

Válságba került-e a vállalati pénzügyi elszámolás hagyományos rendje? A benső és a piaci érték konfliktusáról

Bélyácz Iván*

A tőkepiaci befektetések piaci értékelése és a piac legyőzhetősége régóta foglalkoztatja mind az elmélet képviselőit, mind a piaci szereplőket. Ez az írás abból indul ki, hogy a piaci érték a benső érték tükröképe kell hogy legyen, hatékony és egyensúlyi helyzetben levő piacon. A vállalat tekinthető a benső érték meghatározásának autentikus piaci aktoraként. Az új gazdaság által előidézett körülmények között, de attól függetlenül is a vállalatok egy része kísérletet tesz a benső érték becslésének manipulálására. A tanulmány e kísérletek minősített eseteire hoz példát, s egyben keresi a kiutat eme újkeletű értékelési válságból. Az írás fő következtetése abban áll, hogy a manipulációk kivédése érdekében szükség van a vállalatok piaci transzparenciájának növelésére, a testetlen javak korrekét és elfogulatlan értékelésére valamint a felelős vállalati vezetés működésének tökéletesítésére.

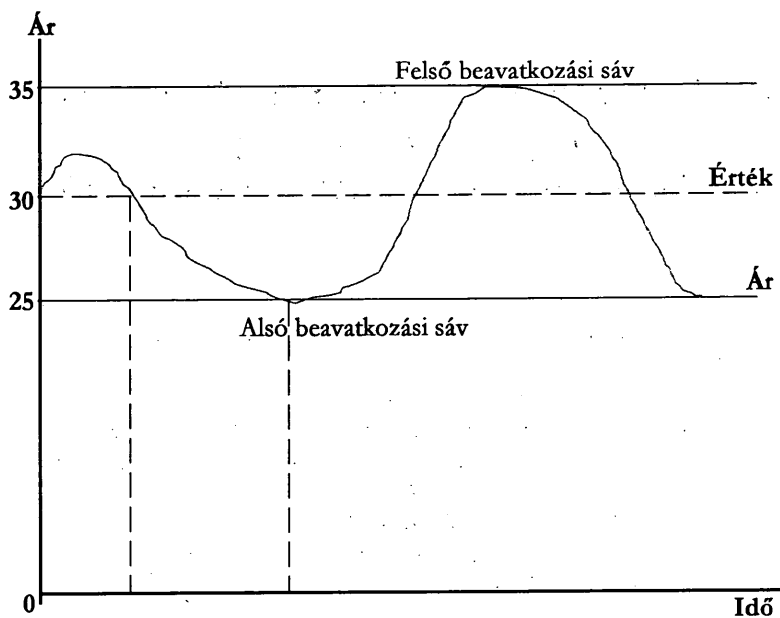
1. A piacok érték meghatározó erejéről

Az értékpapírárak a benső érték körüli véletlen fluktuáció eredményei. Amikor az értékpapír ára jelentősen eltávolodik a benső értékről, akkor a piaci szereplőknek megéri beavatkozni, s korrigálni ezt az egyensúlytalanságot. Az értékpapírral kereskedők beavatkozási sávot húznak a benső érték köré, s a beavatkozás a felső és alsó határ elérésekor történik, ilyenkor az árat a benső érték felé térítik el.

Samuelson írta le az értékpapírpiacok viselkedését tökéletesen kompetitív vagy tökéletesen hatékony viszonyok között. Definíciója szerint, a tökéletesen hatékony árak olyan piaci árak, amelyek tükröznek minden információt. A tökéletesen hatékony árak „folytonos egyensúlyban” vannak – Samuelson szerint, s e folytonos egyensúly időben állandóan változik. Minden olyan esetben, amikor új információ válik ismertté, akkor az értékpapír benső értéke megváltozik, s az értékpapír piaci ára eme új értékhez igazodik. Az igazodás sebessége jelzi az ár hatékonyságát. A tökéletesen hatékony értékpapír ár úgy kerül folytonos egyensúlyba, hogy az értékpapír benső értéke véletlen bolyongással fluktuál, s a piaci ár minden időpillanatban megegyezik a fluktuáló piaci értékkel. Az aktuális piaci ár a különféle benső értékbecslések konszenzusát tükrözik. E folyamatot mutatja be az alábbi négy ábra.

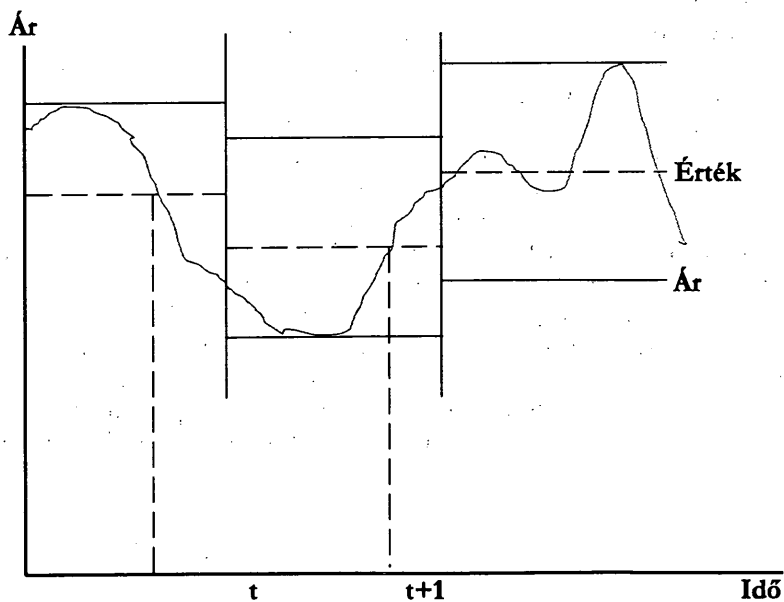
* Bélyácz Iván, az MTA levelező tagja, tanszékvezető egyetemi tanár, PTE Közgazdaságtudományi Kar, Vállalati Gazdaságtan és Számvitel Tanszék (Pécs).

1. ábra. Véletlenszerű részvényár fluktuáció a beavatkozási sávon belül – változatlan benső érték.



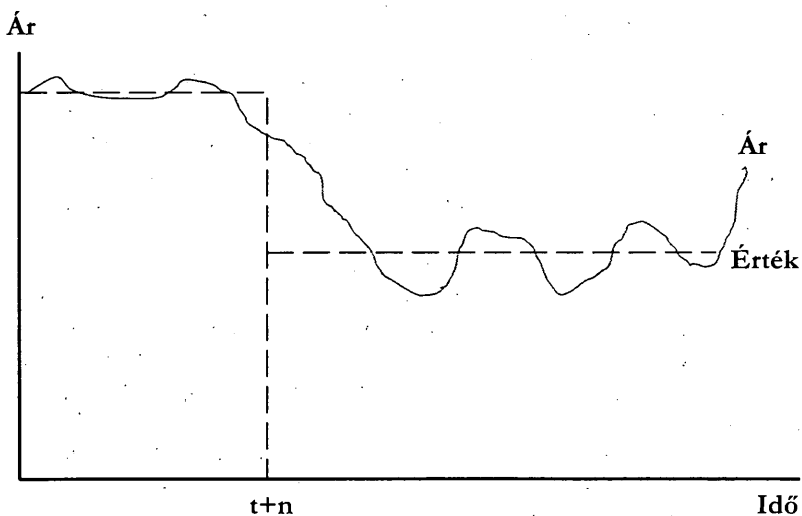
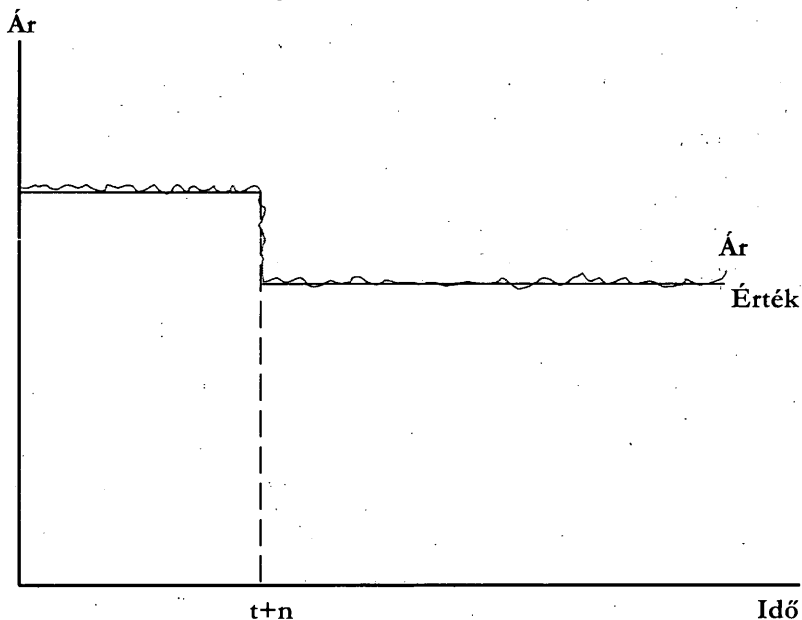
Forrás: Saját szerkesztés

2. ábra. Véletlenszerű részvényár fluktuáció a beavatkozási sávon belül változó érték.



Forrás: Saját szerkesztés

3. ábra. Az árhatékonyság változó esetei – erősen hatékony ár fluktuáció.



Forrás: Saját szerkesztés

2. A vállalat hozzájárulása a benső érték meghatározásához

A vállalat értékét a részvényt piacon a vállalat részvényeivel kereskedő nagy befektető csoportok interakciói határozzák meg; ez nem a vállalat dolga, nem a menedzsmentnek vagy a számviteli szakembereknek kell értékelni a vállalatot. A vállalat kell információt szolgáltatson a befektetők számára a vállalat értékeléséhez. Nem mondhatjuk meg a piacnak, hogy

mennyire értékelje a vállalatot. Ha a vállalat mégis kísérletet tenne erre, akkor ez a piac bizalmának elvesztésével járna.

Az ezredfordulón a nagy tőkepiaci internetboom és a nagyvállalati csődök idején válaszra váró kérdések sokasága fogalmazódott meg:

- Hogyan határozhatja meg a piac egy olyan két éves vállalat értékét, amely évente dollármilliókat veszít, s eladott termékét igen nehéz körülírni? Mekkora értéket rendel hozzá a piac: 1, 5 vagy 10 milliárd dollárt?
- Milyen típusú információkra van szükségünk olyan új vállalat értékeléséhez, amely kipróbálatlan üzleti modellt testesít meg?
- Hogyan lehet a gyors technológiai váltás közegében információkat szerezni a vállalatokról?
- Kisbefektetők vajon hátrányban vannak-e a nagyokkal szemben, különösen akkor, ha gyors növekedésű vállalatokba akarnak befektetni?
- A részvénytőzsdék magas fokú volatilitása nem jár-e veszéllyel a finanszírozási piacokra nézve?

Lényegében arra keressük a választ, hogy a vállalati információk mai közzétételével a befektetők hozzájutnak-e mindama információkhoz, amelyek szükségesek a vállalat értékének becsléséhez. Ha erre szükség van, akkor mit tehetnek a kormányok, az üzleti szervezetek és a vállalati vezetés a közzététel javítása érdekében?

Általános érvényű megállapítások tehetők a vállalatok értékelésével összefüggésben:

- Az „új gazdaság” értelmét a szokványosnál tágabbnak kell tekintenünk, hiszen az új technológiák minden vállalatot átformálnak, sőt a gazdaság egészét is. Létfonosságú nyomon követni e változó közegben a vállalatok által közzétett információk változó tartalmát, s közzétételük célszerű módját.
- Az érték alapvető mozgatója volt és maradt a vállalat profit- és cash-flow generáló képessége. Egyértelmű az, hogy a profit- és cash-flow generáló potenciál felmérése jelentősen megnehezült egy olyan közegben, ahol a gyors technológiai változások új üzleti modelleket hoznak létre, új győztesek és új vesztesek tűnnek fel lélegzetelállító ütemben, mindezek azonban nem változtatják meg az értékalkotás alapvető gazdasági elveit.
- Minden korábbiánál több információ áll rendelkezésre, minden eddiginél több ember számára, mindez a lehető leggyorsabban, s ez nagyon pozitív fejlemény. A gyors változások és a nagyfokú bizonytalanság közegében a befektetők teljesebb információellátást igényelnek, s annak elérését a lehető leghamarabb. A ma hiányzóknak tekinthető releváns információk többsége ágazat- és vállalat-specifikus, így nincs szükség több regulációra. Az információk közzététele úgy javítható, ha olyan közeg jön létre, amelyben a vállalatok – a standard finanszírozási kimutatásokban szereplőkön túl is – közzétehetnek információkat, könnyen és biztonságosan.
- A vállalatok hajlamosak arra, hogy maguktól csak a róluk szóló kedvező információkat tegyék közzé, a kedvezőtlen üzenetet hordozókat nem. A piaci erők büntetik azokat a vállalatokat, amelyek elhallgatják a fontos információk egy részét.
- A vállalatoknak érdekeltnek kell lenniük abban, hogy több információt juttassanak el, több csatornán. A befektetőknek pedig tudniuk kell, hogy mely információk puhák, melyek kemények vagy spekulatívak.

3. Kísérlet a benső érték torz bemutatására

Erősödően kompetitív környezetben nagyon fontos, hogy a vállalatok jó benyomást keltsenek magukkal kapcsolatban. A vállalatok természetesen keresik az adatok javításának módjait. Az elmúlt néhány évben arra is akadt példa, különösen az Egyesült Államokban, hogy a vállalatok megkérdőjelezhető eszközöket használtak arra a célra, hogy kedvezőbbben tüntessék fel magukat a valóságosnál. Néhány eset példája feltárta, hogy több, nagyon virágzóknak látszó multinacionális cég súlyosan megsértette a számviteli szabályokat. A piac elvesztette bizalmát e vállalatokban, amelyek nagy veszteséget szenvedtek, vagy egyenesen csődbe mentek.

Vita robbant ki arról, hogy milyen is valójában a vállalati számvitel hitelessége, s hogy szükség van-e szigorúbb szabályozásra ahhoz, hogy a vállalatok korrekt képet mutassanak magukról. Ugyancsak a viták középpontjába került a vállalati vezetés (corporate governance) minősége is. Példáink két vállalatra korlátozódnak, az Enron és a WorldCom cégre.

2001 elején az Enron részvényeinek ára esni kezdett. Ennek hátterében az állt, hogy az Enron szabálytalanul használta részvényeit, hitelezők és befektetők által nyújtott kölcsönök és kötelezettségek fedezeteként, s ez finanszírozási értelemben növekvő nyomást gyakorolt a vállalatra. A vállalat fő törekvése a finanszírozási kimutatások veszteségének csökkentése volt, továbbá óvakodott attól, hogy újabb kölcsöntőke kerüljön a vállalat mérlegébe, mert az rontaná a vállalat adóbsorolását. E manipulációban kulcsszerepe volt több különleges célú egységnek (special purpose entity), amelyeket arra használtak, hogy segítségével lefedezhessenek (hedge) bizonyos Enron befektetéseket. A tipikus tranzakció keretében az Enron saját részvényeit transzferálta a különleges célú egységbe, váltó vagy cash ellenében. Viszonyásként a különleges célú egység lefedezte az Enron mérlegének valamely befektetését, fizetési forrásként éppen az Enron által transzferált részvényt használva. Amikor az Enron részvényeinek ára csökkenni kezdett, akkor az aláasta az Enron fedezetét, s ez tovagyűrűzve tovább csökkentette az Enron részvényeinek árát. Amikor az Enron befektetés értéke és az Enron részvényára egyidejűleg esett, akkor a különleges célú egységnek nem lehetett elegendő eszköze a hedzseléshez.

A fő gondot az okozta, hogy a különleges célú egységben nem volt megfelelő, független tulajdoni hányad, s az egység valójában az Enron által irányított, fiktív vállalkozás volt. Az abúzus lényege az volt, hogy a hedzselési tranzakció valójában nem jelentette a gazdasági kockázat transzferálását is. 2001 őszén a vállalat 618 millió dolláros veszteséget jelzett, amiből 544 millió dollár a lefedezési tranzakcióhoz kapcsolódott, amelyet különleges célú egységekkel kötöttek. Az Enron ugyancsak bejelentette a tulajdonosi részvénytőke 1.2 milliárd dolláros csökkentését e számviteli hibákból eredően, kötődve a különleges célú egységekhez. 2001 novemberében az Enron bejelentette 1997–2001 közötti finanszírozási beszámolóinak felülvizsgálatát. Ez 600 millió dollárral csökkentette a vállalat 1997–2001 közötti profitját, és 2,5 milliárd dollárral növelte a vállalat könyveiben a kölcsöntőke összegét.

A különleges célú egység legitim tőkepiaci konstrukció, amelynek négy szereplője van: a szponzor vállalat, maga a különleges célú egység, a hitelező és a befektető. Szabályos körülmények között ez az üzleti entitás tőketeremtő tranzakció céljaira használható. A szponzor vállalattal történő törvénytelen összefonódás esetén, és független tulajdonosi ellenőrzés hiányában meg van annak a lehetősége, hogy a különleges célú egységet a kötelezettségek elrejtésére használják, hogy a befektetők erről ne tudjanak. Ha a vállalatok a különleges célú egységet manipulációra használják, akkor kölcsöntartozás kerül ki a mérlegből, s a befek-

tetők nem szerezhetnek pontos képet a vállalat valódi eladósodottságáról. Az Enron lépéseinek az volt a célja, hogy kölcsöntőkét iktasson ki a vállalati mérlegből. A kockázat e tranzakcióval csupán az Enron által birtokolt és lefedezett eszközökre került át. Bár az Enronnak meg volt a joga azt követelni a különleges célú egységtől, hogy vásárolja meg ezeket az eszközöket, előre meghatározott áron, ha azok ára esne, de ez a követelés értelmét vesztette az által, hogy a különleges célú egység tőkésítése kizárólag Enron részvényeken alapult. Az Enron saját befektetéseit nem hiteles külső partnerrel fedeztette le, hanem saját magával.

A másik esetet említve, 2002 nyarán vált világossá, hogy a WorldCom minden idők egyik legnagyobb számviteli hamisítását követte el, mintegy 3,8 milliárd dollár értékben. Vizsgálat tárta fel, hogy a vállalat 2001–2002-ben, 3,8 milliárd dollár működési költséget beruházásként könyvelt el. Ez a hibás könyvelés a WorldCom cash-flow helyzetét a valóságosnál lényegesen kedvezőbbnek mutatta. Ez a számviteli eljárás befolyásolta a nettó profit alakulását, mivel a költségeket időben szétszórta, a jövedelemmel szembeni azonnali értékesítés helyett.

4. Lehetséges kiutak az értékelési válságból

Az elszámolási rendszer vázolt krízise ráirányította a figyelmet a vállalati vezetés (corporate governance) szerkezeti problémáira is. A részvénytulajdonosok, a menedzsment és az igazgatótanács együttműködési vagy rivalizációs erőterében születnek a vállalat sorsát befolyásoló, legfontosabb döntések. A vezetéssel szemben az a piac alapvető követelése, hogy az összes új, piacérzékeny információt a vállalatról azonnal nyilvánosságra kell hozni. Ezen információkon keresztül a befektetőknek joga van tisztában lenni a vállalat valós finanszírozási helyzetével, hogy pontosan értékelhessék a vállalati részvényeit. A helyes árazás és a hatékony kereskedés megteremti az új tőkéhez jutás biztos lehetőségét. Az új, árérzékeny információk azonnali közlési kötelme azt jelenti, hogy olyan információkat kell azonnal közreadni, amelyeknek anyagiasult hatása lehet a vállalati részvények értékelésére, s amelyek megváltoztathatják a vállalatról korábban szerzett benyomásokat.

A számviteli hamisítást elkövető vállalatok azért használták manipulációs céllal a különleges célú egységeket, mert ezek – meghatározott tulajdonlási feltételek esetén – a konszolidáció mellőzését tették lehetővé. A visszaélések többsége az ún. mérlegen kívüli tételek manipulációjához kötődött. Az értékpapírosításon keresztül, és a finanszírozási derivatívok segítségével számvitelileg ellentmondásosan kezelt eszközök, súlyosbíthatják a számviteli krízist. Gondok forrása volt az auditorok függetlenségének megkérdőjelezhetősége. Az egészséges gyakorlat akkor alakul ki, ha az auditorok más szolgáltatást (pl. tanácsadás) nem végeznek az auditált vállalat részére. Biztosítani kell az igazgatótanácsi tagok függetlenségét, s ki kell küszöbölni az összeférhetetlenséget. Az is gondot okoz, ha a menedzseri kompetenciák nem kötődik a vállalati eredményhez, ugyanakkor az is problémát okozhat, hogy ha ez a kötődés túl szoros, mert az utóbbi esetben a menedzserek az eredmény manipulálására is törekedhetnek. A corporate governance a vállalat etikus működését is jelenti. Eszerint a vállalatot a részvényesek hasznára irányítják, s nem a menedzserek személyes előnyére. Meg kell akadályozni azt, hogy a menedzsment és az igazgatótanács vagy önmagát, vagy egymást favorizálja. Olyan számviteli szabályok nem alkothatók, amelyek megóvnak az illegális gyakorlattól. A WorldCom példája arra bizonyíték, hogy a manipuláció nem a

szabályok egyértelműségének hiányával, vagy a szabályozás hiányosságaival magyarázható. Ha a kiadásokat tőkésítik ahelyett, hogy költségesítenék, akkor az egyértelműen a számviteli szabályok helytelen alkalmazására utal. A WorldCom esete nem számviteli ügy, hanem minden kétséget kizáróan bűnügy.

A múltbeli adatok fontosak, de elégtelenek olyan információk nyeréséhez, amelyek elengedhetetlenül fontosak a gyors növekedésű vállalatok profit- és cash-flow potenciáljának meghatározásához. A befektetőknek ismerniük kell a vállalat üzleti modelljét, termékeinek piacát, versenyképességét meghatározó tapintható és testetlen eszközeit, menedzsment-teamjének minőségét. A közzététel javításának középpontjában három dolog áll: a testetlen eszközök szerepe, a működésteljesítmény mérőszámai, s az előretekintést biztosító információk. Nem sok értelme volna annak, hogy értéket adjanak a testetlen eszközöknek, és hozzáadják azokat a mérleghez. Több értelme volna annak, hogy a vállalatok információkkal látnák el a befektetőket, a testetlen eszközök jövőbeli profitra és cash-flowra gyakorolt hatásáról. Ennek az a magyarázata, hogy a testetlen eszközök az érték közvetett mozgatói.

A testetlen eszközök iránti érdeklődés azért nőtt meg, mert az új Internet vállalatokhoz úgy rendelték nagy értéket, hogy azoknak sem profitjuk nem volt, sem tapintható javaik, de nagy tömegű testetlen javakkal bírtak, mint például: kizárólagos tulajdonú technológia, innovatív üzleti folyamatok, s elismert márkánév.

Fontos tapasztalat, hogy sok vállalat folyó piaci értéke lényegesen meghaladja könyvszerinti értékét. E különbség jórészt a testetlen eszközöknek köszönhető, mivel a gazdaságban a hangsúly a fizikai tőkéről az intellektuális tőkére helyeződik, az érték keletkeztetésében. A számviteli rendszer nem rögzíti a testetlen eszközök többségét a mérlegben, s ez kifogás tárgya lesz.

A végső következtetés az lehet, hogy a kialakult helyzet megoldására nem több regulációval, a szabályok szigorításával kell válaszolni, hanem a befektetők mind teljesebb tájékoztatásával.

Felhasznált irodalom

- There is a Link Between Executive Compensation and Accounting Fraud?
[/groups.haas.berkeley.edu/accounting/workshop/fall2003](http://groups.haas.berkeley.edu/accounting/workshop/fall2003)
The Frand Diamondi Considering the Two Elements of Fraud
[/nysscpa.org/cpajournal/2004/1204/essentials/](http://nysscpa.org/cpajournal/2004/1204/essentials/)
Corporate Crisis and Corporate Malfeasance – Social and Economics
[/globalpolicy.org/soecon/crisis/indexcorp](http://globalpolicy.org/soecon/crisis/indexcorp)
Sarbanes – Oxley – Financial and Accounting Disclosure Information
[/Sarbanes-oxley.com/displayposts.php/](http://Sarbanes-oxley.com/displayposts.php/)