

KOVÁCS Kármén

# A TESTETLEN ESZKÖZÖK JELENTŐSÉGE A VÁLLALAT MŰKÖDÉSÉBEN, PÉNZÜGYI TELJESÍTMÉNYÉBEN ÉS PIACI ÉRTÉKELÉSÉBEN

Az elmúlt két évtizedben jelentősen növekedett a testetlen eszközök (intangible assets) szerepe a vállalatok működésében, pénzügyi teljesítményében és versenyképességében. A vállalatok mind nagyobb mértékben alapozzák tevékenységüket a testetlen vagyon elemeire, miközben a dologi eszközök jelentősége mérséklődik. A vállalatspecifikus testetlen eszközök a tudás és az információ köré összpontosulnak, spill-over hatással rendelkeznek, és felhalmozódásuk sajátos. A testetlen eszközök egyediségének és az általuk várhatóan generált jövőbeni pénzáramsor nehéz előrejelezhetőségének következtében értékelésük számottevő bizonytalanságot és szubjektivitást rejt magában; a befektetők azonban rendszerint magas piaci értéket társítanak hozzájuk, minthogy a piaci siker meghatározóinak tekintik őket. A vállalatok benső és piaci értékének eltérését elemző elméletek egy csoportja szerint pedig a testetlen eszközöknek szignifikáns hatása van a két érték különbségére. A szerző tanulmányában rámutat a testetlen eszközök vállalati működésben és versenyképességben betöltött szerepére, a dologi vagyon elemeitől eltérő tulajdonságaira, értékelésére és a vállalatok piaci értékére gyakorolt hatására.

**Kulcsszavak:** testetlen eszközök, versenyképesség, bizonytalanság, érték, értékelés

A testetlen eszköz fogalmát az IAS pontosan meghatározza: „fizikai állomány nélküli, azonosítható, nem pénzügyi eszköz” (Salines, 2009: p. 2). Az IAS szerint akkor tekinthető egy eszköz azonosíthatónak, ha az vagy szerződésszerű, vagy más jogosultságból származik, vagy ha elkülöníthető – ami azt jelenti, hogy önállóan vagy más, vele kapcsolatban álló eszközökkel együtt értékesíthető. Az IAS alapján, továbbá akkor és csak akkor minősíthető egy eszköz testetlennek, ha feltételezhető, hogy az általa várhatóan generált jövőbeni hozam a gazdasági egységhez fog áramlani, és az eszközkiadás pedig megbízható módon mérhető (Salines, 2009). Pénzügyi megközelítésben a testetlen eszközöket az IAS-nél általában tágabban értelmezik, különösen az értékelés szempontjából, hiszen egy vállalat, illetve részvényeinek piaci értékét olyan tényezők is befolyásolják, mint például a vállalati hírnév, az ügyfélelégedettség, az ellátási lánc rugalmassága, az alkalmazottak tudása és képességei, vagy a munka-

folyamatok szervezésének hatékonysága. Ezek viszont számviteli értelemben nem tartoznak a testetlen eszközök közé. A testetlen eszközök csoportjába sorolhatjuk még továbbá, például a *K+F-t, a szabadalmakat, a márkákat, a szoftvereket, a vásárlói hűséget és a beszállítói kapcsolatokat* is. A továbbiakban a testetlen eszközök csoportját tágan értelmezzük; minthogy nem csupán az IAS meghatározása által azonosíthatónak tekinthető nem fizikai eszközök képezik egy vállalat jövőbeni hozamának forrását.

## A testetlen eszközök értelmezése, jelentősége és csoportjai

A testetlen eszközök többféleképpen csoportosíthatók. Azért érdemes áttekinteni többfajta kategorizálást, mert a különböző szempontok alapján történő rendszerezés felhívja a figyelmet a nem fizikai jellegű eszközök tulajdonságaira. Elsőként tekintsük a számviteli megkö-

zelítésen alapuló felosztásokat. Avery (1942) alapján Vaughan (1972) a testetlen eszközöket kezdetben biztos (határozott) és bizonytalan (határozatlan) élettartamúakra osztotta. Az előbbibe különböző szerződések, egyezmények, jogok tartoznak – amelyek amortizáció tárgyát képezik, az utóbbiba a márka, a személyzet, a hírnév, továbbá például a technológiai know-how és a piaci elfogadás (Wilson, 1986). Napjainkban a vállalati működés és a versenyképesség szempontjából ez utóbbiak jelentősége a nagyobb. Így a testetlen javak többsége esetében a bizonytalan élettartam következtében nem lehet előre meghatározni, hogy meddig fognak várhatóan a jövőben pénzáramot generálni. Ez egyben azt is jelenti, hogy nehezen becsülhető meg előre, meddig lesz versenyképes egy márka a piacon, illetve hogy egy biotechnológiai K+F eredményeképpen létrejövő innovációt mikor fog felváltani egy újabb. Az IFRS a testetlen eszközök öt nagy csoportját különbözteti meg: a marketinggel összefüggőket (pl. védjegy, internet domainnév), a szerződésszerűket (pl. haszonbérleti szerződés, franchise szerződés), a technológiaalapúakat (pl. szoftver, adatbázis), az ügyfelekre vonatkozókat (pl. ügyfél kapcsolatok és szerződések) és a művészeti jellegűeket (Salines, 2009; Global Intangible Tracker, 2006).

A vállalati működés és a piaci stratégia szempontjából relevánsabbnak és kifejezőbbnek találom Haigh (2003) és Gerzema – Lebar (2008) – egymáshoz nagyon hasonló – csoportosítását. Haigh (2003) a testetlen eszközök négy nagy kategóriáját határozza meg:

- tudás: pl. szabadalmak, szoftverek, sajátos know-how mint a gyártási és működési irányelvek, termékkutatás, információs adatbázisok,
- üzleti folyamatok: az üzleti, vállalati folyamatok megszervezésének egyedi módjai, beleértve például a flexibilis gyártási technológiákat és az ellátási lánc kialakítását,
- piaci pozíció: pl. kiskereskedelmi szerződések, disztribúciós jogok, licencek, termelési és importkvóták,
- márka és a hozzá kapcsolódó testetlen eszközök: pl. védjegy, domainnevek, designjogok, csomagolás, goodwill.

Gerzema – Lebar (2008) rendszerezése annyiban tér el ettől, hogy az üzleti folyamatok helyett az üzleti rendszer kifejezést használja, és fordított sorrendben sorolja fel az eszközcsoportokat, a márkát teszi az első helyre. Haigh (2003) kiemeli, hogy *iparáganként eltérő a testetlen eszközök négy típusának a relatív jelentősége*. A gyógyszeriparban a tudásnak, a kiskereskedelemben az üzleti folyamatok összehangoltságának,

hatékonyságának vagy rugalmasságának van meghatározó jelentősége. A légi közlekedésben pedig a piaci pozíció rendkívül fontos és a versenyképesség meghatározója. Számos fogyasztási jószág esetében, például a luxus termékeknel vagy a tartós fogyasztási javaknál, a márka a legjelentősebb testetlen eszköz, alapvetően ez határozza meg a vásárlási döntést. A technológiára és kutatásra épülő ágazatokban is fontos szerepet játszanak azonban a márkák, minthogy ezek az eszközök tudják a vállalat technológiai kompetenciáit piaci sikerre alakítani.

A testetlen eszközök, mint a fenntartható versenyelőny forrásai *testetlen erőforrás* elnevezéssel is szerepelnek a szakirodalomban. Hall (1993) publikációja alapján Fernández – Montez – Vázquez (2000) a testetlen erőforrások két nagy csoportját különbözteti meg aszerint, hogy azok embertől függőek, avagy nem. Az embertől függő testetlen erőforrások legjobb példája a humán tőke, vagyis az alkalmazottak által elsajátított tudás, tapasztalat, illetve az ő képességeik és személyes kapcsolataik. Az embertől független testetlen erőforrások három kategóriába sorolhatók: szervezeti tőke, technológiai tőke és kapcsolati tőke. A szervezeti tőke foglalja magában például az adminisztratív műveleteket, a vállalati kultúrát és a stratégiai szövetségeket. A technológiai tőke a termék és a termelési folyamatok innovációjához kapcsolódó tudást tartalmazza. A kapcsolati tőke pedig a piaci tényezőkből – úgymint a hírnév, a márkanev, a fogyasztói hűség – származó lehetőséget jelenti (Heiens – Leach – McGrath, 2007).

Erőforrás-alapú megközelítést alkalmaz Wyatt (2008) is a testetlen eszközök csoportosításához. A testetlen eszközök hat kategóriáját határozza meg, és ezeket három vállalati erőforrástípusba sorolja:

- technológiai erőforrások,
  1. K+F kiadások és a kapcsolódó szellemi tulajdon,
- humán erőforrások,
  2. humán tőke,
- termelési erőforrások,
  3. reklám, márkák és a kapcsolódó szellemi tulajdon,
  4. vásárlói hűség,
  5. versenyelőny,
  6. goodwill.

Ez a hat kategória átfedi, és nem pedig kizárja egymást (Wyatt, 2008). A *testetlen eszközök erőforrás-típusú rendszerezése hatékony lehet a vállalat erősségeinek és gyengeségeinek feltárása, a vállalati folyamatok szervezése és a piaci stratégia kialakítása szempontjából is. Könnyen átláthatóvá teszi, hogy a vállalat*

*milyen vagyonelemekre támaszkodhat, illetve, hogy a vállalatnak milyen eszközökre érdemes alapoznia versenyelőnyét.*

A vállalatok mintegy két évtized óta egyre nagyobb mértékben építik működésüket a testetlen tőkére, a hagyományos dologi eszközök pedig mind kevesebb szerephez jutnak (Danthine – Jin, 2007). Ennek során *a testetlen eszközök, valamint azok integrációi napjainkra a vállalati növekedés és a versenyképesség kulcsfontosságú tényezőivé váltak* (Olsen – Halliwell, 2007). Azok a vállalatok képesek a legmagasabb értéket létrehozni érdekhordozók számára, amelyek eredményesen tudják a testetlen eszközök egymáshoz kapcsolódását megteremteni az üzleti folyamatok kialakítása során (Walters – Halliday, 2005). A testetlen eszközök vállalati működésre és teljesítményre gyakorolt szignifikáns hatásának következményeként a pénzügyi piacokon *a befektetők értékelése során is lényegesen nagyobb súlya lett a testetlen vagyonnak, mint a dologinak*. Meglátásom szerint *a testetlen eszközök vállalatspecifikus, egyedi jellege az, amelyre a vállalatok alapozzák vagy alapozhatják a stratégiáikat és piaci sikerüket*. A testetlen vagyon létrehozásához azonban beruházásra van szükség.

Annak ellenére, hogy a versenyelőny mind nagyobb mértékben tudható be a testetlen eszközök fejlesztésének és integrációjának, kevés vállalat ismeri csak valóban el e speciális eszközök meghatározó szerepét. Ez pedig nem az optimális stratégia megalkotásához vezet (Heberden, 2006). Heberden (2006) felhívja a figyelmet arra, hogy *nagyon lényeges felismerni a testetlen eszközök értékláncban való kulcsfontosságú és összetett pozícióját*. A testetlen eszközök értékláncban való szerepének világossá tétele elősegíti egy jobb vállalati stratégia megalkotását és a testetlen eszközök eredményesebb, hatékonyabb menedzselését. Véleményem szerint a porteri értékláncot tekintve tulajdonképpen bármely elsődleges és támogató tevékenységnek képezheti alapját vagy meghatározó elemét egy, vagy akár több testetlen eszköz. Ehhez kapcsolódóan a Porter (2006) által meghatározott általános versenystratégiák közül a *termékmegkülönböztetésnek* van relevanciája a működésüket testetlen eszközökre alapozó vállalatok esetében. A termékmegkülönböztetés számos lehetőséget rejt magában, főbb formái, mint a márkaépítés, a K+F eredményeképpen létrejövő technológia, vagy a rugalmas ellátási lánc középpontjában azonban a testetlen eszközök állnak. Ezek egyedivé alakításával képes a vállalat kitűnni versenytársai közül; amelynek következményeképpen a tőzsdei befektetők is magasán értékelik a vállalat részvényeit. Porter (2006) kiemeli továbbá, hogy célszerű a vállalatnak több tényező

alapján is megkülönböztetnie magát. Azon vállalatok esetében, ahol a működésben meghatározó szerepe van a testetlen eszközöknek, gyakran meg is figyelhető az egyedi jellegű testetlen eszközök egymáshoz kapcsolódása. Például a K+F eredményeképpen létrejövő termékinnováció piacra vitele során fontos szerepe van a márkának is.

## A testetlen eszközök sajátos jellemzői

*A testetlen eszközök számos olyan tulajdonsággal rendelkeznek, amelyek megkülönböztetik őket a dologi eszközöktől, és így azoktól eltérő döntéshozatalt, menedzselést és értékelést kívánnak meg.* Másrészt a testetlen eszközöknek olyan sajátosságaik vannak, amelyeket a vállalati döntéshozóknak fontos figyelembe venniük a stratégiaalkotás során. Az alábbiakban a testetlen eszközök meghatározó tulajdonságait tekintem át.

A testetlen eszközök többnyire a *tudás és az információ* köré összpontosulnak (Heiens – Leach – McGrath, 2007). Úgy vélem, minthogy ebből következően *spill-over hatásuk van*, igen nehezen ragadhatók meg ezek az eszközök, vagyis *nehezen határozható meg közvetlenül a vállalati tevékenységekre és teljesítményre gyakorolt befolyásuk*. Nehéz megbecsülni például, hogy egy, az ügyfelek körében végzett megkérdezéses vizsgálat eredményeképpen rendelkezésre álló információk, amelyek nagy segítséget nyújthatnak az új termék fejlesztése, valamint a márka menedzselése és promóciótervezése során, mennyiben befolyásolják a jövőbeni hozamok alakulását. Basu – Waymire (2008) hasonlóképpen ötleteket és tudást ért testetlen javakon, és kiemeli, hogy általában *egyediek*. Meglátásom szerint a testetlen eszközök létrehozásához szükséges ötletek és tudás, valamint azok sajátos jellemzői között közvetlen kapcsolat van. Egy a versenytársakétól könnyen megkülönböztethető, nagyban eltérő, feltűnő és hatékony reklámnak például valamilyen különleges ötletre kell alapulnia, az információtechnológiai és a biotechnológiai innovációk létrehozásához magas szakmai tudásra és jó problémafelismerő képességre van szükség, versenyelőny pedig csak akkor érhető el és tartható fenn, ha a vállalat valamifajta egyedülálló előnyt, értéket tud nyújtani fogyasztói számára – azonban ennek megvalósításához is hozzáértésre, jó elgondolásokra van szükség. Danthine – Jin (2007) is *vállalatspecifikusnak* tartja a beruházás eredményeképpen létrejövő testetlen vagyont. Basu – Waymire (2008) ehhez kapcsolódóan továbbá rámutat arra, hogy a testetlen eszközök jelentősége a vállalat számára az, hogy vagyont képezzenek korábban ismeretlen lehetőségek feltárásával, *az ötleteken, tudáson alapuló testetlen eszközök értékes javakká, szolgáltatá-*

sokká konvertálhatók közvetlenül vagy közvetve. Ennek egyik legjobb példája, hogy a humán tőkét felhasználó kutatás-fejlesztés eredményeképpen termék- vagy technológiai innováció jöhet létre. A testetlen javak továbbá Danthine – Jin (2007) szerint nincsenek kereskedelmi forgalomban és nem tulajdoníthatók el; ez véleményem szerint nem minden eszközre érvényes, minthogy például a márkák adásvétel tárgyát képezhetik, és a disztribúciós jogok, valamint a magas szaktudással rendelkezők, de a vállalaton kívül dolgozó szakemberek is megszerezhetők.

A testetlen tőke dologi eszközöktől *eltérő jellegű akkumulációjára* hívja fel a figyelmet Danthine – Jin (2007). Amíg a dologi vagyon felhalmozása eszközről eszközre történik a beruházási költségek felmerülésével, addig a testetlen tőke egy olyan folyamat eredménye, amelynek során *rendkívüli áttörések* lehetnek, ez pedig az értékében gyors növekedéshez vezethet – főként, ha a K+F-et tekintjük. Fontos dologra mutat rá a szerzőpáros, én azonban más szempontból tartom sajátosnak a testetlen tőke akkumulációját. A *beruházások eredményeképpen létrejövő testetlen eszközök adott időpontbeli értékét nagymértékben meghatározzák az időpont előtti, a testetlen eszköz létrehozásához, menedzseléséhez kapcsolódó folyamatok, illetve azok eredménye; és ez számottevő hatást gyakorol az érdekhordozók döntéseire*. A márkák esetében például mind a fogyasztói megítélést, mind a befektetői értékelést jelentősen befolyásolja a márka eddigi „élete”, a fejlődési irányvonal, az imázs, a közvetített értékek, a minőség. A humán tőke értéke az elsajátított tudáson, a fejlesztett képességeken, a megszerzett tapasztalatokon, a motiváción, a teammunkában való együttműködési készségen alapul. A legjobb példa azonban a vállalati hírnév, amely a vállalat eddigi működésén, tevékenységein nyugszik. Így tehát amíg a dologi eszközöknél, mint a gépek, berendezések, nyersanyagok, földterület, rendszerint az adott időpontbeli állapot vagy érték határozza meg a velük kapcsolatos döntést, a testetlen eszközöknél a hozzájuk kapcsolódó múltbeli tevékenységeknek, illetve azok eredményének is releváns hatása van. *A testetlen vagyon felhalmozása azonban nem feltétlenül jelent mindig bővülést, vagyis értéknövekedési folyamatot*. Gondoljuk arra, hogy a fogyasztók termékekkel való elégedettsége, a márkák pénzügyi értéke, a stratégiai szövetségek érvényesülése vagy a vállalati hírnév nem mindig emelkedik, erősödik, hanem egy-egy helytelen vállalati döntés vagy a versenytársak sikeres lépései következtében viszonylag rövid időn belül csökkenhet. A vállalaton belüli, alkalmazottak közötti konfliktusok vagy egy-egy nagy tudású és elhivatott szakember vállalattól való távozása is negatív

van hat. Fontos kiemelni azt is, hogy *egy-egy testetlen eszköz értéke nagyon gyorsan változhat különböző vállalati döntések és piaci mozgások eredményeképpen*, a dologi eszközök értéke ezzel szemben hosszú távon is csak relatíve kismértékben, és ami ennél sokkal fontosabb, hogy jól előre jelezhető módon módosul (ha csak valamilyen rendkívüli esemény be nem következik), és esetükben alapvetően a fizikai állapotuk, illetve az amortizáció mértéke határozza meg az értéküket.

*A testetlen eszközökbe történő beruházásokat a heterogenitás és a standardizáltság hiánya jellemzi*. Ez mind az input, mind az output oldalra érvényes. Amíg a gépek, berendezések működtetéséhez szükséges input-igények és ráfordítások viszonylag jól előre jelezhetőek és kalkulálhatók, addig a testetlen eszközök esetében sokkal nagyobb a bizonytalanság. A K+F esetében nagyon sok előre nem látható dolog van, amelynek következtében szükség lehet e tevékenységekre fordított összeg növelésére, a reklám- és márkaberuházásokra jelentős hatással van a vállalat pénzügyi helyzete és a piaci verseny, a vállalaton kívülről vásárolt testetlen javak (pl. tanácsadás) ellenértéke pedig általában igen széles intervallumban mozoghat. Tekintve a másik oldalt, a testetlen eszközökbe történő beruházások outputja nehezen kontrollálható és nehezen határozható meg előre (Wyatt, 2008 hiv. Webster, 1999), ennek egyik legjobb példája az ügyfél-elégedettség – nagyon bizonytalan az, hogyan fogadják a potenciális fogyasztók az újonnan kifejlesztett terméket vagy márkát. A testetlen eszközökkel kapcsolatos ráfordítások tehát kevésbé biztosak a dologi eszközökhöz képest. A testetlen eszközökbe irányuló beruházások ugyanakkor segítenek megkülönböztetni a vállalat értékkeremtő folyamatait a rutinműveletektől. Ez egyúttal azt is jelenti, hogy *a testetlen eszközöket a versenytársak nehezen tudják másolni*, valamint hogy a testetlen eszközökkel csökkenthető a vállalati működésre hatást gyakorló ellenőrizhetetlen tényezők száma (Wyatt, 2008 hiv. Webster, 1999).

A dologi eszközökhöz viszonyítva *jelentősen nagyobb a bizonytalanság a várható jövőbeni hozam generálásának időtartamát és nagyságát tekintve* a testetlen eszközök esetében (Choi – Kwon – Lobo, 2000). Amíg viszonylag jól megbecsülhető, hogy egy termelőeszköz hány évig működtethető, vagy hány termék előállítására lesz alkalmas, addig lényegesen nehezebb meghatározni azt, hogy például a fogyasztók meddig maradnak majd hűségesekek egy márkához, a beszállítói kapcsolatok meddig lesznek fenntarthatók, vagy egy reklámkampány milyen hosszú ideig és mekkora többelthozamot képes generálni. Kumar (2005) kiemeli, hogy míg a testetlen eszközök hozamrátajának szórá-

sa viszonylag kicsi lehet, addig értékének szórása igen nagy. A dologi eszközökhöz képest *nehezebb mérni* a testetlen eszközöket, minthogy ez utóbbiak értékének becslése attól függ, hogy mekkora vagyoni értéket hoznak létre a vállalat számára (Bond et al., 2000). A testetlen eszközök értékelése bonyolult és bizonytalanságot magában rejtő folyamat (Foster – Fletcher – Stout, 2003). Az is gátolja a pontos értékelést, hogy a testetlen eszközök rendszerint közvetve, egy dologi eszközön keresztül, vagy egy másik testetlen eszközzel együtt generálnak hozamot (Basu – Waymire, 2008). Az elsőre jó példa a márkának a termékhez való kapcsolódása, a másodikra pedig a humán tőkének és a K+F-nek az összefüggése.

### A testetlen eszközök értéke és a vállalat piaci értékére gyakorolt hatása

A befektetők számára kevés hasznos információt nyújt a mérleg a testetlen eszközökről. *A testetlen eszközökbe történő beruházást költségként könyvelik el*, a reklámot például értékesítési költségnek, a tréninget pedig adminisztratív költségnek (Danthine – Jin, 2007). *A testetlen eszköz-ráfordítások azonban többnyire beruházások, minthogy a jövőbeli hozamgenerálás érdekében keletkeznek*, a K+F beruházások például közvetlenül az innováció létrehozásához kapcsolódnak, a reklámok pedig a piaci részesedés növeléséhez (Wyatt, 2008). A nemzetközi számviteli standardok csak a megvásárolt testetlen eszközök mérlegbe való rögzítését teszik lehetővé, az adott vállalat által kifejlesztetteket viszont nem engedik meg (Foster – Fletcher – Stout, 2003). Roberts (2001) szerint ez a legfőbb oka annak, hogy a mérlegek nem tükrözik a valódi értéket. Egyes szakemberek szerint viszont a vállalatban belül kifejlesztett testetlen eszközöket is meg kellene jeleníteni fair piaci értéken a mérlegben, ugyanúgy, ahogy a vállalatban kívülről megszerzetteket (Foster – Fletcher – Stout, 2003). Choi – Kwon – Lobo (2000) vizsgálatának eredményei rámutatnak arra, hogy a piac pozitívan értékeli a beszámolóban szereplő testetlen eszközöket.

A vállalatok testetlen eszközökbe történő beruházásának nagysága többféleképpen becsülhető. Nakamura (2001) három különböző aspektust használ. Az egyik mód számviteli megközelítésű, a K+F-be, a márkafejlesztésbe, a szoftverbe és a többi testetlen eszközbe történő beruházások elszámolását veszi alapul. A másik mód a „kreatív dolgozóknak”, vagyis a testetlen eszközöket létrehozóknak kifizetett bérék, fizetések kalkulálása. Egy harmadik lehetőség pedig a vállalatok működési árérében bekövetkező változások vizsgálata; Nakamura (2001) szerint a bruttó árérés növekedése

elsősorban a testetlen eszközökből származó értéktéremtésnek tudható be, például az internetalapú ellátási láncok költségmegtakarításainak. Ez a háromféle megközelítés azonban kissé eltérő eredményeket ad (Lev, 2003).

A testetlen eszközök összértékét, vagy másképpen a vállalat eszmei értékét gyakran a vállalat teljes piaci értéke és a dologi eszközök értéke közti különbséggént határozzák meg. A testetlen eszközök értékének így módon történő megállapítása azt feltételezi, hogy a dologi eszközök által termelt hozam egyenlő a tőkekölséggel. A tőkekölséget meghaladó bármekkora mértékű hozam pedig a testetlen eszközök által generált hozam (Salines, 2009). Az egyes testetlen eszközök egyenkénti értékelése is szükségessé válhat valamilyen technikai vagy kereskedelmi célból. Gyakran azonban nehéz azonosítani a vállalat által birtokolt vagy megszerzett testetlen vagyont (Olsen – Halliwell, 2007). Ennek oka az, hogy sokszor nehezen elkülöníthetők a vállalat más eszközeitől, vagy időnként nehezen felismerhetők, mert szorosan hozzákapszolódnak egyes üzleti folyamatokhoz. Ebből következően viszont *az értékelés folyamata számottevő bizonytalanságot foglal magában*.

A testetlen eszközök közül a márkák kapják a legnagyobb figyelmet az értékelés szempontjából, a fogyasztói és a pénzügyi értékeléssel egyaránt foglalkoznak. A márkaértékelés pénzügyi módszerei között megtalálhatók (teljesen) objektív alapokon nyugvó, racionális technikák és a fogyasztói értékítéletet magukban foglaló eljárások is, minden esetben azonban az értékelés céljának legmegfelelőbb módszert kell választani (Kovács, 2008). A pénzügyi értékelési technikákat rendszerint négy nagy kategóriába sorolják: költségalapú, piaci alapú, jövedelemalapú és szabályszerű megközelítések (Cravens – Guilding, 1999). Fernández (2002) kiemeli, hogy a márkaértékelés folyamata segít a márka értékét befolyásoló tényezők felismerésében és meghatározásában, valamint bővíti a márkáról a vállalat rendelkezésére álló információkat.

Bármely testetlen eszköz értékelése során Olsen – Halliwell (2007) szerint két dologra fontos figyelni. Az egyik az, hogy *egy testetlen eszköz értékelésekor többféle megközelítést célszerű alkalmazni*. A testetlen eszközök értékelési folyamata ugyanis szubjektivitást rejt magában, ez azonban különböző módszerek használatával kiküszöbölhető és egy hiteles érték megállapításához vezethet. Egy általam végzett empirikus márkaelemzés során összehasonlítottam a legkonzervatívabb és az egyik legkifinomultabb pénzügyi márkaértékelési módszert, hogy rávilágítsak a különböző technikák alapján történő kalkulációkban lévő eltérésekre. Vizsgálatom fő konklúziója, hogy a költségalapú és az

Interbrand értékelési módszerek nagyon eltérő eredményeket adhatnak (Kovács *megjelenés alatt*). Másrészt az is releváns Olsen – Halliwell (2007) alapján, hogy szükséges felismerni azokat a tényezőket, amelyek hatást gyakorolhatnak a testetlen eszközök értékére, ilyen komponensek lehetnek például a tőkével kapcsolatos költségek, a funkcionális és a gazdasági avulás, a termékértékesítési ciklus vagy a szinergialehetőségek is.

A testetlen eszközök értékelésével kapcsolatban Kumar (2005: p. 78.) végül egy „ördögi körre” hívja fel a figyelmet: „A testetlen eszközökkel kapcsolatos információk nincsenek feltárva, minthogy a testetlen eszközök fair értékei nem határozhatók meg anélkül, és a testetlen eszközök fair értékei nem határozhatók meg anélkül, hogy ne készítenénk gazdasági kutatást a dologi és testetlen inputokkal történő dinamikus termelési struktúráról. Ilyen gazdasági kutatás viszont nem történhet, mert a szükséges információkat nem tartalmazza a pénzügyi kimutatás.”

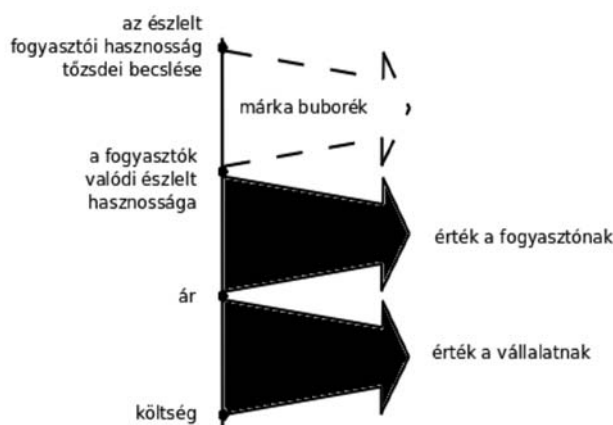
A könyv szerinti vagy benső érték és a piaci érték kapcsolatát és eltérését vizsgáló elméletek egy csoportja szerint a testetlen eszközöknek van releváns hatása a két érték közti különbségre. Ez a – befektetői várakozásokat és piaci mechanizmusokat középpontba állító nézeteknél újabb – megközelítésmód azon alapul, hogy a vállalatok piaci értéke azért jelentősen magasabb, vagy gyakran többszöröse is a könyv szerinti vagy benső értéknek, mert a – mérlegben általában nem rögzített, vagy nem megfelelő értékkel szereplő – testetlen eszközök mind nagyobb mértékben befolyásolják a vállalatok működését, pénzügyi teljesítményét és versenyképességét; és ez számottevően megemelte értéküket. A dologi eszközök ezzel egyidejűleg egyre kisebb arányát adják a vállalatok teljes piaci értékének.

A testetlen eszközök közül kiemelt jelentősége van a márkáknak. Több kutatás rámutat arra, hogy a márkák a vállalatok legértékesebb eszközei (Gerzema – Lebar, 2008; Gerzema et al., 2007; Raggio – Leone, 2009) és egyben a vállalati eszközök közül a legkevésbé ingadozó értékforrások is (Best Global Brands 2008; 2009). A márkák piaci értékének növekedése és a befektetők irracionális márkatulértékelése kapcsán Gerzema – Lebar (2008) felhívja a figyelmet a márkabuborék létrejöttére (1. ábra). Arról van szó, hogy a tőkepiac magasabbra értékeli a márkákat, mint azok a fogyasztók, akik megvásárolják őket, és ennek következtében a márkák tartósan emelkedő befektetői értékelése márkabuborékot hoz létre. A fogyasztó számára az észlelt hasznosság és az ár közötti különbség teremt értéket. A tőkepiacok azonban márkák ezreit olyan magasra értékelik (fenntarthatatlan szintekre), hogy a nekik betudható jövedelempotenciál nagymértékben meghaladja a fogyasztók számára nyújtott

értéküket; ennek eredményeképpen pedig márkabuborék jön létre. Tovább fokozza e hatást, hogy amíg a tőkepiacok a márkákat egyre magasabbra értékelik, addig a fogyasztók márkákkal szembeni attitűdje lényegesen romlik. Empirikus vizsgálatok támasztják alá, hogy a fogyasztók márkatudatossága, márkáértékelése, márkaminőség-észlelése és márkák iránti bizalma jelentősen csökken. Ez az anomália, vagyis az érdekhordozók két nagy csoportjának értékelése között növekvő rés a márkabuborék kipukkadásához vezethet.

1. ábra

### A márkabuborék lényege



Forrás: Gerzema – Lebar (2008: 7. o.)

A testetlen eszközöknek a vállalat piaci értékére gyakorolt hatását számos kutató vizsgálta. Hirschey (1982) eredményei azt mutatják, hogy pozitív, szignifikáns hatása van a reklám és K+F ráfordításoknak a piaci értékre. Joshi – Hanssens (2010) vizsgálatai szerint is összefüggésben állnak egymással a reklámráfordítások és a vállalat piaci értéke. Amir – Harris – Venuti (1993), Chauvin – Hirschey (1994) és McCarthy – Schneider (1995) a goodwill és a vállalat piaci értéke között talált pozitív, szignifikáns kapcsolatot. A márkáérték, az ügyfél-elégedettség mértéke és a K+F beruházás is jelentős hatással van a vállalat piaci értékére (Srinivasan – Hanssens, 2009; Gupta – Zeithaml, 2006; Barth et al., 1998). Mindez azt jelenti tehát, hogy ha a vállalatok jelentős összegeket fordítanak K+F-re, reklámra, jó a vállalat hírneve, magas a márká fogyasztói és/vagy pénzügyi értéke, akkor a befektetők hajlandók viszonylag magas árat fizetni a vállalati részvényekért. Az erős márkákkal továbbá nemcsak magasabb részvényhozam érhető el, de alacsonyabb kockázat is (Madden – Fehle – Fournier, 2006). Aksoy et al. (2008) kutatási eredményei arra mutatnak rá, hogy a részvényesi értéket létrehozó ügyfél-elégedettséget a tőzsde kezdetben alulértékeli, hosszú távon viszont alkalmazkodik a piac a pozitív

információkhoz. Yeung – Ennew (2000) kutatása szerint az ügyfél-elégedettségnek szignifikáns hatása van a részvények árára, a részvényhozamokat viszont nem feltétlenül befolyásolja. A szerzőpáros ezt azzal indokolja, hogy az ügyfél-elégedettség fontos szerepet játszik a befektetői döntésekben – minthogy jelentősen befolyásolja egy vállalat pénzügyi teljesítményét, és így a részvényárakban is tükröződik a hatása, a részvényhozam viszont egy olyan összetett mutató, amelynél a múltbeli tényezők relevánsabbak. Empirikus kutatások igazolták továbbá azt is, hogy a befektetők a részvény értékelésekor figyelembe veszik a márkák fogyasztói és/vagy pénzügyi értékét is (Srinivasan – Hanssens, 2009). A márkák fogyasztói megítélésére a befektetők – expliciten vagy impliciten – nagyon érzékenyek, és az ezzel kapcsolatos információkat felhasználják a vállalatok várható jövőbeli profitabilitásának becslésekor.

Érdekes dologra hívja fel a figyelmet Howrey (2002) száz befektető körében végzett vizsgálata. A megkérdezettek többsége, mintegy 89%-a, a vállalat testetlen eszközeit jelentős tényezőnek tekinti beruházási döntése során. Ennek ellenére csupán egyharmaduk elemzi és értékeli mindig vagy rendszerint formálisan a vállalat testetlen eszközeinek értékét egy potenciális beruházás mérlegelésekor. Úgy gondolom, ez arra mutat rá, hogy *a befektetők fontosnak tartják a testetlen eszközöket a vállalati működés, pénzügyi teljesítmény és versenyképesség szempontjából, az értékelésükhöz azonban nagymértékű szubjektivitás társul*, minthogy általában nem alkalmaznak pénzügyi értékelési módszereket, amelyekkel becsülhető az, hogy az eszköz a jövőben várhatóan mekkora pénzáramot fog generálni, illetve, hogy mekkora a benső vagy piaci értéke. A Deutsche Bank felmérése szerint olyan tényezők akadályozzák a testetlen eszközök értékelési módszereinek alkalmazását, mint például az értékelési módszerek hitelességének hiánya, jártasságában való hiány, a vállalatok által a testetlen vagyon értékelésére alkalmazott módszerek sokfélesége, vagy a testetlen eszközök összehasonlíthatóságának lehetetlensége (Salinas, 2009 hiv. Hofmann, 2005).

Egy kutatás során Bond et al. (2000) azt kívánta feltárni, hogy a részvénytőke árak és a dologi tőkeálmány értéke közti arány növekedése betudható-e a testetlen vagyon profit generálásban való növekvő szerepének. Az elemzés konklúziója, hogy azonosítható ugyan a testetlen beruházások korlátozott szerepe, nem bizonyítható azonban az, hogy ez a tényező önmagában képes magyarázni a vállalatok tőzsdei értékében bekövetkező jelentős növekedést. Az eredmények a részvényárak alakulását illetően jelentős anomáliákra mu-

tatnak rá. A Brand Finance vizsgálata szerint viszont a jelentősebb részvényindexek tőkeértékének 60–75%-át a testetlen eszközök teszik ki (Salinas, 2009: p. 23. hiv. Haigh – Chng, 2005).

A fentiekben már ismertetett Danthine – Jin (2007) akkumulációs nézet alapján a testetlen tőkét nem determinisztikus, hanem sztochasztikus akkumulációs folyamat jellemzi, és ez a szerzőpáros vizsgálatai szerint számottevő mértékben növeli a részvényhozamok és a P/E arány volatilitását. Másrészt pedig *a testetlen eszközök sajátos akkumulációja magyarázatul szolgálhat a részvényhozamokban, a részvényárakban és a vállalati értékekben megfigyelhető jelentős ingadozásokhoz*. A testetlen eszközök felhalmozódásának nyomon követése így rendkívül fontos a részvényhozamok, a vállalatértékelés és a P/E arány vizsgálata szempontjából.

## Összegzés

A testetlen eszközök napjainkra a vállalati működés, pénzügyi teljesítmény és versenyképesség meghatározóivá váltak. A testetlen eszközök legfontosabb jellemzői, hogy valamilyen formában a tudáshoz, az információhoz kapcsolódnak, egyedi, a dologi eszközöktől eltérő a felhalmozódásuk, és hogy nagymértékű a bizonytalanság az általuk várhatóan generált jövőbeni hozam időtartamát és nagyságát tekintve. Mindez a fizikai eszközöktől különböző menedzselést, döntéshozatalt és értékelést tesz szükségessé. Annak ellenére, hogy nehéz meghatározni a testetlen eszközök értékét, az értékláncban való kulcsfontosságú szerepük vitathatatlan, különösen, ha több testetlen vagyoni elem összekapcsolódása valósul meg, ezért is fontos beruházásként tekinteni a testetlen eszközökkel kapcsolatos ráfordításokat. A testetlen eszközöknek szignifikáns hatása van a vállalatok piaci értékére, amely azt tükrözi, hogy a befektetők mindinkább felismerik a vállalati működésben és versenyképességben érvényesülő jelentőségüket. Ennek hatására a vállalatok piaci értékében ma már gyakran a testetlen vagyon aránya a nagyobb.

## Felhasznált irodalom

- Aksoy, L. – Cooil, B. – Groening, C. – Keiningham, T.L. – Yalçın, A. (2008): The Long-Term Stock Market Valuation of Customer Satisfaction. *Journal of Marketing*, Vol. 72, No. 4, p. 105–122.
- Amir, A. – Harris, T.S. – Venuti, E.K. (1993): A Comparison of the Value-Relevance of US versus Non-US GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations. *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, No. 3, p. 230–264.

- Avery, H.G. (1942): Accounting for Intangible Assets. The Accounting Review, Vol. 17, No. 4, p. 354–363.
- Barth, M.E. – Clement, M.B. – Foster, G. – Kasznik, R. (1998): Brand Values and Capital Market Valuation. Review of Accounting Studies, Vol. 3, No. 1–2, p. 41–68.
- Basu, S. – Waymire, G. (2008): Has the Importance of Intangibles Really Grown? And if so, Why? Accounting and Business Research, Vol. 38, No. 3, p. 171–190.
- Best Global Brands 2008 (2009): Creating and Managing Brand Value. Interbrand honlapja [www.interbrand.com](http://www.interbrand.com) Letöltés ideje: 2009. 01. 31.
- Bond, S.R. – Cummins, J.G. – Eberly, J. – Shiller, R.J. (2000): The Stock Market and Investment in the New Economy: Some Tangible Facts and Intangible Fictions. Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 31, No. 1, p. 61–124.
- Chauvin, K.W. – Hirschey, M. (1994): Goodwill, Profitability, and the Market Value of the Firm. Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 13, No. 2, p. 159–180.
- Choi, W.W. – Kwon, S.S. – Lobo, G.J. (2000): Market Valuation of Intangible Assets. Journal of Business Research, Vol. 49, No. 1, p. 35–45.
- Cravens, K.S. – Guilding, C. (1999): Strategic Brand Valuation: A Cross-Functional Perspective. Business Horizons, Vol. 42, No. 4, p. 53–62.
- Danthine, J.-P. – Jin, X. (2007): Intangible Capital, Corporate Valuation and Asset Pricing. Economic Theory, Vol. 32, No. 1, p. 157–177.
- Fernández, E. – Montez, J.M. – Vázquez, C.J. (2000): Typology and Strategic Analysis of Intangible Resources: A Resource-Based Approach. Technovation, Vol. 20, No. 2, p. 81–92.
- Fernández, P. (2002): Valuation of Brands and Intellectual Capital. Research Paper No. 456. University of Navarra, Barcelona. IESE honlapja: [www.iese.edu](http://www.iese.edu) Letöltés ideje: 2007. 03. 03.
- Foster, B.P. – Fletcher, R. – Stout, W.D. (2003): Valuing Intangible Assets. The CPA Journal, Vol. 73, No. 10, p. 50–54.
- Gerzema, J. – Lebar, E. – Sussman, M. – Gaikowski, J. (2007): Energy: Igniting Brands to Drive Enterprise Value. International Journal of Market Research, Vol. 49, No. 1, p. 25–45.
- Gerzema, J. – Lebar, E. (2008): The Brand Bubble: the Looming Crisis in Brand Value and How to Avoid It. Jossey-Bass: A Wiley imprint., San Francisco, CA
- Global Intangible Tracker 2006 (GIT™ 2006): An Annual Review of the World's Intangible Value. Brand Finance honlapja: [www.brandfinance.com](http://www.brandfinance.com) Letöltés ideje: 2007. 02. 20.
- Gupta, S. – Zeithaml, V. (2006): Customer Metrics and Their Impact on Financial Performance. Marketing Science, Vol. 25, No. 6, p. 687–717.
- Haigh, D. (2003): Brand Valuation: What It Means and Why It Matters. In: Brands in the Boardroom. IAM supplement No. 1, p. 18–21. Brand Finance honlapja: [www.brandfinance.com](http://www.brandfinance.com) Letöltés ideje: 2007. 02. 20.
- Haigh, D. – Chng, D. (2005): Singapore Firms' Intangible Assets are Grossly Undervalued: A Study of Intangible Value by Brand Finance. Nanyang Business Review, Vol. 4, No. 1, Brand Finance honlapja: [www.brandfinance.com](http://www.brandfinance.com) Letöltés ideje: 2010. 01. 01.
- Hall, R. (1993): A Framework Linking Intangible Resources and Capabilities to Sustainable Competitive Advantage. Strategic Management Journal, Vol. 14, No. 8, p. 607–618.
- Heberden, T. (2006): Intangible Asset Valuation, Resource Management and Strategic Planning: Leveraging the Value of Intangible Resources. Brand Finance honlapja: [www.brandfinance.com](http://www.brandfinance.com) Letöltés ideje: 2009. 12. 11.
- Heiens, R.A. – Leach, R.T. – McGrath, L.C. (2007): The Contribution of Intangible Assets and Expenditures to Shareholder Value. Journal of Strategic Marketing, Vol. 15, No. 2/3, p. 149–159.
- Hirschey, M. (1982): Intangible Capital Aspects of Advertising and R&D Expenditures. The Journal of Industrial Economics, Vol. 30, No. 4, p. 375–390.
- Hofmann, J. (2005): Value intangibles! Intangible capital can and must be valued – owners and valuers alike will benefit. 19 October 2005, Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main
- Howrey (2002): A Survey of Investor Attitudes on IP. Howrey Europe honlapja: [www.howrey.com](http://www.howrey.com) Letöltés ideje: 2010. 01. 31.
- Joshi, A. – Hanssens, D.M. (2010): The Direct and Indirect Effects of Advertising Spending on Firm Value. Journal of Marketing, Vol. 74, No. 1, p. 20–33.
- Kovács K. (2008): A márkák pénzügyi értékelésének módszerei. Vezetéstudomány, No. 39, No. 3, p. 9–19.
- Kovács K.: A márkák pénzügyi értékelése és a vállalat pénzügyi teljesítményére gyakorolt hatása. Controllingtrendek, megjelenés alatt
- Kumar, T.K. (2005): Disclosure Norms for Intangible Assets: Suggestions for Improving the Valuation of Intangibles. IIMB Management Review, Vol. 17, No. 1, p. 71–78.
- Lev, B. (2003): Remarks on the Measurement, Valuation, and Reporting of Intangible Assets. FRBNY Economic Policy Review, September, p. 17–22.
- Madden, T.J. – Fehle, F. – Fournier, S. (2006): Brands Matter: An Empirical Demonstration of the Creation of Shareholder Value Through Branding. Journal of the Academy of Marketing Science, Vol. 34, No. 2, p. 224–235.
- McCarthy, M.G. – Schneider, D.K. (1995): Market Perception of Goodwill: Some Empirical Evidence. Accounting and Business Research, Vol. 26, No. 1, p. 69–81.
- Nakamura, L. (2001): What is the U.S. Gross Investment in Intangibles? (At Least) One Trillion Dollars a Year! Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper, No. 01–15.
- Olsen, M.G. – Halliwell, M. (2007): Intangible Value: Delineating Between Shades of Gray. Journal of Accountancy, Vol. 203, No. 5, p. 66–72.

- Porter, M.E.* (2006): Versenysztratégia. Akadémiai Kiadó, Budapest
- Raggio, R.D. – Leone, R.P.* (2009): Chasing Brand Value: Fully Leveraging Brand Equity to Maximize Brand Value. *Brand Management*, Vol. 16, No. 4, p. 248–263.
- Roberts* (2001): The Reporting Gap: Earnings and Other Financials No Longer Suffice as Measures of Corporate Health. *Electronic Business*, Vol. 19, No. 3.
- Salines, G.* (2009): The International Brand Valuation Manual: A Complete Overview and Analysis of Brand Valuation Techniques, Methodologies and Applications. Wiley & Sons, Chichester
- Srinivasan, S. – Hanssens, D.M.* (2009): Marketing and Firm Value: Metrics, Methods, Findings, and Future Directions. *Journal of Marketing Research*, Vol. 46, No. 3, p. 293–312.
- Vaughan, J.L.* (1972): Give Intangible Assets Useful Life. *Harvard Business Review*, Vol. 50, No. 5, p. 127–132.
- Walters, D. – Halliday, M.* (2005): Marketing and Financial Management: New Economy – New Interface. Palgrave Macmillan, New York
- Webster, E.* (1999): The Economics of Intangible Investment. Edward Elgar, Cheltenham
- Wilson, R.M.S.* (1986): Accounting for Marketing Assets. *European Journal of Marketing*, Vol. 20, No. 1, p. 51–74.
- Wyatt, A.* (2008): What Financial and Non-Financial Information on Intangibles Is Value-Relevant? A Review of the Evidence. *Accounting and Business Research*, Vol. 38, No. 3, p. 217–256.
- Yeung, M.C.H. – Ennew, C.T.* (2000): From Customer Satisfaction to Profitability. *Journal of Strategic Marketing*, Vol. 8, No. 4, p. 313–326.
- Cikk beérkezett: 2010. 2. hó  
Lektor vélemény alapján véglegesítve: 2010. 3. hó

## E SZÁMUNK SZERZŐI

**Dr. Fülöp Gyula**, egyetemi tanár, Miskolci Egyetem; **Pelczné dr. Gáll Ildikó**, egyetemi docens, Miskolci Tudományegyetem; **Dr. Simon Judit**, egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem; **Dr. Mandják Tibor**, egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem; **Dr. Szalkai Zsuzsanna**, tudományos munkatárs, Budapesti Corvinus Egyetem, egyetemi docens, Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem; **Tóth László**, egyetemi adjunktus, Budapesti Corvinus Egyetem; **Dr. Kovács Kármén**, PhD, egyetemi adjunktus, Pécsi Tudományegyetem; **Bódi-Schubert Anikó**, PhD-hallgató, Budapesti Corvinus Egyetem; **Dr. Dobrai Katalin** PhD, egyetemi docens, Pécsi Tudományegyetem; **Dr. Krisztián Béla**, egyetemi docens, Pécsi Tudományegyetem

## VEZETÉSTUDOMÁNY