

TIRNITZ Tamás

A BÉT-EN JEGYZETT TÁRSASÁGOK ÖNKÉNTES STRATÉGIAI ADATSZOLGÁLTATÁSA

A tőzsdén jegyzett társaságok tulajdonosainak befektetési döntéseikhez szükségük van olyan stratégiai információkra, amelyeket csak magától a cégtől kaphatnak meg. Ez az önkéntes stratégiai adatszolgáltatás több elemből áll. A BÉT-en jegyzett társaságok közül a vizsgált időszakban mindössze három látta el megfelelő minőségű és mennyiségű stratégiai információval meglévő és potenciális tulajdonosait.

Kulcsszavak: tőzsdei társaságok, adatszolgáltatás, beszámoló

A tőzsdére menő társaságok élnek a saját tőke megszerzésének sajátos, csak a tőzsdén elérhető módjával. Egyéb lehetséges okok mellett éppen azért kérik bevezetésüket, mert sok, akár kisebb befektetőtől szeretnének tulajdonosi tőkét bevonni. A saját tőke megszerzésének célja miatt számukra fontosak a tulajdonosok: igyekeznek velük jó kapcsolatot ápolni abból a célból, hogy a meglévő tulajdonosokat megtartsák, illetve újakat tudjanak megnyerni. A jegyzett társaságok céljai között ezért előkelő helyet foglal el a tulajdonosi elvárásoknak való megfelelés¹, amelynek kiemelt része a tulajdonosok számára történő értékteremtés.

A tőzsdén jegyzett társaságok esetében emiatt jellemzően elválnak egymástól a tulajdonosok és a vezetők. Közöttük ügynök-megbízó viszony áll fenn, ami azt jelenti, hogy a tulajdonosok nincsenek tisztában azal, hogy mi történik a vállalatban, milyen eredményeket érnek ott el, s történik-e egyáltalán értékteremtés^{2,3}. Ezekre a kérdésekre a kötelezően közzéteendő számviteli beszámoló (a mérleg, az eredménykimutatás, a kiegészítő melléklet) és a tőzsdei jelentések nem, vagy csak nagyon korlátozottan adnak választ. Miközben a vállalatvezetők – elsősorban a vállalatban belül működő controllingrendszernek köszönhetően – tisztában vannak ezekkel a tényekkel.

Mivel a tőzsdei cégeknek érdeke, hogy feloldják a vállalat(vezetés) és a tulajdonosok közötti információs aszimmetriát, ezért többletinformációkat hoznak nyil-

vánosságra. Ezt az önkéntes, a kötelező beszámolókon és jelentéseken túlmenő információszolgáltatást értékorientált kiegészítő beszámolásnak – eredeti nevén: value reporting-nak – nevezzük⁴.

A következőkben bemutatom az értékorientált kiegészítő beszámolást, s kiemelten foglalkozom annak a stratégiai előnyöket bemutató részével. Ez írja le ugyanis a címben szereplő önkéntes stratégiai adatszolgáltatást. Majd pedig bemutatom a BÉT-en jegyzett társaságok körében elvégzett empirikus kutatás eredményeit. A teljes körű adatfelvétel 2005 augusztusára vonatkozik, és kiterjed az önkéntes adatszolgáltatás két legfontosabb csatornájára: a társaságok honlapjára, valamint a tőzsdei (féléves és éves) jelentésre. A bemutatott kutatási eredményeim alapján – meglévő vagy potenciális részvényesként – nem lehetünk elégedettek a BÉT-en jegyzett társaságok önkéntes stratégiai adatszolgáltatásával.

Értékorientált stratégiai beszámolás

Az értékorientált kiegészítő beszámolás feladata, hogy csökkentse, sőt ideális esetben megszüntesse a vállalatban belül dolgozó vezetők és az azon kívül lévő tulajdonosok⁵ közötti eltérő informáltságot. Ennek érdekében a társaságnak a kötelező adatközlésen túl is releváns információkkal kell ellátnia minden jelenlegi és lehetséges, jövőbeli tulajdonost. Ezen önkéntes informá-

Az értékorientált kiegészítő beszámolás elemei

Önkéntes adatszolgáltatás területei	Rövid leírás
Tulajdonosi megtérülés	Az elmúlt időszakban a tulajdonos számára megtermelt hozam bemutatása (beleértve az osztalékot és az árfolyam-emelkedést; kiegészítve relatív értékeléssel).
Értékteremtés	A (tulajdonosi) értékteremtést mérő mutatószám és alkotóelemei értékének számszerűsítése. Az értékorientált mutató felhasználása a teljesítményarányos javadalmazásban.
Stratégiai előnyök	A jövőbeli cash flow-k (és így a jövőbeli értékteremtés) megbecslését segítő, illetve alátámasztó információk. A versenyelőnyök és forrásainak bemutatása. Nem tárgyiasult erőforrások elemzése.

(Forrás: Fischer – Wenzel – Kühn, 2001: 1209–1211. o.)

cióközlés tartalmát többféleképpen definiálják a szerzők⁶. Mindegyik szerzőnél elvárásaként szerepel, hogy a társaságnak adatot kell közölnie a jövőben tervezett pályájáról: például stratégiájáról, versenyelőnyéről stb. Az egyes forrásokban tételesen megnevezett adatközlési elvárások azonban nem esnek egybe, ezért kutatásomhoz választanom kellett a modellek közül.

Az empirikus kutatás megalapozásához az értékorientált kiegészítő beszámolás egy gyakran használt modelljét vettem alapul. Eszerint a vállalatoktól a következő három területen kell, illetve célszerű önkéntesen többletadatot szolgáltatniuk a tulajdonosok információs aszimmetriájának csökkentése, illetve megszüntetése érdekében (1. táblázat).

A fenti három terület közül számunkra most a stratégiai előnyök bemutatása emelendő ki, amelynek megkülönböztető sajátossága a jövőorientáltság. Az ebbe a körbe tartozó információk mindegyike tehát a jövőre vonatkozik. Funkciójuk pedig az, hogy egyfelől alátámasztják, a külső szemlélő számára elfogadhatóvá tegyék a vállalat által bemutatott stratégiát, tervszámokat és várt teljesítményt (beleértve az értékteremtést), másfelől – ha a cég nem tesz közzé konkrét tervszámokat – lehetővé tegyék a tulajdonosok számára, hogy saját maguk készítsenek előrejelzéseket a vállalkozás működésének és teljesítményének várható irányára és/vagy nagyságára vonatkozóan⁷. A jövőbeli üzletmenet és eredmény bemutatása nem öncélú, hanem azért érdekes, mert ez alapján lehet előre jelezni a tulajdonosokat elsődlegesen érdeklő adatot, a vállalat jövőbeli értékteremtését. A várható értékteremtés pedig befolyásolja a meglévő és potenciális tulajdonosok befektetési döntéseit.

A jövőre vonatkozó információk szükségszerűen bizonytalanok, sőt akár manipulálhatóak is. Ezért az önkéntes adatszolgáltatásnak több szempontúnak kell lennie, vagyis a jövőbeli értékteremtést különböző nézőpontokból kell bemutatnia. Az információk előállításával járó költségek, továbbá a címzettek korlátozott információfeldolgozó képessége miatt azonban határt

kell szabni az önkéntes stratégiai adatszolgáltatásnak. A stratégiai előnyökről szóló beszámolás összetevőit ezért a 2. táblázatban láthatóan tagolja a kiválasztott modell.

Mindezen a kötelező számviteli beszámolóhoz képest önkéntes és kiegészítő információknak az tehát a feladatuk, hogy több oldalról „körüljárják” a vállalat várható jövőbeli működését, eredményességének és hatékonyságának, valamint az ebből fakadó (tulajdonosi) értékteremtésnek az alakulását. A fenti elemeknek összességükben, azaz mozaikként összerakva kell előrevetíteniük a várható jövő egyfajta képét.

A stratégiai előnyök bemutatásának négyes felbontása jelenti a kötelező „kürt”, miközben az egyes alábontások részletezése (vagyis a 2. táblázat harmadik oszlopa) inkább példákat, választható elemeket tartalmaz, de semmiképpen nem elvárás, hogy minden vállalat minden egyes, itt említett adatot és jellemzőt megadjon. Így például nem minden cégnél releváns a nem tárgyiasult erőforrások valamennyi eleme, márpedig a tulajdonosok számára csak azokról kell beszámolni, amelyek valóban érdemi információt adnak a cég várható jövőjéről. Másfelől a táblázatban szereplő adatok – szükség esetén – kiegészíthetők. A stratégiai célkitűzések mellett fontos lehet a befektetők számára például a stratégiát előkészítő SWOT-elemzés, vagy a stratégiai célokat rendszerbe foglaló, s így egymást erősítő hatásukat érzékeltető stratégiai térkép.

Az értékorientált kiegészítő beszámolásról és ezen belül a stratégiai előnyök bemutatásáról eddig leírtak általában vonatkoznak mindazon szervezetre, ahol a tulajdonosok és a vezetők között áthidalandó információs aszimmetria feltételezhető. Az itt bemutatandó empirikus kutatás kizárólag tőzsdén jegyzett társaságokat vizsgál, amelyeknek a tőzsdei szabályozás miatt kibővített adatközlési kötelezettségük van. Ezért a 2. táblázat elemei közül néhány tétel esetükben nem (vagy csak az alább közölt megszorításokkal) tekinthető önkéntes adatszolgáltatásnak.

2. táblázat

A stratégiai előnyök bemutatásának javasolt tartalmi elemei

Stratégiai előnyök bemutatása	Jövőorientált információk	• A vállalat alapvető képességei
		• Vállalati stratégiai célkitűzések
		• Vállalat jövőbeli helyzetének és eredményeinek előrejelzése
		• Az egyes vállalati célkitűzésekhez kapcsolódó konkrét tervszámok
		• Kockázatkezelő rendszer
	Vállalati háttérre vonatkozó információk	• A vállalat leíró bemutatása
		• Székhely
		• Igazgatósági és felügyelőbizottsági tagok felsorolása (életrajzzal)
		• Tulajdonosi szerkezet bemutatása
	Nem tárgyiasult erőforrások (érdekeltekre vonatkozó információk)	• Tulajdonosok név szerinti felsorolása
		• Innovációs tőke (például szabadalmak és licenck, kutatási és fejlesztési eredmények, új termékek részesedése az árbevételből)
		• Humán tőke (például tudásmenedzsment, képzések)
		• Vevői tőke (például vevők jellemzése, vevői elégedettség, ágazaton belüli helyzet)
		• Beszállítói tőke (például beszállítók szerkezete, beszerzés területén elért megakarítások)
		• Folyamatőke (például információs és kommunikációs hálózatok)
Kiegészítő információk	• Elhelyezkedési tőke (például telephelyi szerkezetből fakadó előnyök)	
	• Rendszertelen beszámolók	
	• Sajtóközlemények	
	• Aktualitások	
	• Elemzői értékelések	
	• Elemzői várakozások a vállalkozás helyzetének és eredményének jövőbeli alakulására vonatkozóan	
	• Elemzőktől származó, becslésen alapuló EPS-előrejelzések	

(Forrás: Fischer – Wenzel, 2002: 329. o. alapján)⁸

A tőzsdén jegyzett társaságok önkéntes stratégiai adatszolgáltatásának sajátosságai

A 2. táblázatban felsorolt beszámolási elemek némelyike mindenki számára hozzáférhető, ezért azokat a társaságok nem önkéntesen szolgáltatják. Emiatt fontos áttekinteni, hogy a választott modellnek a stratégiai előnyöket bemutató elemeiből mely információk tekinthetők önkéntes stratégiai adatszolgáltatásnak:

- A jövőorientált információk mindegyike önkéntes adatközlést jelent.
- A vállalati háttérre vonatkozó adatok a tőzsdei jelentések kötelező elemeit jelentik⁹, egyetlen kivétel ez alól az igazgatósági és felügyelőbizottsági tagok életrajzáinak ismertetése, így csak ez utóbbi tekinthető önkéntes adatszolgáltatásnak.
- A nem tárgyiasult erőforrások bemutatása kapcsán nincs semmilyen sajátos vonása a tőzsdén jegyzett társaságoknak.

- A kiegészítő információk közül a rendszertelen beszámolók, a sajtóközlemények és az elemzői értékelések, várakozások és előrejelzések számítanak nyilvánosan hozzáférhető információnak. Ezért az önkéntes adatszolgáltatás itt két elemre terjedhet ki: az újdonságok ismertetésére (például a fordulónapot követő események bemutatására) és a céggel foglalkozó elemzők felsorolására (vagy esetleg maguknak az elemzéseknek a hozzáférhetővé tételére).

Az elvégzett empirikus kutatás rövid bemutatása

A doktori disszertációmot megalapozó kutatásom keretében foglalkoztam a Budapesti Értéktőzsdén jegyzett vállalatok értékorientált önkéntes adatszolgáltatásával. Ennek részeként vizsgáltam a stratégiai előnyök bemutatását. A kutatás alapvetően feltáró jellegű volt. Ehhez

igazodott a kutatás több jellegzetessége, így például a megvizsgálandó adatforrások köre. Az önkéntes, értékorientált kiegészítő beszámolást olyan, nyilvánosan hozzáférhető formában kell rendelkezésre bocsátani, amelyhez az összes jelenlegi és jövőbeli tulajdonos szabadon hozzáférhet. Ezek körét – a szakirodalmi ajánlásokból kiindulva – kutatómunkám során az alábbiakban határoztam meg: (számvetési) éves beszámoló, tőzsdei éves és gyorsjelentés, továbbá az adott társaság honlapján található információk¹⁰.

A célszerűen kiválasztható időpont 2005 nyara, azon belül is 2005 augusztusa volt. Ebben a hónapban ugyanis egyszerre állt rendelkezésre a 2004. évi elfogadott éves beszámoló és/vagy tőzsdei éves jelentés, továbbá a féléves gyorsjelentés. A tőzsdei gyorsjelentések közül azért a féléveset választottam ki elemzésre, mert ilyen jelentést a tőzsde mindkét kategóriájában szereplő vállalatoknak készíteniük kell (míg negyedéves gyorsjelentésre csak az A kategóriában jegyzett cégek kötelezettek). Ugyanebben a hónapban tanulmányoztam a jegyzett cégek honlapját is.

Az adatgyűjtés során 2005 augusztusában letöltöttem a BÉT, illetve az ott jegyzett vállalatok honlapjáról a 2004. évi éves jelentést (vagy ennek hiányában az éves beszámolót), valamint a 2005. első féléves gyorsjelentést. A hónap során végigelemeztem minden cég aktuális honlapját, majd ezt követően került sor a letöltött beszámolók és jelentések kiértékelésére. Ezzel tudtam biztosítani azt, hogy az elemzés teljes egészében 2005 augusztusára vonatkozzon, és a kiválasztott kommunikációs csatornák tekintetében teljes körű képet adjon az önkéntes stratégiai adatszolgáltatás akkori helyzetéről.

A honlapok alapos elemzése – ugyancsak a kutatás feltáró jellegének megfelelően – azt jelentette, hogy a teljes honlapot, annak minden oldalát és a honlapról megnyitható összes fájlt végigolvastam annak érdekében, hogy a lehető legátfogóbb képet kapjam az önkéntes stratégiai adatszolgáltatásról. Ahol szerepeltek, ott a vezetői prezentációkat, az elemzői konferenciák és befektetői road-show-k anyagait is átnéztem. Mivel ez a kiegészítő beszámolás formai kötöttség nélküli, ezért a keresést nem volt módomban a honlap egy kisebb részére leszűkíteni.

A kutatás feltáró jellege mutatkozik meg abban is, hogy a stratégia esetében a fogalom tág értelmezését vettem alapul, amely nemcsak a stratégiai célokat és akciókat, hanem az azokat megalapozó küldetést és jövőképet, továbbá a stratégiaalkotást segítő elemzéseket is magában foglalja. A jövőképtől és a stratégiai céloktól nem választható el továbbá az alapvető képességek témaköre sem, ezért a mindezen adatokra vonatkozó

beszámolást együtt vizsgáltam. A vállalat saját előrejelzéseinek, várakozásainak és tervszámainak közlése minden esetben önkéntes adatszolgáltatást jelent; s ehhez szorosan hozzátartozik az aktualitások bemutatása, amelyek (jó esetben) igazolják a következő évi tervszámok helytállóságát. Ezért tehát a vállalati előrejelzéseket és az aktualitások ismertetését is együtt, egyetlen önkéntes beszámolási elemként kezelem. A vállalati kockázatkezelést – bár szintén kapcsolódik a stratégiához és a vállalati előrejelzésekhez – külön beszámolási elemként vizsgáltam. Ennek oka a kockázatok és kezelésük egyre nagyobb szerepe. Szintén önálló beszámolási elem a vezető tisztségviselők életrajza, valamint a vállalatot elemzők listájának (esetleg az elemzések szövegének) a megadása. Mindezek alapján tehát az önkéntes stratégiai adatszolgáltatás vizsgálatakor öt beszámolási elemet vettem figyelembe¹¹:

- stratégia ismertetése (beleértve a küldetést, a jövőképet és az alapvető képességeket, valamint az ezeket megalapozó elemzéseket),
- vezető tisztségviselők életrajza,
- vállalati előrejelzések és tervszámok megadása (beleértve az aktualitások ismertetését is),
- kockázatkezelés rendszerének bemutatása,
- vállalatot elemzők listája.

Mindegyik elem önmagában is eleget tesz a kiegészítő értékorientált beszámolás fogalmának: segíti a befektetőket a helyes döntések meghozatalában, illetve a meghozott döntés helyességének ellenőrzésében.

Kutatási eredmények

A stratégiai előnyök egyetlen elemét sem mutatta be hat cég (14%, egy vállalat az A és öt cég a B kategóriából). A többiek esetében az önkéntes stratégiai adatszolgáltatás legalább egy elemét a jelentésekben és/vagy a honlapon megtaláltam. A tulajdonosok szempontjából azonban az is elvárás, hogy a megadott információk megbízhatóak, azaz szakmailag elfogadhatóak legyenek. Az önkéntes stratégiai adatszolgáltatás elemei kapcsán tehát az információk megadásának ténye mellett vizsgálnom kellett azok (tartalmának) komolyságát is. A megadott információk „komolytalanosságának” lehetősége azért merül fel, mert a jövőre vonatkozó előrejelzésekről, becslésekről, azaz nem kizárólag objektív tényekről és megállapításokról van szó. A komolytalan közlések nem szolgálják a meglévő és a potenciális tulajdonosok döntéseinek megalapozását, ami pedig az értékorientált kiegészítő beszámolás egészének kötelező fogalmi eleme.

A vezető tisztségviselők életrajza és a vállalatot elemzők listája tekintetében nem volt szükség érdemi mérlegelésre. A három másik beszámolási elemnél azonban a következőket vettem figyelembe:

- A stratégia ismertetését akkor nem tekintetem érdemnek, ha az túl általános volt (Globus¹², Linamar¹³, Skoglund¹⁴); ha csak egyetlen évre – például a tőzsdei beszámoló elkészítésének évére mint tárgyévre – vonatkozó stratégiai célokat tartalmazott (Antenna¹⁵), vagy egyáltalán nem tartozott hozzá időtáv (Rába¹⁶, Synergon¹⁷); ha csak a piaci trendeket vázolta fel (Graphisoft¹⁸) vagy csak egyetlen SWOT-elemzésből állt (NABI¹⁹); ha csak a küldetés szerepelt, de a stratégia kifejtése hiányzott; ha csak stratégiai szegmenseket nevezett meg (Econet²⁰), vagy kizárólag az újonnan megcélzott szegmenseket adta meg (Phylaxia Pharma²¹). Külön említésre érdemes, hogy szakmailag hibás tartalmú volt a NABI SWOT-elemzése²² és a Csepel küldetése²³. A TVK, bár jelentésében külön fejezetet szentel a kiemelt stratégiai céloknak, abban mégsem a stratégia bemutatása, hanem csak egyetlen stratégiai projekt (igaz, valóban részletes) ismertetése szerepel²⁴. Végezetül egy cég azt közölte, hogy üzleti stratégiáját **nem** teszi közzé (DÉMÁSZ²⁵);
- Nem minősül a kockázatkezelési rendszer bemutatásának, ha a kockázatokat a beszámolóban csak megnevezte a cég, de kezelésükről nem mondott semmit (Danubius²⁶, Synergon²⁷, TVK²⁸, Zwack²⁹, ÉMÁSZ³⁰, Forrás³¹, Gardénia³², Hungagent³³, Szekesfehervári Hűtőipari Rt.³⁴); vagy részletesebben kifejtette ugyan a kockázatot, de annak kezelését nem ismertette (Fotex³⁵); ha csak a pénzügyi kockázatokkal foglalkozott (Antenna³⁶) vagy közülük is csak az egyik fajtát érintette (például az árfolyamkockázatot, lásd Borsodchem³⁷); vagy ha azt írta, hogy a (pénzügyi) kockázatokat NEM kezeli (Danubius³⁸). A Pannonflax általánosságokat tartalmazó leírása³⁹ szintén nem segíti a befektetői döntéshozatalt. A DÉMÁSZ pedig szó szerint azt közölte, hogy a kockázatkezelésre vonatkozó információt **nem** tesz közzé⁴⁰;
- A vállalati előrejelzések csak akkor jelentenek érdemi értékorientált információt, ha több évre előre konkrét számokat tartalmaznak (ellenpélda a Hungagent⁴¹ és a Phylaxia Pharma⁴²). Az EGIS megadta a tárgyévben bevezetett új termékek számát⁴³ – ez lehetőséget ad előrejelzés készítésére, azonban az önkéntes adatszolgáltatás azt jelentené, hogy maga a cég készíti el és mutatja be az ebből adódó (például az árbevételre és az

eredményre vonatkozó) prognózisokat. Így tehát az aktuális események bemutatása (például a fordulónapot követő történések ismertetése) sem elegendő önmagában az értékorientált kiegészítő beszámolóhoz, hanem a közlésnek a jövőre, a jövő időszakokra vonatkozóan kell konkrét információt hordoznia.

Mindezek alapján lássuk a részletes eredményeket, amelyek a stratégiai előnyökre vonatkozóan általam talált, önkéntes és konkrét beszámolási elemeket mutatják be:

- A stratégia kapcsán: versenysztratégia (IEB⁴⁴), piacok, országok és termékek szerinti stratégia (OTP⁴⁵), üzletágankénti stratégiák (Rába⁴⁶), versenyelőnyök (Synergon⁴⁷), üzletágankénti versenyelőnyök (Telekom⁴⁸), versenyelőnyt adó képességek (Freesoft⁴⁹), alapvető képesség (Gardénia⁵⁰, Quaestor⁵¹). Ezekben az esetekben nem a megnevezés, hanem (a fent leírtaknak megfelelően) minden esetben a tartalom számított – így például küldetesként vettem számításba az üzletpolitikai koncepciót is a Novotrade⁵² esetében.
- Vezető tisztségviselők életrajza: az igazgatóság és/vagy a felügyelőbizottság tagjainak életrajzát összesen nyolc vállalat ismerteti honlapján vagy jelentésében.
- Előrejelzések: kétéves kibocsátási program (FHB⁵³), országonként megbontott tervek (OTP⁵⁴), tervezett piaci részesedés (OTP⁵⁵), egy nagy K+F projekt költségei (TVK⁵⁶), tervszámok a következő két évre (Zwack⁵⁷). Minden esetben hosszabb távú, azaz a soron következő éven túlmutató előrejelzéseket soroltam ide.
- Kockázatkezelési rendszer: kockázatkezelési alapelvek (FHB⁵⁸, Linamar⁵⁹), kockázatkezelési folyamat rövid leírása (FHB⁶⁰), teljes körű kockázatkezelési rendszer (Telekom⁶¹), Beszálító Minősítési Rendszer (MOL⁶²), value at risk módszerrel számolt tőkekövetelmény (OTP⁶³), működési és nyilvántartási kockázatok (econet⁶⁴) – ezek mind érdemben ismertetik a kockázatkezelést vagy legalább annak egy részét.
- A vállalatot elemzők listája: egyetlen cég tette elérhetővé (honlapján) a róla megjelent elemzések teljes szövegét (Graphisoft⁶⁵), de sajnos ezek nem friss elemzések voltak. Emellett további négy cég csak felsorolta – ketten a honlapon, ketten pedig az éves jelentésben – az őket elemzőket (DÉMÁSZ⁶⁶, NABI⁶⁷, OTP⁶⁸, Richter⁶⁹).

Az eredményeket a 3. táblázat foglalja össze.

A stratégiai információk közül legnagyobb arányban a tág értelemben vett stratégiáról (küldetésről, jövőkép-

A BÉT-en jegyzett társaságok önkéntes stratégiai információszolgáltatása 2005 augusztusában

Önkéntes stratégiai adatszolgáltatás	A kategória	B kategória	Összesen
Stratégia ismertetése	7 (33%)	4 (18%)	11 (26%)
Vezető tisztségviselők életrajza	8 (38%)	0 (0%)	8 (19%)
Vállalati előrejelzések és tervszámok	4 (19%)	0 (0%)	4 (9%)
Kockázatkezelés rendszerének bemutatása	5 (24%)	1 (5%)	6 (14%)
Vállalatot elemzők listája	5 (24%)	0 (0%)	5 (12%)

(a zárójelben szereplő százalékos arányok az egyes kategóriákban jegyzett, illetve a tőzsdén jegyzett összes vállalatra vonatkoznak)

ről, stratégiai célokról és akciókról, versenyelőnyökről, alapvető képességekről) találunk adatokat a nyilvánosan hozzáférhető jelentésekben és a honlapokon. Ilyen adatokat a vizsgált cégek valamivel több mint egynegyede hozott nyilvánosságra. A második leggyakoribb beszámolási elem a vezető tisztségviselők – igazgatósági és felügyelőbizottsági tagok – részletes szakmai önéletrajza, de ezt már a cégek kevesebb mint ötöde szerepeltette a beszámolásban. A legritkábban említett elem pedig a legalább két évre vonatkozó, konkrét mutatószám-előrejelzés, amelyet minden 11. cég szolgáltatott csupán.

Feltűnő, hogy a B kategóriában jegyzett vállalatok csak a stratégiáról és a kockázatkezelésről számoltak be, a másik három elem esetükben nem szerepel a beszámolásban. Így a vezető tisztségviselők szakmai önéletrajzát egyikük sem ismerteti – pedig az összesítésben ez a második leggyakoribb beszámolási elem.

A 3. táblázat tanúsága szerint a vizsgált ötfajta stratégiai információ közül nincs egyetlen olyan sem, amelyről a cégeknek legalább a fele beszámolna, sőt – csak az A kategóriát vizsgálva is – messze alatta maradunk ennek a határnak. Ebből következően állíthatjuk, hogy a vizsgált időszakban a BÉT-en jegyzett társaságok döntő többsége a mindenki által elérhető kommunikációs csatornákon nem tette közzé a tulajdonosokat valóban érdeklő, mert a jövőbeli értékteremtést alátámasztó, hitelesítő információkat. A tőzsdei előírásokon túlmenően nem éltek az önkéntes kiegészítő adatszolgáltatás lehetőségével⁷⁰. Az ennek hátterében rejlő indokok vizsgálata más kutatási módszer (elsősorban feltáró interjúk) alkalmazását és további adatgyűjtést igényelne.

Ha a stratégiával kapcsolatos elemekről szóló beszámolást az egyes cégek szintjén vizsgáljuk, akkor differenciáltabb eredményt kapunk⁷¹. Az A kategóriában 14 cégnél (67%) olvashatunk a stratégiával kapcsolatban legalább egy önkéntesen közzétett informá-

cióról. Közülük négyen csak egyetlenféle adatot, heten kétfélét, ketten háromfélét (Magyar Telekom, MOL) és az OTP mind az ötfélét nyilvánosságra hozza. A B kategóriában összesen öt cég számolt be a stratégiával kapcsolatos információkról, mindegyikük annak egy-egy elemét említve.

Amikor azt értékeltem, hogy az egyes cégek mennyiben tesznek eleget a stratégiával kapcsolatos információkra vonatkozó önkéntes beszámolás elvárásának, akkor a legalább háromféle elemről beszámoló cégek kaptak igen minősítést, a kétféléről beszámoló cégek nem teljesítik az önkéntes stratégiai adatszolgáltatásra vonatkozóan, a szakirodalom alapján megfogalmazott elvárást. Ennek alapján mindössze három cég teljesíti maradéktalanul az elvárásokat (mindegyiküket az A kategóriában jegyzik, lásd az előző bekezdésben).

Összefoglalás

A tőzsdén jegyzett társaságok esetében általában jellemző a tulajdonosok és a vezetők közötti információs aszimmetria. Ennek megszüntetésére dolgozták ki a nyugati szakirodalomban az értékorientált kiegészítő beszámolást, amely önkéntes alapon egészíti ki a kötelező (számvetési és tőzsdei) beszámolást. Az értékorientált kiegészítő beszámolás egyik eleme a stratégiai előnyök bemutatása, amely négy tényezőből tevődik össze. Ezek közül kutatásomban a nem tárgyiasult erőforrásokat nem vizsgáltam. A többi elemet pedig öt önálló, bár egymást kiegészítő pontban vizsgáltam.

A BÉT-en jegyzett társaságok tőzsdei jelentéseit és honlapjait elemezve megállapítottam, hogy az önkéntes stratégiai adatszolgáltatás leggyakrabban a társaságok értelmzett vállalati stratégiát írja le. De még ezt is csak a BÉT-en jegyzett társaságok negyede teszi közzé. Mindezek alapján megállapítható, hogy a tőzsdei társaságok nem látják el meglévő és potenciális tulajdo-

nosaikat mindazokkal az információkkal, amelyeket ők a befektetési döntések meghozatalához igényelnek. Ezeket a döntéseket fontos, jövőorientált információk hiányában kell a tulajdonosoknak meghozniuk, amely információkat más forrásból sem áll módjukban beszerezni. Ez pedig arra utal, hogy a tőzsdei társaságok a vizsgált időszakban nem fordítottak kellő figyelmet a tulajdonosaikra, a részvényeket birtokló befektetők információigényének kielégítésére.

Lábjegyzet

- ¹ A társaságoknak természetesen más érintettekkel (a vevőkkel, a munkatársakkal, a helyi közvéleménnyel stb.) kapcsolatban is vannak céljaik. A fenti állítás csupán azt mondja, hogy az érintettek között fontos helyen állnak a tulajdonosok. Ez a megállapítás nem mond ellent a fenntartható fejlődésnek az elmúlt időszakban egyre népszerűbbé váló megközelítésének sem, hiszen tulajdonosok nélkül egyszerűen nem tartható fenn a vállalatok működése.
- ² Ez a megállapítás nem zárja ki, hogy vannak olyan tulajdonosok, akik alaposan ismerik a vállalat működését és eredményeit – például azért, mert az igazgatóság tagjai. Ez azonban biztosan nem igaz a nyilvánosan jegyzett társaságok tulajdonosainak zömére. Az igazgatóságban nem tulajdonosként, hanem a tulajdonosok megbízásából ülő tagok esetén a tulajdonosok tájékoztatását több tényező is gátolhatja a kommunikációs folyamat során. Végezetül a felügyelőbizottsági tagok csak korlátozottan tudják információkkal ellátni a tulajdonosokat. Hiszen egyrészt ők is alapvetően az igazgatóságtól kaptak (és így esetleg szűrt, torzított stb.) tájékoztatásból dolgoznak, másrészt pedig viszonylag ritkán tartanak ülést, rendszeresen pedig csak évente kell beszámolniuk a tulajdonosok felé.
- ³ Ez az ügynökkapcsolatoknak csak az egyik, méghozzá a legfelső szintje. Erről és a többi szintről lásd Coenenberg (2003).
- ⁴ Definícióját és bővebb leírását lásd például Fischer – Klöpfer (2006) 4. o., illetve magyarul Tirnitz (2004). Az értékorientált kiegészítő beszámolás gyökere a business reporting, lásd Böcking (1998), valamint Noll – Weygandt (1997) és Eccles – Herz – Keegan – Phillips (2001).
- ⁵ A tulajdonosoknak a vállalaton kívülre helyezése azt fejezi ki, hogy tőzsdei társaságok esetében a tulajdonosok nem feltétlenül vesznek részt a cég működésében vagy annak irányításában.
- ⁶ Az angolszász és a német modellek áttekintését lásd például Ruhwedel – Schultze (2004) és Fischer – Klöpfer (2006).
- ⁷ Ez feltételezi, hogy a tulajdonos érdeklődik az ágazat és a vállalati tevékenység(ek) iránt, s így érti és értelmezni tudja a közzétett adatokat. Ezzel természetesen nem válik feleslegessé a piaci elemzők munkája, akiknek elemzései részét képezik az önkéntes stratégiai adatszolgáltatás itt felhasznált modelljének.
- ⁸ Ugyanígy Fischer – Klöpfer (2006), amely azonban a stratégiai előnyök bemutatását kiegészíti a környezeti és társadalmi hatások bemutatásával. Némileg eltérő hangsúlyokat ad meg Baetge – Solmecke (2006), illetve Baetge – Heumann (2006).
- ⁹ A vizsgált jelentésekre vonatkozóan BÉT (2003) volt hatályban.
- ¹⁰ A szakirodalomban találkozhatunk ennél tágabb felsorolással is. Így például Fischer – Klöpfer (2006: 10. o.) említi még a közgyűléseket, az elemzői konferenciákat és a befektetői road-show-kat is. Ezek azonban nem hozzáférhetőek bárki számára, ezért vizsgálatom rájuk nem terjed ki. Ugyanígy nem vizsgálom a soron kívüli tájékoztatásokat, hiszen ezek célja a lényeges információkban bekövetkező változások azonnali közlése, nem pedig részletező és értelmező fel-

tárása. A BÉT négy legjelentősebb vállalatánál (MOL Rt., OTP Rt., MATÁV Rt. és Richter Rt.) elvégeztem a soron kívüli tájékoztatások elemzését 2004. január és június közötti időszakra, és közülük egyetlen egyet sem találtam, amelyik tartalmazta volna az értékorientált kiegészítő beszámoló bármelyik elemét. Ez megerősítette, hogy a soron kívüli tájékoztatások figyelmen kívül hagyásával nem vész el a kutatás szempontjából releváns információ.

- ¹¹ A nem tárgyasult erőforrások elemzését szintén elvégeztem – ugyanezen kutatás keretében. Ezen erőforrások kiemelt szerepét számos külföldi és hazai kutatás bizonyította az elmúlt években. A nem tárgyasult erőforrásokot ezért kiemelten kezeltem, elemzésük eredményét pedig külön tanulmányban adtam közre. Bővebben lásd Tirnitz (2008).
- ¹² GL (2004) 3. o. és 46–47. o.
- ¹³ LI (2004) 2. o.
- ¹⁴ SK (2004) 2. o.
- ¹⁵ www.ahrt.hu
- ¹⁶ www.raba.hu
- ¹⁷ www.synergion.hu
- ¹⁸ GR (2004) 3. o. és 41–49. o.
- ¹⁹ www.nabi.hu
- ²⁰ EC (2004) 1. o.
- ²¹ PH (2005) 8. o.
- ²² Lásd az előbb már idézett SWOT-elemzést
- ²³ CS (2004b) 1. o., ahol – „célként” – egy rosszul megfogalmazott küldetés szerepel
- ²⁴ TV (2004) 8–9. o. a petrokémiai fejlesztési projektről
- ²⁵ DÉ (2004b) 20. o. és elvként ugyanez: DÉ (2004b) 17. o.
- ²⁶ DH (2004b) 57–58. o. és főleg DH (2004a) 84. o.
- ²⁷ SY (2004) 3. o. és 26. o.
- ²⁸ TV (2004) 59. o.
- ²⁹ ZW (2004) 36. o.
- ³⁰ ÉM (2004) 32. o.
- ³¹ FO (2004a) 29. és 30. o., továbbá FO (2004b) 23. és 24. o.
- ³² GA (2004) 19. o.
- ³³ HU (2004a) 25. o.
- ³⁴ SZ (2004) 77. o.
- ³⁵ FO (2005a) 2. 5. és 7. oldalán is szerepel a devizakitettség.
- ³⁶ AH (2004b) 35. o.
- ³⁷ BO (2004a) 85. és 86. o., bár BO (2004b) 32. o. további két kockázatfajtát is említ.
- ³⁸ DH (2004b) 57. és 58. o.
- ³⁹ PF (2004) 20. o.
- ⁴⁰ DÉ (2004b) 20. o., ennek megfelelően szűk szavú az IFRS-beszámolóban a kockázatok kezelésének „bemutatása” DÉ (2004b) 77. o.
- ⁴¹ HU (2004a) 21. o.
- ⁴² PH (2004) tartalmaz néhány sarokszámot 2005-re vonatkozóan (pl. a exportárbevételre vonatkozóan az 5. oldalon).
- ⁴³ EG (2004) 3. o. és EG (2005) 2. o.
- ⁴⁴ IE (2004) 3. fejezet
- ⁴⁵ www.otp.hu
- ⁴⁶ RÁ (2004c) 6–13. o.
- ⁴⁷ www.synergion.hu
- ⁴⁸ MT (2004a) 2. o.
- ⁴⁹ FR (2004) 3.1 alfejezet
- ⁵⁰ www.gardenia.hu
- ⁵¹ www.quaestor.hu
- ⁵² NO (2004) 16. o.
- ⁵³ www.fhb.hu
- ⁵⁴ www.otp.hu
- ⁵⁵ www.otp.hu
- ⁵⁶ www.tvk.hu

- ⁵⁷ ZW (2004) 25. o.
- ⁵⁸ FH (2004a) 52. o. és 54. o.
- ⁵⁹ LI (2004) 11. o.
- ⁶⁰ www.fhb.hu
- ⁶¹ MT (2004b) 118–119. o., a kezelt kockázatokról pedig lásd MT (2004b) 11–16. o.
- ⁶² www.mol.hu
- ⁶³ OT (2004d) 96. o. és 127. o.
- ⁶⁴ EC (2004) 24–25. o.
- ⁶⁵ www.graphisoft.hu
- ⁶⁶ DÉ (2004b) 13. o.
- ⁶⁷ www.nabi.hu
- ⁶⁸ www.otp.hu
- ⁶⁹ RI (2004) 16. o.
- ⁷⁰ Ugyanehhez a következtetéshez vezetett a nem tárgyasult erőforrásokról való önkéntes beszámolás vizsgálata is. Bővebben lásd Tirnitz (2008).
- ⁷¹ A teljes értékelést lásd Tirnitz (2009).

Felhasznált irodalom

- Baetge, J. – Heumann, R. (2006): Wertorientierte Berichterstattung. Der Betrieb, p. 345–350.
- Baetge, J. – Solmecke, H. (2006): Grundsätze und Konzeption des Value Reporting. Zeitschrift für Controlling und Management, Sonderheft, 3, p. 16–30.
- BÉT (2003): A Budapesti Értéktőzsde Részvénytársaság Szabályzata a bevezetési és forgalomban tartási szabályokról – módosított változat, hatályos: 2002. aug. 5-től (a módosítások: 2003. júl. 14-től) (letöltve: 2004. jan. 12.)
- Coenenberg, A.G. (2003): Shareholder Value – Betriebswirtschaftliche Sicht und öffentliche Wahrnehmung. Journal für Betriebswirtschaft, p. 7–14.

Áttekintett honlapok

(A honlapok vizsgálatára minden esetben 2005 augusztusában került sor.)

A kategória	B kategória
www.ahrt.hu www.borsodchem.hu www.danubiusgroup.com www.demasz.hu www.egis.hu www.fhb.hu www.fotex.hu www.globus.hu www.graphisoft.hu www.ieb.hu www.linamar.hu www.magyartelekom.hu www.mol.hu www.nabi.hu www.otp.hu www.annonplast.hu www.raba.hu www.richter.hu www.synergion.hu www.tvk.hu www.zwackunicum.hu	www.excel-csepel.hu www.domus.hu www.econet.hu www.elmu.hu www.emasz.hu www.forras.hu www.freesoft.hu www.gardenia.hu www.humet.hu www.annon-flax.hu www.phylaxiapharma.hu www.quaestor.hu www.fevita.hu

- Böcking, H.J. (1998): Zum Verhältnis von Rechnungslegung und Kapitalmarkt: Vom „financial accounting“ zum „business reporting“. ZfbF-Sonderheft, p. 17–53.
- Eccles, R.G. – Herz, R.H. – Keegan, E.M. – Phillips, D.M.H. (2001): The Value Reporting™ Revolution – Moving Beyond the Earnings Game, Nem York
- Fischer, T.M. – Klöpfer, E. (2006): Entwicklung und Perspektiven des Value Reporting. Zeitschrift für Controlling und Management, Sonderheft 3, p. 4–14.
- Fischer, T.M. – Wenzel, J. – Kühn, C. (2001): Value Reporting – Wertorientierte Berichterstattung in den Nemas 50-Unternehmen. Der Betrieb, p. 1209–1216.
- Fischer, T.M. – Wenzel, J. (2002): Value Reporting. Die Betriebswirtschaft, p. 327–332.
- Noll, D.J. – Weygandt, J.J. (1997): Business Reporting: What Comes Next?. Journal of Accountancy, Vol. 83, p. 59–62.
- Ruhwedel, F. – Schultze, W. (2004): Konzeption des Value Reporting und Beitrag zur Konvergenz im Rechnungswesen. Controlling, p. 489–495.
- Tirnitz T. (2004): Értékorientált mutatók és rendszerek a vállalatvezetés szolgálatában, doktori tézisvezet, kézirat
- Tirnitz T. (2008): Nem tárgyasult erőforrások bemutatása a tőzsdén jegyzett társaságok önkéntes adatszolgáltatásában. In: 60 éves KÖZGÁZ, II. kötet 177–195. o.
- Tirnitz T. (2009): Értékorientált mutatók és rendszerek a vállalatvezetés szolgálatában, PhD-disszertáció, kézirat
- Áttekintett honlapok (A honlapok vizsgálatára minden esetben 2005 augusztusában került sor.)

Cikk beérkezett: 2009. 9. hó
 Lektor vélemény alapján véglegesítve: 2009. 10. hó

Feldolgozott beszámolók és jelentések

Cégnév	Beszámoló és jelentések
Antenna Hungária Rt.	AH (2004a): Éves jelentés AH (2004b): Konszolidált éves beszámoló és független könyvvizsgálói jelentés AH (2005a): 2005. I. féléves gyorsjelentés (IFRS, pdf) AH (2005b): 2005. I. féléves gyorsjelentés (IFRS, word) AH (2005c): 2005. I. féléves gyorsjelentés (IFRS, excel)
Borsodchem Rt.	BC (2004a): Konszolidált éves beszámoló BC (2004b): Auditált konszolidált pénzügyi beszámoló BC (2005): Első féléves, a tőzsde számára készített gyorsjelentés
Danubius Rt.	DH (2004a): MSZSZ szerint készült konszolidált éves jelentés DH (2004b): IFRS szerint készült konszolidált tőzsdei éves jelentés DH (2005): Gyorsjelentés a 2005. I. féléves gazdálkodásról
DÉMÁSZ Rt.	DÉ (2004a): Éves beszámoló és független könyvvizsgálói jelentés DÉ (2004b): Éves jelentés DÉ (2004c): Éves konszolidált beszámoló és független könyvvizsgálói jelentés DÉ (2005): Gyorsjelentés 2005. I. félév
Egis Rt.	EG (2005a): Gyorsjelentés a Budapesti Értéktőzsde számára teljes üzleti év EG (2005b): Gyorsjelentés a Budapesti Értéktőzsde számára első félév
FHB Rt.	FH (2004a): Társasági beszámoló FH (2004b): Tőzsdei éves jelentés FH (2005): II. negyedévi tőzsdei gyorsjelentés
FOTEX Rt.	FX (2004a): Auditált konszolidált éves beszámoló és Független Könyvvizsgálói jelentés FX (2004b): A Társaság szervezetéhez, működéséhez kapcsolódó adatlapok FX (2004c): Az elnök beszámolója FX (2005a): I-IX. havi gyorsjelentés FX (2005b): Pénzügyi kimutatáshoz kapcsolódó adatlapok
Globus Rt.	GL (2004): Éves jelentés GL (2005): Gyorsjelentés 2005. II. negyedév
Graphisoft N.V.	GR (2004): Pénzügyi jelentés GR (2005): Első féléves gyorsjelentés
Inter-Európa Bank Rt.	IE (2004): Éves jelentés IE (2005): 2005. II. negyedévi tőzsdei gyorsjelentés
Linamar Rt.	LI (2004): Éves jelentés LI (2005): Gyorsjelentés a 2005. június 30-al záruló hat hónapról
Magyar Telekom Rt.	MT (2004a): Éves jelentés MT (2004b): Form 20-F Annual report MT (2005): 2005. féléves eredmények
MOL Rt.	MO (2004): Éves jelentés MO (2005): Első félévi és második negyedéves gyorsjelentés
NABI Rt.	NA (2004): Éves jelentés NA (2005): Gyorsjelentés 2005. első félév
OTP Bank Rt.	OT (2004a): IFRS szerint készített nem konszolidált beszámoló OT (2004b): IFRS szerint készített konszolidált beszámoló OT (2004c): 2004. évi auditált éves jelentés kivonata OT (2004d): Éves jelentés OT (2005): 2005. I. féléves Tőzsdei Gyorsjelentés
Pannonplast Rt.	PA (2004a): Éves beszámoló és független könyvvizsgálói jelentés PA (2004b): Konszolidált éves beszámoló PA (2004c): Éves jelentés – Adatlapok PA (2005): Tőzsdei gyorsjelentés a 2005. I-II. negyedéves időszakról
Rába Rt.	RÁ (2004a): Konszolidált pénzügyi kimutatások RÁ (2004b): Éves jelentés I. RÁ (2004c): Éves jelentés II. RÁ (2004d): Tőzsdei éves jelentés és szöveges kiegészítése RÁ (2005): 2005. I-III. negyedéves gyorsjelentése
Richter Gedeon Rt.	RI (2004): Éves jelentés RI (2005): 2005. I. félévi gyorsjelentés
Synergon Rt.	SY (2004): Éves jelentés SY (2005): Gyorsjelentés
TVK Rt.	TV (2004): Éves jelentés TV (2005): 2005. I. féléves és II. negyedéves gyorsjelentés

Zwack Unicum Rt.	ZW (2004): Éves jelentés ZW (2005a): Köztes éves jelentés ZW (2005b): Köztes éves jelentés adatlapjai ZW (2005c): Gyorsjelentés a 2005-2006-os üzleti év I. féléves eredményeiről
Agrimill-Agrimex Rt.	AG (2004): Éves jelentés AG (2005): 2005. első féléves gyorsjelentés
BIF Rt.	BI (2004a): Összevont (konszolidált) éves beszámoló BI (2004b): Éves beszámoló BI (2005): 2005. I. félévi gyorsjelentés
Csepel Holding Rt.	CS (2004a): Éves beszámoló és konszolidált éves beszámoló CS (2004b): Éves jelentés CS (2004c): Konszolidált beszámoló kiegészítő melléklete CS (2004d): Éves beszámoló kiegészítő melléklete CS (2005): Gyorsjelentés a 2005. I. félév pénzügyi helyzetéről és teljesítményéről
Domus Rt.	DO (2004): Éves jelentés DO (2005): 2005. I. félévi gyorsjelentés
Econet.hu Rt.	EC (2004): Üzleti jelentés EC (2005): Gyorsjelentés 2005. I. félév
EHEP Rt.	EH (2004) Tőzsdei éves jelentés EH (2005): 2005. I. félévi gyorsjelentés
ELMŰ Rt.	EL (2004): Éves jelentés EL (2005): Féléves gyorsjelentés
ÉMÁSZ Rt.	ÉM (2004): Éves jelentés ÉM (2005) Féléves gyorsjelentés
Forrás Rt.	FO (2004a): Éves jelentés FO (2004b): Kiegészítő melléklet a Forrás Rt. 2004. december 31-i összevont éves beszámolójához FO (2004c): Adatlapok FO (2005a): 2005. évi első féléves gyorsjelentés FO (2005b): 2005. évi első féléves gyorsjelentés – kivonat FO (2005c): Adatlapok
FreeSoft Rt.	FR (2004): Éves beszámoló FR (2005): 2005. I. félévi gyorsjelentés
Gardénia Rt.	GA (2004): Tőzsdei éves jelentés GA (2005): 2005. I. féléves gyorsjelentés
Humet Rt.	HM (2004a): Tőzsdei jelentés HM (2004b): Kiegészítő melléklet a HUMET® Rt. 2004. 12. 31-i zárómérlegéhez HM (2004c): A HUMET® Rt. Igazgatóságának jelentése HM (2005): Gyorsjelentés a HUMET® Rt. 2005. első félévi gazdálkodásáról
Hungagent Rt.	HU (2004a): Éves beszámoló HU (2004b): Kiegészítő melléklet a 2004. évi (összevont) konszolidált beszámolóhoz HU (2005a): 2005. I. féléves gyorsjelentés HU (2005b): Adatlapok
Kartonpack Rt.	KA (2004): Éves jelentés KA (2005): 2005. féléves tőzsdei gyorsjelentés
Konzum Rt.	KO (2004): Éves jelentés KO (2005): 2005. I. félévi gyorsjelentés
Novotrade Rt.	NO (2004): Éves jelentés a tőzsde számára NO (2005): Tőzsde számára készített gyorsjelentés
Pannon-Váltó Rt.	PV (2004): Éves beszámoló PV (2005): 2005. I. félévi gyorsjelentés
Pannonflax Rt.	PF (2004): Éves jelentés PF (2005): 2005. I. féléves gyorsjelentés
Phylaxia Pharma Rt.	PH (2004): Éves jelentés PH (2005): Összevont (konszolidált) féléves gyorsjelentés
Quaestor Rt.	QU (2004): Éves jelentés QU (2005): 2005/I. féléves gyorsjelentés
Skoglund Holding Rt.	SK (2004a): Jelentés a 2004-es pénzügyi évről SK (2004b): Éves beszámoló SK (2004c): Kiegészítő melléklet Éves beszámolóhoz SK (2005): Tőzsdei gyorsjelentés
Székesfehérvári Hűtőipari Rt.	SZ (2004): Éves jelentés SZ (2005): Féléves gyorsjelentés