ , és döntési problémája a beszerzendő (termék) mennyiség, valamint az ehhez szükséges külső finanszírozás meghatározása. Nyilvánvaló, hogy a két kérdés összefügg (az első érték pontosan megadja a másodikat és fordítva), tehát valójában csupán egy döntésről van szó. A következő periódusban a beszerzett termék értékesítéséből származó jövedelem realizálódik, valamint a külső finanszírozási forrást visszafizetik – amennyiben a visszafizetendő összeget az értékesítésből származó jövedelem fedezi.

A beszerzés nettó (jelen)értéke legyen a következő egyenlettel adott:  $F(B) = f(B) - B$ <sup>14</sup>, ahol  $B$  a beszerzett mennyiség,  $f(B)$  pedig az értékesítésből származó jövedelem várható értéke,  $f' > 0$  és  $f'' > 0$  tulajdonsággal. A vállalat a külső forrás költségessége miatt a beszerzést elsősorban saját forrásból valósítja meg, azaz  $B = w + d$ , ahol  $d$  a külső finanszírozási forrás. Az FSS-modell feltevéseinek megfelelően, az egyszerűség kedvéért nulla diszkont ráta feltevessel élünk. Ezen feltételezés alapján a második periódusban esedékes visszafizetés is  $d$ -vel egyenlő.

Legyen a külső forrás költsége a külső finanszírozás növekvő függvénye, azaz  $C = C(d)$  és  $C_d \geq 0$ . Általánosabb esetben a külső finanszírozás a beszerzés vagy egyéb külső tényezők függvényeként is elképzelhető, de jelen dolgozatban a különböző formák közötti különbséget nem célozom vizsgálni.

A következő néhány bekezdésben szigorúan a Froot és szerzőtársai által követett gondolatmenetet mutatom be, ami azon alapszik, hogy a bizonytalanság az első periódusbeli likvid eszközök mennyiségében ( $w$ ) mérül fel. Ez a feltevés a később tárgyalt gondolatmenetbe úgy illeszthető be, ha egy szekvenciális döntési folyamatot feltételezünk, amelyben a második periódusban realizált nyereség a következő döntési folyamat likvid eszközeinek feleltethető meg.

Amennyiben létezik a likvid eszközök mennyiségével összefüggő piaci kockázat, úgy a vállalatnak érdekében áll(hat) a nulladik időpillanatban ezeket a kitétségeket csökkenteni. Froot és társai felteszik, hogy minden bizonytalanság tökéletesen fedezhető, és a fedezeti ügyletek nem befolyásolják a likvid eszközök várható összegét. Ebben az esetben a teljes fedezet akkor és csak akkor jövedelmező, ha a profit a belső vagyona konkvá függvénye.

A döntési feladat a következőképpen interpretálható: a vállalat a beszerzést úgy határozza meg az első periódusban, hogy az maximalizálja a várható profitot, azaz

$$\pi(w) = \max_B F(B) - C(d)$$

A kezdeti döntés ezek alapján – a kockázatkezelési stratégia megválasztása – a profit várható értékének maximalizálása a következő:

$$P_{ww} = f_{BB} \left( \frac{\partial B}{\partial w} \right)^2 - C_{dd} \left( \frac{\partial B}{\partial w} - 1 \right)^2 = f_{BB} \frac{\partial B}{\partial w}.$$

A második egyenlőség az előző feladat elsőrendű feltételéből és az implicit függvény tételből következik. A kockázatkezelés növeli az eredményt abban az esetben, ha a fenti kifejezés mindkét tagja negatív.

Ehhez két feltételnek kell teljesülnie: a beszerzés határhozama legyen csökkenő és a vállalaton belüli vagyona pozitívan befolyásolja a beszerzés optimális mértékét. A második feltétel minden információs probléma melletti külső finanszírozást tartalmazó modellben alapvető, továbbá számos empirikus bizonyíték is alátámasztja, hogy a beruházási/beszerzési politika valóban érzékeny a belső finanszírozási lehetőségekre<sup>15</sup>.

### Kockázatkezelés multinacionális vállalatoknál

Folytatva az elméleti kitérőt, vizsgáljuk meg a kérdést multinacionális környezetben is, tekintettel arra, hogy az általam hozott példa multinacionális vállalatcsoport – illetve annak tagja – esetére is könnyen adaptálható.

Multinacionális környezetben azt értjük, hogy a termelési, beszerzési és értékesítési lehetőségek különböző országokban – akár egyszerre több helyen is – lehetnek, valamint egymás mellett létezhetnek a helyi piacra szánt (nontradeable) vagy a világpiacra szánt (tradeable) termékek. Amennyiben tehát több piacon, több faktor változásának van kitéve a vállalat, még jelentősebbé válik a felmerülő kockázatok kezelése. Meg kell azonban jegyeznünk, hogy éppen amiatt, hogy több piacon is jelen vannak, a számukra rendelkezésre álló kockázatkezelési eszközök is szélesebb skálát ölelnek fel. Ebből a szempontból nem csupán a pénzügyi piacok lehetőségeire kell gondolnunk, hanem arra az operatív kockázatkezelésre is, amely azon alapul, hogy az egyes leányvállalatok önálló működését feltételezve a kitétség is csökkenthető<sup>16</sup>.

Chowdry és Howe (1999) azt a kérdéskört vizsgálták, hogy a multinacionális vállalatok mikor alkalmaznak pénzügyi fedezeti eszközöket és mikor reagálnak átszervezéssel, azaz operatív eszközökkel a kockázatokra. Az általuk kapott eredmények azt mutatják, hogy csak azok a vállalatok alkalmaznak operatív kockázatkezelési stratégiát, amelyek esetében nemcsak devizakockázat, hanem keresleti koc-

kázat is tapasztalható. Szerintük azok a vállalatok, amelyek fő termékei árucikkek – pl. olaj, réz, gabona, valamint az általam bemutatott példában szereplő gumimatrac – általában nincsenek kitéve mennyiségi kockázatnak, számukra az ár a bizonytalansági tényező. Éppen ezért ezek a vállalatok csak pénzügyi eszközökkel kezelik a kockázatot, nem pedig operatív módon.

A fenti gondolatmenet a mai piaci körülmények között feltehetően nem állja meg a helyét, bár a következménye helyénvaló, azaz a legtöbb multinacionális vállalat pénzügyi eszközökkel fedezi azt a típusú kockázatot (pénzügyi kockázat), amelyről Chowdry és Howe cikke, illetve jelen dolgozat is szól. Ennek oka pedig az, hogy azok a vállalatok, amelyek a kockázatok kezelésének teljes körűségét célul tűzik ki, élesen elválasztják a pénzügyi és operatív kockázatokat, éppen ezért a devizakockázatok kezelése a pénzügyi (vagy ehhez közeli) terület feladata, míg az operatív kockázatok a szervezet- vagy folyamatfejlesztési területhez kapcsolhatók<sup>17</sup>.

A szerzőpáros másik eredménye azonban a jelenlegi piaci helyzetben is feltehetően igaznak bizonyul. Eszerint a vállalatok a pénzügyi eszközöket inkább rövid távon alkalmazzák. Az operatív stratégiák megvalósulása hosszabb periódushoz köthető, tehát természetesen tűnik, hogy a vállalatok a hosszabb bizonytalansági faktorokat inkább a hosszabb kifizetésű eszközökkel, míg a rendkívül gyorsan változó pénzügyi kockázatokat a rugalmasabb pénzügyi eszközökkel fedezik.

A korábbiakban bemutatott FSS-modell kiterjesztésével a szerzők egy meglehetősen gyakran hivatkozott alapot teremtettek, amely alkalmas majdnem minden, a témában felmerülő kérdés elméleti vizsgálatára. A vele szemben felmerült kritika csupán az, hogy empirikus tesztelése csak jelentős módosításokkal valósítható meg (Crabb [2006]). A multinacionális vállalat esetére kidolgozott egyenletük a következő:

$$\pi(w) = f_h(B_h) + \theta f_{kf}(B_{kf}) - B_h - \phi B_{kf} - C(d),$$

ahol a  $h$  alsó index a hazai piacra, a  $kf$  alsó index pedig a külföldre jellemző értékeket mutatja. A korábbiakkal azonos módon  $\theta = \alpha(\varepsilon - \bar{\varepsilon}) + 1$  és  $\phi = \beta(\varepsilon - \bar{\varepsilon}) + 1$ ; valamint az  $f_i(B_i)$ -k növekvő és konkáv termelési függvények,  $\varepsilon$  pedig a hazai deviza külföldi devizában mért ára. Fontos kiemelni, hogy ebben az esetben – a devizakockázat következtében –  $B_{kf}$  és  $\pi_{ww}$  valószínűsíthetően változók.

Attól függően, hogy a vállalat beszerzése és/vagy értékesítése hordoz magában devizakockázatot, az FSS-modell három esetet különít el. A bemutatott példa kapcsán csupán az az eset érdekes, amely a külföldi

beszerzés tekintetében hordoz pluszkockázatot, azaz a fenti egyenletben  $\alpha=0$  és  $\beta=1$ . Ebben az esetben létezik optimális stratégia, az optimális fedezeti arányt a külföldi beszerzés hazai forrásokhoz való viszonya határozza meg. A hazai deviza leértékelődése következtében a külföldi beszerzés relatíve drágább lesz, és a beszerzési költségek megnőnek.

Összehasonlítva a csak külföldi értékesítést, illetve a külföldi beszerzés mellett külföldi értékesítést is tartalmazó esettel, az optimális fedezeti arány magasabb. Annak feltétele ugyanis, hogy a vállalat *jelenlegi* finanszírozási kötelezettségeinek képes legyen eleget tenni az, hogy a külföldi deviza változásainak ellenére elegendő likvid pénzeszközzel rendelkezzen. Ennek pedig nagyobb a kockázata, mint annak, hogy az értékesítés alacsonyabb árfolyama következtében kevesebb belső forrás keletkezik a *jövőbeli* beszerzések finanszírozására. Amennyiben a vállalat külföldön is értékesít, a beszerzésnek az a része, amelyik eredményként azonos devizában realizálódik, csökkenti a fedezeti arányt.

Crabb (2006) az FSS-modell most bemutatott változatából kiindulva empirikusan is tesztelte, hogy azok a vállalatok, amelyeknek külföldi beszerzésük vagy beruházásuk van, magasabb FX fedezeti aránnyal rendelkeznek, mint azok, amelyeknek az értékesítésük kötődik a külföldi piacokhoz. Az általa kapott eredmények igazolták, hogy azoknak a vállalatoknak a kockázatkezelési stratégiája, amelyek az FSS-modell szerint a legnagyobb mértékben kötnek fedezeti ügyleteket – olyan multinacionális vállalatok, amelyek termelése és értékesítése különböző devizával rendelkező piacokon történik –, összhangban van a modell által előrejelzettekkel.

Meg kell azonban jegyeznünk, hogy Crabb viszonylag friss cikke jóval korábbi, 1992–1997 közötti adatokat használt a teszteléshez, ezért az eredményei, Chowdry és Howe eredményeihez hasonlóan, kissé elavultak lehetnek. A kockázatkezelésről alkotott elképzelésünk, valamint a kockázatkezelési stratégiák és lehetőségek olyannyira megváltoztak az elmúlt évtizedben, hogy a 90-es évek eredményei mára csupán kiváló alapot szolgáltatnak a főbb kérdések végiggondolásához, de a vállalat maga minden esetben egy lényegesen összetettebb döntési probléma elé néz.

### Lehetséges döntések

Ahogy az korábban is láthattuk, az egyes szereplők döntései nem minden esetben hatnak azonos irányba, még a döntés meghozatalában legközvetlenebb módon szerepet játszó érintett, a menedzsment és a tulajdonosok esetében sem.

### A vállalatvezetés döntése

Visszatérve a gumimatracokkal kereskedő vállalat esetére tegyük fel, hogy a piacon csak lineáris fedezeti stratégiák lehetségesek, és bontsuk a fent már körvonalazott két részre<sup>18</sup> a problémát. Az első esetben – a beszerzési ár relatív drágulása ellen – a legegyszerűbb megoldás a külföldi fizetőeszköz határidős megvétele, amely emelkedő trend esetén nyilvánvalóan jó megoldás. Bonyolultabb a helyzet, ha egy átmeneti gyengülést követően a hazai deviza jelentős erősödésbe kezd, aminek következtében a vállalat nemcsak a raktáron lévő készleteken, hanem az esetlegesen megkötött határidős ügyleteken is veszteséget realizál.

Az egyre olcsóbb külföldi deviza miatti kockázat ellenkező stratégiával kiküszöbölhető; a beszerzés kifizetésének pillanatában határidős KFD eladás az értékesítés várható időpontjára (a raktáron lévő készletek erejéig). Annak ellenére, hogy az adott időpontban nincs rendelkezésre álló szabad KFD – a lejárat időpontjában tehát az azonnali piacon meg kell venni – a határidős ügyleten realizált nyereség kompenzálja az értékesítésen képződött veszteséget. Mivel ebben az esetben az elkerülendő kockázat a veszteség, a vezetés feladata olyan küszöbárfolyam kijelölése, amely elérése esetén a fenti stratégia alkalmazandó. Arra vonatkozóan,

Ezen túlmenően is a küszöbárfolyam kijelölése – legalább két újabb kérdést vet fel. Az első, hogy az adott küszöböt mihez képest (és mekkora eltéréssel) jelöljük ki. A másik pedig, hogy a KFD árfolyamának egyszeri érintése vagy tartós küszöb alatt tartózkodása esetén cselekedjünk. A hosszabb, trendszerű változás mérésére a legegyszerűbb eszköz valamilyen – nem túl hosszú – mozgóátlag alkalmazása. A két kérdés láthatóan összefügg, és részben vállalati/vezetői döntés kérdése. Változékony árfolyam mellett a küszöb érintésére való azonnali beavatkozás jelentős tranzakciós költséget ró a vállalatra. Általánosságban tehát azt mondhatjuk, hogy kisebb költséggel jár az olyan stratégia, amely figyelembe veszi az árfolyam hosszabb távú mozgását is, és az utóbbi lehetőséget választja, de az adott döntés függ az adott árfolyam (múltbeli) viselkedésétől is<sup>20</sup>.

Amennyiben pontosan meg tudjuk mondani, hogy a beszerzésnek mekkora az a devizatartalma, amely az értékesítés várható mennyiségeivel párosul, a megkötendő ügyletek egy olyan mátrix elemeinek feleltethetők meg (1. táblázat), amelyben a sorösszegek az egyes hónapok beszerzett mennyiségei, az oszlopösszegek az értékesítésnek megfelelő mennyiségek. A mátrix egyes elemei pedig az adott időpontban, adott lejáratra köten-dő ügyletek.

1. táblázat

A beszerzés és értékesítés függvényében köten-dő fedezeti ügyletek

	Apr 08	May 08	Jun 08	Jul 08	Aug 08	Sep 08	Oct 08	
Oct 07	55	45						100
Nov 07		100						100
Dec 07		95	5					100
Jan 08			100					100
Feb 08			100					100
Mar 08			75	25				100
Apr 08				100				100
May 08				100				100
Jun 08				100				100
Jul 08					100			100
Aug 08					75	25		100
Sep 08						75	25	100
	<b>55</b>	<b>240</b>	<b>280</b>	<b>325</b>	<b>175</b>	<b>100</b>	<b>25</b>	

hogy a küszöböt hol érdemes megjelölni, egy kereskedési stratégiákkal és technikai elemzéssel foglalkozó tanácsadó<sup>19</sup> igen találóan jegyezte meg: A küszöb elhelyezése legalább annyira művészetnek tekinthető, mint tudománynak.

A vezetés számára az előzőekben bemutatott stratégia abban az esetben optimális, ha azt a tulajdonosok által meghatározott ösztönzési rendszer nem téríti el. Ezzel kapcsolatban érdemes tehát néhány tulajdonosi szempontot is számításba venni.

### A tulajdonosok döntése

Korábban már említettem, hogy a tulajdonosok az eredményekkel szembesülve ritkán örülnek olyan fedezeti stratégiának, amelyen a vállalat veszteséget realizált, annak ellenére, hogy ezt csak utólag válik láthatóvá. Különösen, ha figyelembe vesszük, hogy a veszteséges pénzügyi pozíciót folyamatosan finanszírozni kell (változó létét fenntartása), miközben az alappozíció elért nyereség többnyire csak a futamidő végén jelentkezik. Többek között a Metallgesellschaft esete jól példázza az ebből az aszimmetriából adódó likviditási kockázat jelentőségét (Mello – Parsons, 1995). A legtöbb esetben a kockázat részben vagy egészben való kezelésének döntése azon múlik, hogy a menedzsment – a tulajdonosi elvárás következtében – mekkora játékteret kíván a pozitív eredményeknek hagyni. Erre vonatkozóan végezetül még egy érdekes kérdést szeretnék az olvasóval megosztani.

Egy vállalatcsoporton belül (is) lehet cél az eredmények és/vagy a pénzforgalom pontos előrejelzése. Ha tehát a leányvállalatként működő cég vezetése számára az anyavállalat (a tulajdonos) a vállalat eredményének pontos előrejelzését tűzi ki célul, de a vezetés (részben a fent említett okok miatt) nem vállalja a kockázat teljes mértékű kezelését, jelentős veszteséget okozhat a tulajdonosnak a következő egyébként igen kedvező helyzetben.

Tegyük fel, hogy az időszak utolsó napjaiban a hazai fizetőeszköz jelentős erősödése (és a vállalat eredményének erre vonatkozó jelentős kitettsége) következtében az eredmény jóval felülmúlja a várakozásokat. Mivel a vezetésnek nem a minél nagyobb nyereség, hanem az eredmény pontos előrejelzése a kitűzött, prémiumhoz kötött célja, ebben az esetben a számukra optimális magatartás az eredmények eltüntetése számviteli és/vagy piaci eszközökkel. A kérdés tehát, hogy szigorú kockázatkezelési szabályozás nélkül vajon érdemes-e az eredmények pontos előrejelzését célul kitűzni?

Ezzel a kérdés azonban átvezet a kockázatkezelés azon kérdéseire, melyet nem kívánok részleteiben bemutatni: az operatív vállalatvezetés és szervezés kockázatkezelési hatásának témaköréhez. Ennek a kérdéskörnek természetesen annál nagyobb a jelentősége, minél nagyobb maga a vállalat vagy vállalatcsoport, azaz minél több kockázati forrást jelenthet az egyes területek, tagvállalatok, leányvállalatok működésének megszervezése. Azt azonban semmiképpen sem szabad elfelejtenünk, hogy a pénzügyi kockázatok kezelése a jelen piaci körülmények között (már önmagában nem elegendő).

### Összegzés

A gyakorlatban az egyik legnehezebb feladat olyan fedezeti politikát találni, ami minden esetben és mindenkinek megfelel. A vezetők nagy része úgy tekinti a kockázatkezelési stratégiát, mint újabb lehetőséget a pénzcsinálásra, és abban az esetben, ha a vállalat a fedezeten nem nyereséget, hanem veszteséget realizál, a stratégiát, *ex post* hibásnak minősítik. A cikkben szó volt azokról az indokokról, piaci tökéletlenségekről, amelyek a kockázatkezelés mellett szólnak, azonban lényeges megjegyezni, hogy ellenérvek vagy éppen további kérdések is szép számmal sorakoznak ebben a tárgyban.

A fedezeti stratégia legtöbbször tehát nem pusztán elméleti kérdés, amennyiben figyelembe vesszük információs tartalmát is. Mi a teendő például egy olyan helyzetben, amikor a menedzsmentnek nem áll érdekében az összes diverzifikálható piaci kockázat kiszűrése? Amennyiben feltesszük, hogy viszonylag könnyen azonosítható a menedzsmentnek az a valószínűen bekövetkező hibája, amelyre megfelelő fedezeti stratégiát kell találni, a válasz természetesen egyszerű. Általában azonban nem ez a helyzet. A tulajdonosok többnyire egy általuk elképzelt eredmény szintet várnak el a vállalattól adott finanszírozás mellett, ezen belül a vezetésnek szabad keze van az allokációs kérdésekben (beruházás, beszerzés, működési költségek).

Érdekes kérdés lehet a fedezeti politikát a piac szemszögéből vizsgálni: mi az a maximális beszerzési-finanszírozási keret, amelynek a vállalat abban az esetben is meg tud felelni, ha az árváltoztatás nem lehetséges, vagy hosszabb időn keresztül alatta marad a szükségesnek? A vállalat a veszteségek következtében kénytelen a kínálatot csökkenteni, ami ha valamelyest is egészséges piacot feltételezünk, az árak növekedésével kell(ene), hogy együtt járjon.

A külső finanszírozási forrás költségességéről, szűkösségéről volt szó, azonban a fedezetnek általában szintén költsége van. A gyakorlatban nem kevés súlylyal szerepel az a kérdés is, hogy a rendelkezésre álló források mekkora része költhető el hatékonyan kockázatkezelésre.

A dolgozatban legalább említésszinten igyekeztem azokat a kérdéseket bemutatni, amelyek az elfogadható döntéshez vezetnek, és válaszokat adni azokra, amelyeknél ez, a bemutatott példa egyszerűsége ellenére is, lehetséges volt.

## Lábjegyzet

- <sup>1</sup> 2009 novemberében publikált szabványok, melynek célja a hatékony vállalati kockázatkezelés folyamatának bemutatása, ipárgától és szektortól függetlenül.
- <sup>2</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Risk\\_management](http://en.wikipedia.org/wiki/Risk_management)
- <sup>3</sup> <http://www.pmi.org/Pages/default.aspx>
- <sup>4</sup> Modigliani, F. – Miller, M. (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review 48 (3): p. 261–297.
- <sup>5</sup> Nincsenek adók és tranzakciós költségek, minden szereplő azonos információval rendelkezik, mindenki azonos áron jut hitelhez (kockázatmentes kamatlábon), a vállalatok csak kétféle kötelezettséget vállalhatnak: hitelt vesznek fel vagy részvényt bocsátanak ki, minden pénzáramlás örökjáradék jellegű, és a működési pénzáramlás független a hitelfelvételi politikától.
- <sup>6</sup> Modigliani, F. – Miller, M. (1963): Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. American Economic Review 53 (3): p. 433–443.
- <sup>7</sup> Myers (1977): Determinants of Corporate Borrowing. Journal of Financial Economics, 5(2) és Mayers and Smith (1987): On the Corporate Demand for Insurance: Evidence from the Reinsurance Market. Journal of Business, 63(1).
- <sup>8</sup> Az egyszerűség kedvéért eltekintünk az ebből adódó jelentős áfakockázattól is.
- <sup>9</sup> <http://e-oktat.pmmf.hu/kockazatkzezes>
- <sup>10</sup> A KPMG (2004) kutatása szerint a kockázatkezelési stratégia végső elfogadása az általuk vizsgált vállalatok 67%-nál az igazgatóság (menedzsment) feladatai közé tartozott.
- <sup>11</sup> A hitelszerződésekbe beépített pénzügyi biztosítékok, kovenánsok stb.
- <sup>12</sup> Annak ellenére, hogy a pénzügyekben a hitelezők külső szereplőként jelennek meg (külső finanszírozás).
- <sup>13</sup> Amikor annak idején az FSS-modellről először olvastam, a modell struktúrája számomra összeköszönt azzal a kockázatkezelési problémával, amelynek megoldásán dolgoztunk. Az itt bemutatásra kerülő modell ezeknek „összegyűréséből” keletkezett.
- <sup>14</sup> Az eredeti modell B beszerzett mennyiség helyett I beruházási mennyiséget alkalmaz az egyenlet mindkét oldalán, máskülönben az egyenlet azonos.
- <sup>15</sup> Némi átalakítással látható, hogy a fedezeti politika a finanszírozás és befektetés/beszerzés közötti kölcsönhatás eredménye:
- $$P_{ww} = \frac{-f_{BB}C_{dd}}{f_{BB} - C_{dd}}$$
- <sup>16</sup> Azaz pl. devizakockázatok esetében nem feltétlen van szükség mind a bevételek mind pedig a kiadások fedezésére, hanem ezek eredőjének megfelelő fedezése is elegendő lehet.
- <sup>17</sup> Farkas és Szabó (2008) állítása szerint: „A vállalatoknál a kockázatkezelési tevékenységet hagyományosan az alábbi csoportokba, illetve vezetőkhöz sorolták:
- a kockázati menedzser (risk manager) az egyszerű – biztosítható – kockázatokkal foglalkozik,
  - a treasurer feladata a pénzügyi kockázatok kezelése,
  - a pénzügyi vezető (chief financial officer – CFO) gondoskodik a vállalat optimális tőkeszerkezetéről.”
- <sup>18</sup> Az árfolyam-emelkedés eredményt csökkentő, valamint az árazás szempontjából lényeges hónapokban esetleges alacsony HUF/KFD árfolyam hatására.
- <sup>19</sup> David Landry.
- <sup>20</sup> A technikai elemzés számos lehetőséget és eszközt kínál a kérdéses küszöbárfolyam kijelölésére; a gyakorlat és a döntéshozói ízlése döntheti el, hogy ezek közül mely kerül alkalmazásra.

## Felhasznált irodalom

- Ábel – Öcsi* (1999): Finanszírozási szerkezet és tulajdonforma, Közgazdasági Szemle, XLVI. évf.
- Almeida – Campello – Weisbach* (2006): Corporate Financial and Investment Policies when Future Financing is not Frictionless, NBER Working Paper No. 12773
- Chowdry – Howe* (1999): Corporate Risk Management for Multinational Corporations: Financial and Operational Hedging Policies, European Finance Review 2: p. 229–246.
- Crabb* (2006): Risk management by Multinational Corporations: A new Test of the Underinvestment Hypothesis, International Research Journal of Finance and Economics
- DeMarzo – Duffie* (1995): Corporate Incentives for Hedging and Hedge Accounting, Review of Financial Studies, fall, 8, 3
- Farkas – Szabó* (2008): Az integrált vállalati kockázatkezelés szemlélete és alkalmazásai, Biztosítási Szemle, LIV. évf., 11-12. sz.
- Flesch* (2009): A vállalati kockázatkezelés értékteremtő képességének rendszerezése és modellezése, Hitelintézeti Szemle, 8. évfolyam 1. szám
- Froot – Scharfstein – Stein* (1993): Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies, Journal of Finance, vol. 48, No. 5.
- Lessard* (1990): Global competition and corporate finance in the 1990s, Journal of Applied Corporate Finance 3.
- Mayers – Smith* (1982): On the corporate Demand for Insurance, Journal of Business. Vol. 55
- Mello – Parsons* (1995): Maturity structure of a hedge matters: Lessons from the Metallgesellschaft debacle, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 8.
- Rangel* (2005): Moral Hazard and Adverse Selection in Corporate Financial Risk Management, The ICAFI Journal of Financial Risk Management, II, 2.
- Ross* (1996): Corporate Hedging: What, Why and How? Research Program in Finance Working Papers RPF-280, University of California at Berkeley
- Smith – Stulz* (1985): The Determinants of Firms’ Hedging Policies, Journal of Finance and Quantitative Analysis, vol. 20, No. 4.
- Stulz* (1990): Managerial discretion and optimal financing policies Journal of Financial Economics 26.
- Tufano* (1995): Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry., Journal of Finance, vol. 51, No. 4.

Cikk beérkezett: 2010. 1. hó

Lektor vélemény alapján véglegesítve: 2010. 3. hó

## CIKKEK ANGOL NYELVŰ ÖSSZEFOGLALÓI

### BORDA, R. Mária

*Corporate Governance Statements and Auditor's Role Regarding Providing Assurance on them – New Element of Financial Reporting Culture in Europe*

The openness, transparency and accountability are frequently cited requirements against companies in both private and public sphere. They are generally accepted basic principles of the corporate governance. Their implementation is ensured by the timely and accurate disclosures that are made on all material matters regarding the financial situation, performance, ownership and governance of the companies. The paper sets out the views and components of corporate governance reporting by listed companies in international and Hungarian context. The main goal is to examine the necessary content and presentation of the responsible reports on corporate governance made by those charged with governance and the auditors in order to serve the public interest. Based on the analytical review of the recent developments in the European regulatory arrangements and practices it is concluded that there is not one right answer as to desirable level of involvement of an auditor regarding providing assurance. Proposals are identified for further development of auditor involvement. The main issue is the ability of the auditor to identify suitable criteria to enable assurance to be given.

### CSEPETI, Ádám

*Research issues of Miles and Snow strategic typology*

The present paper strives to summarize the findings of the most important and outstanding researches concerning the strategic typology developed by Miles and Snow (1978). The present author classifies the reviewed articles of the past three decades according their mostly covered research areas, then exposes in detail the marketing and performance implications of the Prospector, Analyzer, Defender and Reactor strategic types pursued by the firms. After the exploration of the limitations and deficiencies of the past empirical investigations, by the demonstration of the actual conceptual, methodological and practical challenges as well as the underresearched aspects of strategic types of Miles and Snow, the article also offers fruitful guidelines to future researchers of strategic

### FARKASNÉ KURUCZ, Zsuzsanna – – LÓRÁND, Balázs – BALOGH, Gábor

*Developing partnerships providing mutual benefits between higher education institutions and employers*

The article deals with the relations between higher education institutions (universities and colleges) and the business sphere. Examining the general economic and social events we touch upon the role of unemployment, career, alumni, trainings, research, innovation, professional practice and networks. Furthermore we present the practice of a successful institution (Massachusetts Institute of Technology) concerning corporate relations. Within the frames of our empirical research we evaluated 1389 questionnaires which deal with the expectations and experiences of both the students' and the companies' sides regarding the professional practices arranged within the University of Pécs Faculty of Business and Economics. Based on the experiences it can be stated that in order to ensure mutual benefits for all three parties (university, student, company) it is necessary to support academic research in this field, to count with best practices, to get practical professionals to know academic results and to integrate empirical results into education. Our task is to be able to create the culture of open communication and exchanging ideas, to foster the hard work of harmonizing the common economic interests and the individual ambitions. It seems to be an important task of the next period to institutionally manage the unique ways of students appearing in the Bologna process and to build the conscious career changes into the common thinking.

### ARANYOSSY, Márta

*Valuation by Multiples in the Information Technology Industries*

What is the role of financial fundamentals in the pricing process of IT and internet companies? This current study examines this question from two point of views: based on the market prices we seek to determine the key value drivers of European IT/internet companies; and on the other hand the relative valuation methodology is tested on this special segment of the economy. The study compares eight relative valuation models based on cash flow, accounting and profit multiples – using several estimation error sta-

### VEZETÉSTUDOMÁNY

tistics, statistic test and linear regression. The results suggest that the best models on our sample (using EBIT and EBITDA multiples and industry benchmarks) work with the same efficiency as the models of former empirical studies. However, in our case the subsample of internet companies produced much larger estimation error and still seems to show the signs of irrational pricing.

**CZIKE, Anna**

*Hedging strategy in practice*

According to the initial assumption of corporate finance the management, and with them the risk management strategy aims to create value: with achievement and

maintenance of the higher the level of awareness of risk to minimize the potential risks, and to optimize the outcome of business decisions. In this article, the author aims for a presentation the possible reasons of a (partial) financial risk management through a real solution in an outlined example, and the solution of the raised issues. The following issues – of course, beyond what, why and how core financial issues – examining any hedging strategy creating indispensable: In which market situation can risk management create value? Which players of the company may be interested in the proper functioning of the risk management strategy? How different the actors aim and motivation? In practice, these issues need to be answered for all concerned to create an acceptable risk-management strategy, thereby creating real value for the company.

**C O N T E N T S**

**STUDIES AND ARTICLES**

**FARKASNÉ KURUCZ, Zsuzsanna –**

**– LÓRÁND, Balázs –**

**– BALOGH, Gábor**

Developing partnerships providing mutual benefits between higher education institutions and employers ..... 2

**CSEPETI Ádám**

Research issues of Miles and Snow strategic typology ..... 15

**BORDA, R. Mária**

Corporate Governance Statements and Auditor's Role Regarding Providing Assurance on them – New Element of Financial Reporting Culture in Europe ..... 31

**ARANYOSSY, Mária**

Valuation by Multiples in the Information Technology Industries ..... 44

**CZIKE, ANNA**

Hedging strategy in practice ..... 57